

---

# BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

---

## 63. JAHRESBERICHT

1. APRIL 1992–31. MÄRZ 1993

BASEL, 14. JUNI 1993

---

# Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

## 63. Jahresbericht

1. April 1992–31. März 1993

Basel, 14. Juni 1993



# Inhaltsverzeichnis

	Seite
Einleitung .....	1
I. Turbulenzen an den Devisenmärkten und Ausbreitung der Rezession in Europa .....	3
II. Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern .....	9
Schwerpunkte .....	9
Hauptmerkmale der jüngsten Konjunkturentwicklung .....	10
Produktion und Nachfrage in den Industrieländern .....	12
<i>Zögernder Aufschwung in den Ländern mit einem frühen Rezessionsbeginn</i> .....	12
<i>Vertiefung der Rezession bei schweren strukturellen Problemen</i> .....	18
<i>Nachlassendes Produktionswachstum angesichts rückläufiger Auslandsnachfrage und binnenwirtschaftlicher Zwänge</i> .....	21
<i>Länder in der Anfangsphase der Rezession</i> .....	24
Arbeitsmarktentwicklung im gegenwärtigen Konjunkturzyklus .....	27
Weitere Dämpfung der Inflation .....	31
Inflationsrückgang, hohe Realzinsen und das Entstehen von Zielkonflikten in Europa ....	33
Haushaltspolitik und wachsende Staatsverschuldung .....	36
<i>Die Haushaltsentwicklung im jüngsten Konjunkturzyklus</i> .....	36
<i>Haushaltspläne für 1993</i> .....	40
III. Wirtschaftsentwicklung in den übrigen Ländern .....	42
Schwerpunkte .....	42
Entwicklung in Osteuropa .....	43
<i>Länder in einem fortgeschrittenen Stadium des Übergangs</i> .....	43
<i>Länder in einem frühen Übergangsstadium</i> .....	46
<i>Entwicklung in der ehemaligen Sowjetunion</i> .....	49
<i>Situation der Auslandsverschuldung</i> .....	51
<i>Gemeinsame Probleme in allen Ländern</i> .....	52
<i>Unternehmenskontrolle und strenge Finanzdisziplin</i> .....	54
<i>Die Banken in Ländern in einem fortgeschrittenen Stadium des Übergangs</i> .....	55
<i>Schwierigkeiten bei der Reform des Bankensystems</i> .....	58
Jüngste Entwicklungen in den Entwicklungsländern und den jungen Industrieländern ....	60
<i>Die jungen Industrieländer</i> .....	60
<i>Andere Entwicklungsländer</i> .....	62
Verteilung des Welteinkommens und Wirtschaftswachstum auf mittlere Sicht .....	67
<i>Entwicklungen bei der Welteinkommensverteilung</i> .....	68
<i>Wachstumsfaktoren: eine vorläufige Analyse</i> .....	69

	Seite
IV. Internationaler Handel und Zahlungsbilanzen .....	74
Schwerpunkte .....	74
Welthandel .....	75
<i>Entwicklungen</i> .....	75
<i>Handelspolitik</i> .....	77
Leistungsbilanzen der Industrieländer .....	79
<i>Grundtendenzen</i> .....	79
<i>Vereinigte Staaten</i> .....	82
<i>Japan</i> .....	84
<i>Westeuropa</i> .....	85
<i>Übrige Industrieländer</i> .....	90
Ehemalige Staatshandelsländer .....	91
<i>Osteuropa</i> .....	91
<i>Ehemalige Sowjetunion</i> .....	94
Junge Industrieländer Asiens und China .....	97
Wichtige Kapitalbewegungen .....	100
<i>Direktinvestitionen</i> .....	100
<i>Portfoliakapital</i> .....	101
Kapitalbilanzen der wichtigsten Länder .....	103
Internationale Währungsreserven (ohne Gold) .....	106
 V. Internationale Finanzmärkte .....	 109
Schwerpunkte .....	109
Der internationale Bankenmarkt .....	111
<i>Die berichtenden Banken und die Währungskrise</i> .....	112
<i>Entwicklungen an den einzelnen Finanzplätzen</i> .....	114
<i>Die Nationalitätenstruktur des internationalen Bankgeschäfts</i> .....	116
<i>Das Direktgeschäft mit dem Nichtbankensektor</i> .....	118
<i>Die Geschäftstätigkeit mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets</i> .....	119
<i>Der Markt für Konsortialkredite</i> .....	123
Der Wertpapiermarkt .....	124
<i>Der Markt für kurz- und mittelfristige Notes</i> .....	124
<i>Der internationale Anleihemarkt</i> .....	126
<i>Art und Nationalität der Emittenten</i> .....	129
<i>Regulative Entwicklungen und die „Globalanleihe“</i> .....	132
Der Markt für private ECU .....	133
Der Markt für derivative Instrumente .....	136
<i>Börsengehandelte Finanzterminkontrakte und Optionen</i> .....	136
<i>Außerbörsliche Märkte</i> .....	138
<i>Sonstige Entwicklungen</i> .....	140
Gold .....	142
 VI. Geldpolitik: Binnenwirtschaftliche und außenwirtschaftliche Aspekte .....	 145
Schwerpunkte .....	145
Ziele der Geldpolitik und Indikatoren ihrer Ausrichtung .....	146
Geldpolitik in Ländern mit seit langem frei schwankenden Wechselkursen .....	147
<i>Entwicklungen der Geldmengen</i> .....	148
<i>Entwicklungen an den Kreditmärkten</i> .....	151
<i>Langfristige Zinssätze und Wechselkurse</i> .....	152
Geldpolitik in Ländern mit Wechselkursbindungen .....	153
<i>Geldpolitik und Glaubwürdigkeit</i> .....	157
<i>Mit frei schwankenden Wechselkursen und langfristigen Zinsen verbundene Belastungen</i> .....	158

	Seite
Geldpolitische Reaktionen auf die Devisenmarktkrise .....	161
<i>Die Auswirkungen von Interventionen in Ländern mit Mittelzuflüssen</i> .....	163
<i>Die Auswirkungen von Interventionen in Ländern mit Mittelabflüssen</i> .....	164
<i>Generelle Aspekte von Interventionen</i> .....	165
<i>Zinsanpassungen und die Glaubwürdigkeit von Wechselkursbindungen</i> .....	166
<i>Der Einsatz von Zentralbankinstrumenten zur Beeinflussung der Weitergabe von Zinsen durch Banken</i> .....	167
<i>Transmissionsmechanismen für Zinssätze</i> .....	168
<i>Devisenkontrollen</i> .....	169
<i>Unabhängigkeit der Zentralbank</i> .....	170
 VII. Preise für reale Vermögenswerte und die Bewältigung finanzieller Notlagen .....	171
Schwerpunkte .....	171
Preise für Vermögenswerte: jüngste Entwicklungen .....	172
<i>Aktienkurse</i> .....	172
<i>Immobilienpreise</i> .....	173
Preise für Vermögenswerte: Längerfristige Betrachtung .....	176
jüngste Entwicklung im Bankensektor .....	185
Bewältigung finanzieller Notlagen .....	187
<i>Die Probleme: Ausmaß und Konsequenzen</i> .....	188
<i>Vermeidung einer ungeordneten Marktreaktion</i> .....	192
<i>Sanierung der Institute</i> .....	193
<i>Vorbeugung</i> .....	199
 VIII. Devisenmärkte: Entwicklungen und ihre möglichen Ursachen .....	201
Schwerpunkte .....	201
Die Ereignisse von 1992 und Anfang 1993 .....	201
Kausale Strukturen der europäischen Devisenmarktkrise .....	211
 IX. Die Tätigkeit der Bank .....	221
Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen .....	221
Die Bank als Agent und Treuhänder .....	224
<i>Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ)</i> ...	224
<i>Agent des Verrechnungs- und Saldenausgleichssystems für private ECU</i> .....	225
<i>Treuhänder für internationale Staatsanleihen</i> .....	225
Multilaterale Finanzhilfe für Zentralbanken .....	227
Die Tätigkeit der Bankabteilung .....	227
<i>Passiva (Mittelaufkommen)</i> .....	228
<i>Aktiva (Mittelverwendung)</i> .....	232
Der Reingewinn und seine Verwendung .....	234
Aktionärszentralbanken .....	234
Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion .....	235
 Schlußbemerkungen .....	236
 Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung .....	247
 Verwaltungsrat .....	252
 Direktion .....	253

Die Kapitel dieses Berichts wurden nacheinander zwischen dem 17. und dem 27. Mai 1993 abgeschlossen.



## Verzeichnis der Grafiken (\*) und Tabellen

	Seite
<b>Turbulenzen an den Devisenmärkten und Ausbreitung der Rezession in Europa</b>	
Entwicklung der Produktion weltweit .....	5
<b>Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern</b>	
Reales BIP in den drei größten Industrieländern* .....	10
Veränderung des realen BIP und der Nachfragekomponenten in den großen Industrieländern .....	14
Großbritannien: Nettoausleihungen des Staates, Zahlungsbilanz und private Nettoersparnis* .....	16
Veränderung des realen BIP und der Bruttoanlageinvestitionen in anderen Industrieländern .....	17
Private Ersparnis in ausgewählten Ländern* .....	20
Arbeitslosenquoten* .....	22
Entwicklung in Ostdeutschland: Ausgewählte Indikatoren .....	27
Beschäftigung in ausgewählten Ländern nach Sektoren .....	28
Veränderung der Zunahme der Lohnstückkosten, der Löhne und der Produktivität sowie Entwicklung der Arbeitslosenquote .....	31
Anstieg der Verbraucherpreise .....	32
Abstand zwischen der Entwicklung der Dienstleistungspreise und der allgemeinen Preisentwicklung in ausgewählten Ländern .....	33
Zinsentwicklung in den drei größten Industrieländern* .....	34
Staatliche Finanzierungssalden und Gesamtverschuldung der öffentlichen Haushalte .....	37
Veränderung der Staatsverschuldung nach Bestimmungsfaktoren* .....	39
<b>Wirtschaftsentwicklung in den übrigen Ländern</b>	
Entwicklung des realen BIP .....	44
Slowakische Republik und Tschechische Republik 1992 .....	45
Zunahme der Verbraucherpreise (VP) und der Löhne (L) .....	47
Arbeitslosenquoten .....	49
Bilateraler Wechselkurs des Rubels gegenüber dem US-Dollar* .....	51
Staatliche Haushaltssalden .....	53
Bruttoanlageinvestitionen .....	54
Indikatoren des Bankgeschäfts in Ungarn .....	57
Entwicklung der Kreditaggregate und Geldmengen .....	59
Wachstum des BIP und Inflation in den Entwicklungsländern und den jungen Industrieländern .....	61
Leistungsbilanzsalden der Entwicklungsländer und der jungen Industrieländer .....	65
Indikatoren des Außenhandels der Entwicklungsländer und der jungen Industrieländer ..	66
Verteilung des Welteinkommens nach Bevölkerungssegmenten .....	68
Einkommensverteilung nach Regionen .....	69
Veränderung des Pro-Kopf-Einkommens nach Beitragsfaktoren* .....	70

## Internationaler Handel und Zahlungsbilanzen

Indikatoren des Welthandels*	76
Wachstum der Inlandsnachfrage im Verhältnis zum Trend*	80
Reale gewogene Wechselkurse*	81
Exportmarktanteile an drei großen Märkten*	82
Die Leistungsbilanz der USA	83
Die Leistungsbilanz Japans	84
Reale gewogene Wechselkurse in ausgewählten Ländern Europas*	86
Verbraucherpreise in ausgewählten europäischen Ländern in einheitlicher Währung	87
Die Leistungsbilanz Deutschlands	88
Leistungsbilanzsalden der Industrieländer und der asiatischen Schwellenländer	89
Reale gewogene Wechselkurse in anderen Ländern Europas*	91
Handel Osteuropas mit den Industrieländern	92
Reale gewogene Wechselkurse in ausgewählten Ländern Osteuropas*	93
Außenhandel Chinas	99
Weltweite Direktinvestitionen	100
Portfoliokapitalverkehr der Industrieländer	101
Internationale Portfoliotransaktionen*	102
Kapitalverkehr Deutschlands	104
Kapitalbilanzen der USA und Japans	105
Offizielle Währungsreserven (ohne Gold)	107

## Internationale Finanzmärkte

Nettofinanzierung an den internationalen Märkten (Schätzung)	110
Hauptmerkmale des internationalen Bankgeschäfts	112
Entwicklung der Nettowährungspositionen der Banken	113
Entwicklung an den einzelnen berichtenden Finanzplätzen	115
Art der internationalen Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken nach der Nationalität der Banken	117
Das Geschäft der an die BIZ berichtenden Banken mit Nichtbanken in den Ländern der Zehnergruppe	118
Geschäfte der an die BIZ berichtenden Banken mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets	121
Inländische und internationale Märkte für Commercial paper und mittelfristige Notes	124
Der internationale Anleihemarkt*	126
Art und Währungsstruktur internationaler Anleiheemissionen	128
Emissionstätigkeit an den inländischen und internationalen Anleihemärkten	129
Emissionstätigkeit des privaten Sektors an den inländischen und internationalen Wertpapiermärkten	130
Ausgewählte langfristige Renditen und Zinssatz für Eurodollar-Einlagen*	132
Der private ECU-Markt*	134
Weltweit an organisierten Börsen gehandelte derivative Finanzinstrumente	137
Zusammensetzung der im ersten Halbjahr 1992 arrangierten neuen Währungsswaps	138
Märkte für ausgewählte außerbörslich gehandelte derivative Instrumente	139
Hauptmerkmale des Marktes für Zinsswaps	139
Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)	143

## Geldpolitik: Binnenwirtschaftliche und außenwirtschaftliche Aspekte

Kurzfristige Zinssätze und Differenzen zu Anleihenrenditen*	147
Veröffentlichte Zielvorgaben der Geldpolitik	149
Indikatoren monetärer Bedingungen in den USA und in Japan*	150
Wachstum von Krediten und Wertpapierbeständen bei Banken	152
Dreimonats-Interbanksätze in europäischen Ländern*	154
Veröffentlichte Zielvorgaben der Geldpolitik	155

	Seite
Tatsächliche und vorausberechnete M3-Wachstumsraten in Deutschland* .....	156
Zunahme der Bankkredite an den privaten Sektor .....	157
Differenzen langfristiger Zinsen gegenüber Deutschland* .....	159
Implizite Differenzen einjähriger Zinsterminsätze gegenüber Deutschland* .....	160
Veränderungen des Zentralbankgeldbestands und Beitrag der Gegenposten .....	161
Zinssätze für Zentralbank-, Geldmarkt- und Bankkredite* .....	169

## Preise für reale Vermögenswerte und die Bewältigung finanzieller Notlagen

Aktienkurse* .....	172
Nominale Preise von Wohnbauten* .....	174
Nominale Preise gewerblicher Immobilien in größeren Städten .....	175
Reale aggregierte Preise für Vermögenswerte* .....	177
Die beiden Aufschwungphasen der realen Preise für Vermögenswerte .....	178
Die beiden Abschwungphasen der realen und nominalen aggregierten Preise für Vermögenswerte .....	179
Reagibilität der realen aggregierten Preise für Vermögenswerte auf das Wirtschaftswachstum in den beiden Aufschwungphasen .....	179
Reale aggregierte Preise für Vermögenswerte und inflationsbereinigte Zinssätze* .....	180
Inflationsbereinigte Kreditkosten beim Erwerb von Wohneigentum* .....	181
Reale aggregierte Preise für Vermögenswerte sowie Kredite* .....	182
Hypothekarverschuldung* .....	183
Immobilienkredite der Banken in ausgewählten Ländern .....	185
Ertragslage großer Banken 1991 und 1992 .....	186
Unterstützungsmaßnahmen für Banken in den USA .....	188
Unterstützungsmaßnahmen für Banken in ausgewählten Ländern .....	189
Kosten der Behebung der finanziellen Notlagen in den USA* .....	190
Notleidende Kredite der Banken in ausgewählten Ländern im Jahr 1992 .....	191
Formen der Behebung finanzieller Notlagen .....	195

## Devisenmärkte: Entwicklungen und ihre möglichen Ursachen

Zinsdifferenzen gegenüber den USA* .....	202
Bilaterale Wechselkurse des US-Dollars gegenüber ausgewählten Währungen* .....	203
Bilaterale Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber der D-Mark* .....	204
Europäische Währungen mit multilateralen oder einseitigen Wechselkursbindungen zur Jahresmitte 1992* .....	206
Differenzen von Inflationsraten und Arbeitslosenquoten gegenüber (West-)Deutschland* .....	213
Reale gewogene Wechselkurse in wichtigen Ländern* .....	214
Leistungsbilanzsalden* .....	215
Reale Zinsdifferenzen gegenüber (West-)Deutschland* .....	217
Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte* .....	219

## Die Tätigkeit der Bank

Ausstehende Gemeinschaftsdarlehen per 31. März 1993 .....	225
Dawes-Anleihe – Young-Anleihe .....	226
Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf Geschäftsjahren .....	228
Struktur der Passiva in den letzten fünf Geschäftsjahren .....	228
Fremdmittel (Herkunft) .....	230
Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeit) .....	230
Aktiva (Sachkategorien) .....	232
„Terminguthaben und Kredite“ sowie „Staats- und andere Wertpapiere“ nach Restlaufzeit .....	233



## 63. Jahresbericht

*an die ordentliche Generalversammlung  
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich  
am 14. Juni 1993 in Basel*

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 63. Geschäftsjahr (1. April 1992–31. März 1993) vorzulegen.

Nach Zuweisung von 3 295 256 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und 19 237 046 Goldfranken an die Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und Erneuerung der Geschäftsausstattung ergab sich für das Geschäftsjahr ein Reingewinn von 139 895 417 Goldfranken. Im Vorjahr hatte er 119 460 160 Goldfranken betragen.

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 38 895 417 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 240 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 30 300 000 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds, 5 000 000 Goldfranken dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den verbleibenden Betrag von 65 700 000 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1992/93 den Aktionären am 1. Juli 1993 gezahlt.

## I. Turbulenzen an den Devisenmärkten und Ausbreitung der Rezession in Europa

Die wirtschaftliche Entwicklung in den letzten zwölf Monaten läßt sich nicht leicht auf einen allgemeinen Nenner bringen, mit einer Ausnahme: Lichtblicke gibt es fast nur außerhalb Europas. Der wichtigste ist das Einsetzen eines leichten Aufschwungs in den USA, wo sich gleichzeitig auch die Verfassung des Bankensystems erheblich verbesserte. Aus einer Reihe von Entwicklungsländern gab es ebenfalls gute Nachrichten, zum Teil aus Lateinamerika, vor allem aber aus Südostasien. In Japan hat die jüngste Ankündigung neuer umfangreicher Maßnahmen zur Konjunkturbelebung die Hoffnung geweckt, daß die Wachstumsschwäche dort bald beendet sein wird. Anders sieht es dagegen in Europa aus: Während in Großbritannien der Aufschwung anscheinend begonnen hat, verschlechterte sich die Lage auf dem Kontinent drastisch. Die Industrieproduktion ist dort rückläufig, das BIP stagniert bestenfalls, und Arbeitslosigkeit sowie Haushaltsdefizite steigen. In mehreren Ländern erlitten die Banken und andere Finanzinstitute schwere Verluste, und die europäischen Devisenmärkte wurden von Turbulenzen beispiellosen Ausmaßes erschüttert. Die einzige eindeutig positive Entwicklung in Europa war die breit angelegte Festigung – und in manchen Fällen sogar noch Verbesserung – der bei der Inflationsbekämpfung erzielten Erfolge.

Kapitel II beschreibt die konjunkturelle Situation verschiedener Gruppen von Industrieländern sowie deren finanzpolitische Situation. Der Konjunkturabschwung in den traditionellen Industrieländern folgte in vielerlei Hinsicht einem – nicht ganz synchronen – zyklischen Verlaufsmuster, aber er hält ungewöhnlich lange an, und die angelsächsischen Länder, die bereits 1989 oder 1990 in die Rezession geraten waren, verzeichnen nur eine langsame Erholung. Instrumente einer antizyklischen Finanzpolitik wurden kaum eingesetzt, und in einigen Ländern, in denen die Handlungsmöglichkeiten der Finanzpolitik stark eingeschränkt waren, ließ man mit Rücksicht auf die in der Vergangenheit aufgelaufenen Schulden sogar den automatischen Stabilisatoren nur begrenzten Spielraum. Die kurzfristigen Vorteile automatischer Stabilisatoren – ganz zu schweigen von einer expansiven staatlichen Ausgabenpolitik – mußten gegen die langfristigen Finanzierungskosten abgewogen werden. Japan war die wichtigste Ausnahme von der Regel.

Angesichts der schwachen Konjunkturlage erfolgte eine massive Lockerung der Geldpolitik in Ländern, in denen der Preisauftrieb nachgelassen hatte und der monetäre Spielraum nicht durch Wechselkursverpflichtungen eingeschränkt war (s. Kapitel VI). Bisher scheint diese geldpolitische Lockerung die Inflation nicht wieder angefacht zu haben, aber ihre antizyklische Wirkung war ebenfalls nicht sehr stark. Unter den verschiedenen inländischen Übertragungsmechanismen, durch die niedrigere kurzfristige Zinssätze die Konjunktur



beleben sollten, war eine gewisse Milderung exzessiver Schuldenlasten der privaten Haushalte und Unternehmen wohl am wichtigsten. In den Ländern, in denen die kurzfristigen Zinsen frühzeitig und auf ein sehr niedriges Niveau gesenkt worden waren, folgten die langfristigen Zinsen nur zögernd, gingen letztlich aber doch zurück. In anderen Ländern, in denen die kurzfristigen Sätze hoch blieben oder sogar noch anstiegen, gaben die langfristigen Zinsen deutlich nach, wobei sich die übliche Frage stellt, ob darin mehr ein Zeichen für eine hohe Glaubwürdigkeit der Stabilitätspolitik oder eine Folge der Globalisierung der Finanzmärkte zu sehen ist.

Das Ausbleiben wirklich antizyklischer Maßnahmen war kein Ausdruck von Gleichmut oder von unerschütterlichem Vertrauen, daß auf einen Abschwung auch wieder ein Aufschwung folgen muß. Vielmehr ließen die Regierungen mit Rücksicht auf die Erfahrungen der Vergangenheit Vorsicht walten und zögerten, einen Kurs einzuschlagen, der die längerfristigen strukturellen Ungleichgewichte im öffentlichen Sektor verschlimmern würde. Mit einseitigen Schritten zur Ankurbelung der Konjunktur wäre ohnehin, so fürchteten sie, wenig zu erreichen, und für koordinierte Aktionen gab es bis vor kurzem weder auf EG-Ebene noch innerhalb der Siebenergruppe große Begeisterung. Ein Bereich der Wirtschaftspolitik, der dringend größeres Engagement erfordert, ist natürlich die Handelspolitik. Hier besteht ein enormes Konfliktpotential, wie die beinahe täglichen Berichte über neue Streitigkeiten beweisen. Der jüngste Trend zum Bilateralismus und Regionalismus im Handel und die weitere Verzögerung beim Abschluß der Uruguay-Runde der GATT-Verhandlungen sind Entwicklungen, die Anlaß zur Sorge geben; sie werden in Kapitel IV behandelt.

Im Mittelpunkt der wirtschaftspolitischen Debatte in Europa stand weiterhin Deutschland, nicht zuletzt aufgrund seiner Schlüsselrolle im EWS-Wechselkursmechanismus. Hier (wie in fast allen Ländern Europas) war der „normale“ Konjunkturabschwung, der auf die 1983 begonnene lange Aufschwungphase folgte, durch die ab Mitte 1990 von der Vereinigung ausgehenden starken Nachfrageimpulse verzögert worden. Die wirtschaftlichen Probleme des Landes sind jedoch zweifellos nicht nur konjunktureller Art. Das beweisen die hohen Transferzahlungen Westdeutschlands, die die Inlandsnachfrage im Osten auf dem Doppelten des dortigen – drastisch reduzierten – Produktionsniveaus halten. Zudem hat sich die private Investitionstätigkeit im Westen Deutschlands erheblich abgeschwächt, was zum Teil die Folge der vielfältigen Investitionsanreize in Ostdeutschland ist. Das reale BIP Westdeutschlands ist seit Mitte 1991 rückläufig; eine Ausnahme bildete lediglich der starke Anstieg im ersten Quartal 1992. Trotz dieser markanten Abkühlung ist die Preissteigerungsrate – teils bedingt durch Änderungen bei der indirekten Besteuerung, überwiegend aber aufgrund des durch hohe Lohnsteigerungen verursachten Kostendrucks – jetzt eine der höchsten in den Ländern der Siebenergruppe. Angesichts des hohen Haushaltsdefizits, in dem die riesigen Transferzahlungen an Ostdeutschland und der jüngste Konjunkturabschwung zum Ausdruck kommen, wurde die Geldpolitik bis weit ins Jahr 1992 hinein recht straff gehalten und ab September nur vorsichtig, aber stetig gelockert, nachdem in Europa die Währungsunruhen ausgebrochen waren und das Ausmaß der Wirtschaftsschwäche immer deutlicher wurde.

Zwar stieß die deutsche Wirtschaftspolitik im Inland wie im Ausland auf Kritik, doch sahen die meisten Beobachter angesichts der binnenwirtschaftlichen Lage, wie sie in der Inflationsrate und der sich verschlechternden Situation der Staatsfinanzen zum Ausdruck kam, bis zum Sommer wenig geldpolitischen Spielraum. Gleichzeitig brachte dies offensichtlich Probleme für die Länder, die über den EWS-Wechselkursmechanismus mit Deutschland verbunden waren, und vor allem für diejenigen, deren Wachstumsaussichten sich eintrübten. Trotz zum Teil niedrigerer Inflationsraten und einer schwächeren Inlandsnachfrage hatten sich diese Länder den kurzfristigen Zinsen in Deutschland selbst in Zeiten anzupassen, in denen die Lage an den Devisenmärkten ruhig war. Ihre andere binnenwirtschaftliche Situation setzte sich nicht in einen Zinsvorteil aufgrund von Aufwertungserwartungen für ihre Währung um, weil die Rolle der D-Mark als nominaler Anker des Systems nicht in Frage gestellt wurde.

Diese bereits ziemlich komplizierten Verhältnisse verflochten sich mit dem Schicksal des im Dezember 1991 abgeschlossenen Vertrags von Maastricht. Des- sen Ratifizierung sollte bis Ende 1992 vollzogen sein. In Dänemark und Irland war dazu ein Referendum nötig. Das Ergebnis einer Volksabstimmung läßt sich zwar nie mit Gewißheit voraussagen, aber in den übrigen Ländern galt die Ratifi- zierung allgemein als beschlossene Sache, weil zwischen den Politikern der unterschiedlichen Richtungen ein breiter Konsens bestand. Daher änderten die

Entwicklung der Produktion weltweit <sup>1</sup>							
Ländergruppe/Region	1984–86 BIP	1982–87 Durch- schnitt	1988	1989	1990	1991	1992
	in % des BIP insgesamt	Veränderung des realen BIP in Prozent					
Sieben größte Länder	61,2	3,4	4,5	3,3	2,3	0,8	1,5
Übrige Industrieländer <sup>2</sup>	12,7	2,8	3,6	3,8	3,0	0,8	1,0
Entwicklungsländer	19,7	3,7	4,1	3,6	3,7	3,5	4,6
Hauptölförderländer <sup>3</sup>	6,7	0,3	0,7	3,8	5,2	3,5	5,2
Übrige	13,0	5,5	5,8	3,5	2,9	3,5	4,3
Afrika und Naher Osten	2,2	2,9	4,5	1,4	1,8	1,5	0,9
Asien	6,9	7,6	9,4	5,4	5,7	5,1	7,0
darunter:							
Junge Industrieländer <sup>4</sup>	1,7	9,4	9,6	6,3	6,8	7,1	5,3
Lateinamerika	3,9	3,3	0,2	1,4	–1,3	1,7	1,6
Osteuropa	6,4	2,7	3,3	1,6	–4,8	–11,7	–15,9
Insgesamt	100,0	3,3	4,3	3,3	2,2	0,5	1,1
<i>Nachrichtlich:</i>							
<i>Insgesamt ohne Osteuropa</i>		3,4	4,3	3,4	2,7	1,4	2,2

<sup>1</sup> Die durchschnittlichen Wachstumsraten der sieben größten und der übrigen Industrieländer wurden anhand der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1990 errechnet, diejenigen für Osteuropa (bis 1991 einschl. Ostdeutschland) auf der Basis des BIP und der Wechselkurse von 1990 und 1991. Die übrigen Durchschnitte wurden anhand der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1984 bis 1986 ermittelt, wobei alle Länder berücksichtigt sind, deren BIP 1985 wenigstens US-\$ 0,1 Mrd. betrug. <sup>2</sup> In der Tabelle auf S. 17 aufgezählte Länder sowie Island, Luxemburg und Malta. <sup>3</sup> OPEC-Mitglieder, Ecuador, Mexiko sowie Trinidad und Tobago. <sup>4</sup> Hongkong, Singapur, Südkorea und Taipeh-China.

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



beiden anstehenden Volksabstimmungen nichts an der vorherrschenden Auffassung, daß die Ratifizierung des Vertrags so gut wie gesichert sei.

In vielen Köpfen verknüpfte sich damit die feste Erwartung, daß – nach über fünf Jahren praktisch stabiler Wechselkurse – der Weg zur europäischen Währungsunion nicht durch „mutwillige“ Leitkursanpassungen im EWS-Wechselkursmechanismus gestört werden würde. Es wurde zur herrschenden Meinung, daß sich Leitkursänderungen – wenn es die Währungsbehörden wünschen – durch geringfügige Anpassungen der kurzfristigen Zinsen vermeiden ließen, weil diese angesichts der hohen Kapitalmobilität auf jeden Fall genügend große Kapitalströme auslösen würden, um die Devisenmarktanspannungen abzubauen.

Als das dänische Volk den Vertrag am 2. Juni 1992 knapp ablehnte, wurden all diese Annahmen in Frage gestellt. Die Ablehnung bedeutete natürlich, daß die Ratifizierung nicht im Jahr 1992 abgeschlossen werden und möglicherweise der gesamte Zeitplan ins Wanken geraten könnte, selbst wenn der Vertrag schließlich verabschiedet würde. Unterdessen konnten Leitkursneufestsetzungen nicht mehr ausgeschlossen werden. Was dann folgte, stieß die neue Weisheit völlig um, die Wechselkursstabilität könne durch Anpassungen der kurzfristigen Zinsen gewahrt werden. Die ärgsten je aufgetretenen spekulativen Attacken an den Devisenmärkten – in bezug auf die Beträge und die Anzahl der betroffenen Währungen – stellten die Fähigkeit der Währungsbehörden, Zinsanpassungen vorzunehmen und aufrechtzuerhalten, auf die entscheidende Probe. Es erwies sich, daß einzelne Volkswirtschaften von Erhöhungen der kurzfristigen Zinssätze ganz unterschiedlich stark betroffen werden, worin anscheinend tiefverwurzelte strukturelle Unterschiede der Finanzmärkte zum Ausdruck kommen, die aus dem Blickwinkel der Geldpolitik und unter Effizienzgesichtspunkten nicht leicht zu bewerten sind (s. Kapitel VI).

Diese technischen Faktoren, die zu der langen und tiefen Rezession in Großbritannien hinzukamen, spielten zweifellos eine wichtige Rolle bei der Entscheidung der britischen Währungsbehörden, die Teilnahme am EWS-Wechselkursmechanismus im September vergangenen Jahres auszusetzen; begründet wurde dieser Schritt damit, daß er die Ausrichtung der Geldpolitik auf die binnenwirtschaftlichen Erfordernisse ermögliche. Auch die spekulativen Angriffe auf andere Währungen nahmen zu. Italien beschloß ebenfalls, nach einer zunächst (vor dem britischen Beschluß) vorgenommenen Abwertung vorübergehend von Devisenmarktinterventionen abzusehen, während Spanien abwertete. Im November 1992 und Mai 1993 war Spanien gezwungen, zwei weitere Abwertungen vorzunehmen, was nun auch Abwertungen des portugiesischen Escudo erforderlich machte. Mittlerweile war auch das irische Pfund Ende Januar 1993 abgewertet worden. Andererseits wurden trotz massiven Drucks auf den französischen Franc und die dänische Krone die Wechselkursrelationen zwischen diesen beiden Währungen, den Währungen der Benelux-Länder und der D-Mark unverändert beibehalten. In Kapitel VIII des vorliegenden Berichts sowie in Teilen von Kapitel VI wird näher auf diese Ereignisse und die damit verbundenen Probleme eingegangen. Zwei dieser Probleme verdienen schon hier erwähnt zu werden. Das erste betrifft die Funktionsweise des EWS-Wechselkursmechanismus. Die allmähliche Wandlung dieses Mechanismus von einem

System fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse in ein Regime eingefrorener Paritäten ist eine wesentliche Ursache für die Schwere und die Ausdehnung der Krise. Diese Entwicklung stand vorbeugenden Leitkursanpassungen im Wege, die wegen der allmählich auftretenden Wechselkursverzerrungen bzw. anderer schwerwiegender Ungleichgewichte notwendig gewesen wären. Die Anpassungen mußten schließlich unter Krisenbedingungen und überstürzt erfolgen, so daß sie selbst dort spekulative Attacken auslösten, wo die gesamtwirtschaftlichen Daten solide waren. Zweitens werfen der Umfang und die Geschwindigkeit von Kapitalbewegungen, die eine Folge der Deregulierung, Innovation und Globalisierung der Finanzmärkte sind, Fragen auf, und zwar nicht nur für den EWS-Wechselkursmechanismus, sondern auch für die internationale Währungsordnung allgemein. Die spektakuläre Ausweitung der Kapitalmobilität hat die Diskussion über die Vor- und Nachteile verschiedener Wechselkursregime wiederbelebt.

Durch die Schockwellen, die von der Krise des EWS-Wechselkursmechanismus im vergangenen September ausgingen, wurden die Probleme, die sich im Finanzsektor von immer mehr Ländern angehäuften, nicht nennenswert vergrößert. Dies dürfte mehrere Gründe haben. Die wechselkursbedingten Verluste konzentrierten sich weitgehend auf den öffentlichen Bereich. Die privaten Finanzinstitute dürften in der Lage gewesen sein, mit Hilfe der Gewinne aus dem Devisenhandel Verluste in anderen Geschäftsbereichen auszugleichen. Ferner könnten sich einige Marktteilnehmer durch Absicherungstechniken wirksam geschützt haben. Schließlich wurden die wichtigen Währungen in anderen Teilen der Welt von den Turbulenzen kaum in Mitleidenschaft gezogen; die Krise war regional begrenzt. In den USA wurden die großen Schwierigkeiten im Finanzsektor allmählich überwunden, wenngleich mit hohen Kosten. In den meisten anderen Ländern, die in einer ähnlich mißlichen Lage sind, ist noch keine Besserung in Sicht. In Kapitel VII wird auf diese Schwierigkeiten näher eingegangen. Am interessantesten sind dabei die Querverbindungen zu anderen Entwicklungen in den betroffenen Volkswirtschaften, insbesondere zum Preiszyklus bei Vermögenswerten.

Größere Hoffnungsschimmer gibt es in einigen Entwicklungsländern, vor allem im Fernen Osten. China verdient hier besondere Erwähnung als eindrucksvolles Beispiel für die dynamischen Kräfte, die von einer – wenn auch kontrollierten – Liberalisierung und Öffnung zur Außenwelt freigesetzt werden können. Die kleineren dynamischen Volkswirtschaften Asiens profitieren weiterhin sehr vom internationalen Handel. Erwähnenswert ist, daß das Wachstum in den Entwicklungsländern 1992 das der Industrieländer im dritten Jahr in Folge bei weitem übertraf (s. die Tabelle auf S. 5). Lateinamerika hat weitere Fortschritte auf dem Weg zur Erholung erzielt, es gibt jedoch Ausnahmen, und es steht keinesfalls fest, daß sämtliche Lehren aus der Vergangenheit in allen Fällen beherzigt werden (s. Kapitel III).

Auch die Situation derjenigen Länder Osteuropas, die im Übergangsprozeß am weitesten fortgeschritten sind, hat sich im vergangenen Jahr verbessert. Die stärksten Impulse gingen dabei vom Handel mit dem Westen aus. Mit den wirtschaftspolitischen Problemen in den Volkswirtschaften im Übergang beschäftigt sich Kapitel III; besondere Aufmerksamkeit wird dabei der Umstrukturierung



des Finanzsektors gewidmet, die für die mittelfristigen Wachstumsaussichten von entscheidender Bedeutung sein dürfte. Da die derzeitige Wirtschaftspolitik von erheblichen Unvollkommenheiten gekennzeichnet und in sich wenig schlüssig ist, bleiben die Aussichten für viele Länder in dieser Region jedoch düster. Die zentrale Aufgabe, vor der diese Länder, insbesondere die Nachfolgestaaten der ehemaligen Sowjetunion, stehen, ist das Schmieden einer neuen politischen Ordnung, während gleichzeitig die erforderliche wirtschaftliche Umstrukturierung anhaltende und schlimme Entbehrungen mit sich bringt.

Dies sind nur einige der Themen des diesjährigen Jahresberichts. Ein ganzes Kapitel ist wie üblich der Entwicklung im internationalen Bankgeschäft und an den internationalen Kapitalmärkten gewidmet (Kapitel V). Die Reihenfolge der Kapitel hat sich leicht geändert. Kapitel VIII beschäftigt sich mit den jüngsten Entwicklungen an den Devisenmärkten und ihrer Analyse.

## II. Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern

### Schwerpunkte

Die beiden Hauptmerkmale der Entwicklung im letzten Jahr waren die ungewöhnlich schleppende Konjunkturbelebung in den Ländern, die zuerst von der Rezession betroffen worden waren, und die zunehmende Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit in Europa und Japan. Ein Grund für die langsame Erholung dürften die weitreichenden Bilanzumstrukturierungen nach den zyklischen Preisschwankungen bei Vermögenswerten und der großen Schuldenanhäufung bei den privaten Haushalten und Unternehmen in den achtziger Jahren gewesen sein. Vor diesem Hintergrund hatten selbst beträchtliche Zinssenkungen nur eine begrenzte Wirkung auf die Produktion, wenngleich sie die Zinslastquote der privaten Haushalte verringerten und den Cash-flow der Unternehmen verbesserten.

In Europa trugen dagegen die hohe Inflation und eine erst vom Herbst an gelockerte Geldpolitik in Deutschland zu hohen kurzfristigen Realzinsen in den Ländern bei, in denen die D-Mark als Anker für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik dient. Zusammen mit haushaltspolitischen Zwängen und einer rückläufigen Auslandsnachfrage führte dies zu immer stärkeren Divergenzen zwischen der Binnen- und der Außenwirtschaftspolitik, die auch bei den Turbulenzen an den Devisenmärkten im Herbst eine Rolle spielten. In den nordischen Ländern wurden die Folgen der zyklischen Preisschwankungen bei den Vermögenswerten und der hohen Verschuldung durch verschiedene Strukturprobleme und eine schwere Krise im Finanzsektor verschärft.

Besondere Sorgen bereitete der Wirtschaftspolitik der erneute Anstieg der Arbeitslosigkeit, der in praktisch allen Ländern zu beobachten war. Diese Zunahme betraf sowohl die konjunkturelle als auch die strukturelle Arbeitslosigkeit und vollzog sich vor dem Hintergrund ungewöhnlich niedriger und rückläufiger Inflationsraten.

Höhere Ausgaben für Arbeitslosenunterstützung und Beschäftigungsförderungsmaßnahmen sowie konjunkturbedingte Steuermindereinnahmen ließen den öffentlichen Finanzierungsbedarf in beinahe allen Ländern ansteigen. So wurde im vergangenen Jahr allgemein vom Pfad der mittelfristigen Konsolidierung abgewichen; in den Ländern mit einer hohen Staatsverschuldung in Relation zum BIP ist es dringlicher geworden, einer unhaltbaren Verschlechterung des staatlichen Finanzierungssaldos entgegenzuwirken. Auch in einigen Ländern mit einer geringen öffentlichen Verschuldung, aber einem im vergangenen Jahr stark erhöhten Finanzierungsbedarf könnte – wenn keine Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung ergriffen werden – bald der Punkt erreicht sein, daß die Bedienung der Staatsschuld die Verschuldungsquote weiter ansteigen läßt. Eine wichtige Ausnahme vom allgemeinen Bild finanzpolitischer Zwänge ist Japan, wo

im Laufe der letzten neun Monate expansive Maßnahmen im Umfang von ungefähr 5% des BIP verabschiedet oder vorgeschlagen wurden.

## Hauptmerkmale der jüngsten Konjunkturentwicklung

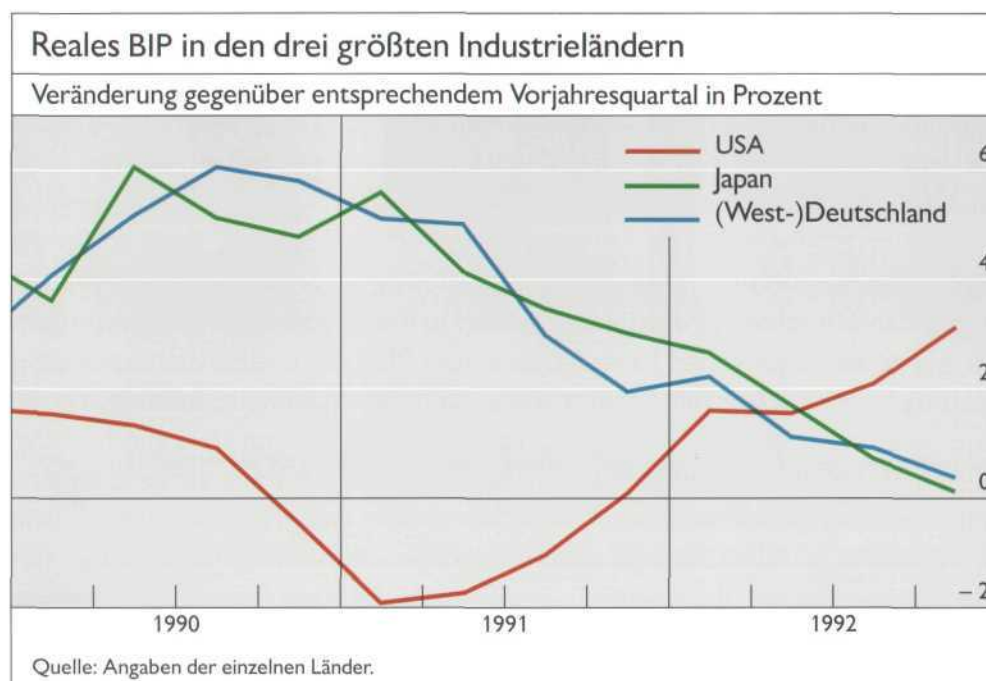
Das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern blieb im vergangenen Jahr gering, wenngleich es sich gegenüber 1991 leicht verbesserte. Anfang des Jahres verkleinerte sich der – die Entwicklung im Jahr 1991 über weite Strecken prägende – Abstand zwischen den Wachstumsraten in den drei wichtigsten Ländern, weil sich die Konjunktur in Japan und Deutschland verlangsamte. Im Laufe des Jahres beschleunigte sich jedoch die Erholung in Nordamerika, während sich die Wirtschaftsentwicklung in Japan und Deutschland weiter und in stärkerem Maße als erwartet abschwächte (s. die untenstehende Grafik). So war der Konjunkturzyklus weiterhin durch eine stark auseinanderlaufende Entwicklung gekennzeichnet.

Ein weiteres Merkmal des gegenwärtigen Zyklus ist die – ungeachtet des beginnenden Aufschwungs in Nordamerika – ungewöhnlich hartnäckige Flaute und schleppende Erholung in den Ländern, deren Talfahrt bereits frühzeitig eingesetzt hatte. Der Konjunkturverlauf scheint diesmal sowohl flacher als auch langgestreckter zu sein als in früheren Zyklen in den siebziger und achtziger Jahren. Diese Entwicklung und die immer stärkere Wachstumsverlangsamung auf dem europäischen Kontinent gehörten im vergangenen Jahr zu den Hauptproblemen der Wirtschaftspolitik.

Berücksichtigt man diese Punkte sowie die jeweiligen Konjunkturphasen der einzelnen Länder, so lassen sich vier Gruppen von Ländern unterscheiden. In einer ersten Gruppe, die die USA und die meisten anderen angelsächsischen Länder umfaßt, begann die Rezession vergleichsweise früh. Sie war durch Bilanzumstrukturierungen gekennzeichnet, die die Folge der vorangegangenen zyklischen Preisschwankungen bei Vermögenswerten und des damit verbundenen

Laufender Konjunkturzyklus geprägt durch niedriges Wachstum und große Unterschiede zwischen ...

... den angelsächsischen Ländern ...





... nordischen  
Ländern ...

... Kontinental-  
europa ...

... sowie Japan  
und Deutschland

Zunehmende  
Arbeitslosigkeit  
durch ...

... strukturelle  
Faktoren und  
Automatisie-  
rungseffekte

Anstiegs der Verschuldung der Unternehmen und privaten Haushalte waren. Die Wirtschaftsflaute wurde dadurch in die Länge gezogen und eine Erholung verzögert; außerdem wirkten sich die – insbesondere in den USA – erheblich niedrigeren Zinsen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nur begrenzt aus. Auch in einer zweiten Gruppe von Ländern, zu der Finnland, Norwegen und Schweden gehören, spielten Bilanzumstrukturierungen eine entscheidende Rolle. Aufgrund großer Strukturprobleme gerieten Finnland und Schweden viel tiefer in die Rezession als die meisten anderen Industrieländer, und die Aussichten auf eine baldige Überwindung des Konjunkturtiefs sind schlecht. In allen drei Ländern und auch in einigen Ländern der ersten Gruppe gibt es Anzeichen für eine „Schuldendeflation“, da die Preise für Vermögenswerte gesunken sind und die privaten Haushalte und Unternehmen die Ausgaben kürzten, um ihre gestiegene Realverschuldung tilgen zu können. In einer dritten Gruppe können die meisten Länder auf dem europäischen Festland zusammengefaßt werden, in denen sich die konjunkturelle Talfahrt im Verlauf des Jahres 1992 beschleunigte. Nach den stark nach unten korrigierten Prognosen für 1993 zeichnet sich eine Fortsetzung der wirtschaftlichen Abwärtsbewegung oder bestenfalls das Erreichen der Talsohle ab. Die wichtigsten Einflußfaktoren in dieser Gruppe waren die rückläufige Auslandsnachfrage und wirtschaftspolitische Zwänge, die ihren Niederschlag in den hohen Realzinsen und der immer stärkeren Unvereinbarkeit von Binnen- und Außenwirtschaftspolitik fanden. Zu einer vierten Gruppe gehören die Länder, die sich – wenn auch aus sehr unterschiedlichen Gründen – in der Anfangsphase der Rezession befinden. In Japan wirkten sich vor allem die negativen Folgen des Preiszyklus bei den Vermögenswerten aus, der stärker ausgeprägt war als in den angelsächsischen Ländern. In Deutschland waren ungelöste Verteilungsprobleme und eine restriktive Politik die Ursache für eine hartnäckig hohe Inflation und eine rasche Verschlechterung der Konjunkturlage.

Die Arbeitslosigkeit begann sich in Europa im letzten Jahr auszuweiten und nahm auch in den Ländern, die die konjunkturelle Talsohle längst durchschritten hatten und in denen die Konjunktur wieder angesprungen war, noch weiter zu. Die bereits hohen Arbeitslosenzahlen sind dadurch noch mehr angestiegen, das Konsumklima hat sich verschlechtert, und die Gefahr protektionistischer Maßnahmen im Handel ist gewachsen. Die daraus resultierenden Haushaltsungleichgewichte veranlaßten außerdem einige Länder, die Wirkung der automatischen Stabilisatoren zu neutralisieren, und machten in beinahe allen Ländern expansive Impulse unmöglich.

Die hohe und steigende Arbeitslosigkeit wird immer mehr zu einem eigenständigen sozialen und ökonomischen Problem. Besonders auf dem europäischen Kontinent, wo 40–50% der Arbeitslosen bereits seit mindestens 12 Monaten ohne Beschäftigung sind, stellt die Arbeitslosigkeit ein strukturelles Problem dar, das sich nicht einfach durch ein rascheres Produktionswachstum lösen läßt. Die Ursachen dieses Phänomens sind bisher noch nicht genau bestimmt, dazugehören dürften aber die Steigerung der Arbeitskosten durch hohe Mindestlöhne und Sozialabgaben, unflexible Lohnstrukturen und Reallöhne, restriktive Arbeitsvorschriften und eine geringe Mobilität der Arbeitskräfte. Was auch immer die genauen Ursachen sind, es wird zunehmend schwieriger, das Problem auf wirksame Weise zu lösen, da die Langzeitarbeitslosen den



Kontakt zum Arbeitsmarkt mit der Zeit immer mehr verlieren. Ein Teil des jüngsten Anstiegs der Arbeitslosigkeit sowohl in Nordamerika als auch in Europa ist möglicherweise vorübergehender Natur. Er hängt mit Veränderungen in den Produktions- und Außenhandelsstrukturen zusammen, die sich durch die Beseitigung von Handelsbarrieren und den Wegfall von Arbeitsplätzen im Zuge der Automatisierung ergeben. Das Ausmaß der Umstrukturierung und Automatisierung ist eine neue Erscheinung, die teilweise mit den ungewöhnlich niedrigen Inflationsraten im jetzigen Zyklus in Verbindung steht. In diesem Zusammenhang ergab sich auch ein markanter und möglicherweise mehr als nur vorübergehender Anstieg des Produktivitätswachstums.

## Produktion und Nachfrage in den Industrieländern

### *Zögernder Aufschwung in den Ländern mit einem frühen Rezessionsbeginn*

Nach einem „Fehlstart“ im Jahr 1991, als eine scheinbare wirtschaftliche Erholung in der zweiten Jahreshälfte ins Stocken geriet, zeichnete sich in den Vereinigten Staaten im zweiten Halbjahr des vergangenen Jahres ein stabilerer Aufschwung ab (s. die Tabelle auf S. 14). Er wurde von den Verbrauchsausgaben und den Wohnbauinvestitionen angeführt und war zum Teil in einer aufgestauten Nachfrage – insbesondere bei den langlebigen Konsumgütern – begründet. Außerdem zeigt sich darin ein Fortschritt bei der Bilanzumstrukturierung, denn der Schuldendienst in Relation zum verfügbaren Einkommen ist für die Inhaber von Wohneigentum dank niedrigerer Zinsen und durch Schuldentrückzahlungen stark gesunken. Auch im Unternehmenssektor begannen die negativen Nachfrageeffekte der Umstrukturierung an Wirkung zu verlieren. Die Lagerbestände nahmen wieder zu, und das Wachstum bei den Investitionen in Ausrüstungsgüter – vor allem Computer –, das während der gesamten Rezession für eine gewisse Dynamik sorgte, zog weiter an. Dagegen schwächten sich die Investitionen in gewerbliche Bauten aufgrund hoher Leerstandsquoten und sinkender Preise weiter ab. Die realen Staatsausgaben gingen wegen der Kürzungen bei den Verteidigungsausgaben und wegen finanzieller Schwierigkeiten auf allen Haushaltsebenen zurück. Ferner verschlechterte sich der reale Außenbeitrag, der seit 1987 Wachstumsimpulse geliefert hatte, aufgrund einer schwächeren Entwicklung der Ausfuhren und einer deutlichen Zunahme der Einfuhren.

In den USA  
beginnende  
Erholung ...

Trotz der verbesserten Aussichten ist die Erholung noch nicht gefestigt, und im ersten Quartal 1993 verlangsamte sich das Wachstum drastisch, was auf eine größere Ausgabenzurückhaltung der privaten Haushalte und die stärkste Abnahme der Verteidigungsausgaben seit über zwanzig Jahren zurückzuführen war. Gemessen am Konjunkturtief Anfang 1991 ist der Aufschwung schwächer als in den meisten anderen Zyklen seit dem Zweiten Weltkrieg. Besonders deutlich zeigt sich dies in der privaten Beschäftigung außerhalb des Agrarsektors, die Ende letzten Jahres immer noch um rund 2% unter dem Niveau von Mitte 1990 lag. Die anhaltende Abnahme der Beschäftigung ist zum Teil auf die schleppende Konjunkturerholung, zum Teil aber auch auf Kostenreduzierungen und ein daraus resultierendes höheres Produktivitätswachstum zurückzuführen. Daher ist die Arbeitslosigkeit hoch geblieben bzw. weiter angestiegen.

... bei weiterhin  
hoher Arbeits-  
losigkeit

Der fortgesetzte Rückgang der Reallöhne war ein weiterer Faktor, der den

Rückläufige  
Reallöhne bei  
zunehmenden  
Einkommens-  
unterschieden

Aufschwung verzögerte. Kurzfristig kann er als flexible Reaktion auf die Schwäche am Arbeitsmarkt interpretiert werden. Längerfristig wird darin eine Entwicklung erkennbar, die wohl nur für die USA typisch ist. Dort sind die realen Stundenlöhne seit Anfang der siebziger Jahre rückläufig, und in den gesamten achtziger Jahren öffnete sich gleichzeitig die Schere in der Lohnstruktur immer mehr: Die Position der abhängig Beschäftigten im oberen Einkommensbereich verbesserte sich, während sich die relative Einkommenssituation der weniger qualifizierten Arbeitskräfte am unteren Ende der Lohnskala stetig verschlechterte. Der Anteil der abhängig Beschäftigten im mittleren Bereich, der zuvor in erster Linie aus ungelernten Industriearbeitern bestanden hatte, wurde mit der Automatisierung und der abnehmenden Bedeutung des verarbeitenden Gewerbes kleiner. In den achtziger Jahren entstanden durch diesen Prozeß der „Polarisierung“, der auch in Großbritannien zu beobachten war, weit mehr Arbeitsplätze als etwa in Kontinentaleuropa, wo Mindestlöhne und andere starre Mechanismen die Reallöhne in den meisten Sektoren über dem natürlichen Marktgleichgewicht hielten. Diese Schaffung von Arbeitsplätzen in den USA stand jedoch in Verbindung mit einem niedrigen oder negativen Wachstum der Reallöhne und – bis vor kurzem – geringen Produktivitätsfortschritten.

In Kanada  
exportinduzierte  
Erholung ...

In Kanada begann der Abschwung früher als in den USA, und die Erholung, die im vergangenen Jahr einsetzte, scheint weniger robust zu sein. Sie ist in erster Linie exportinduziert, während das Wachstum der Inlandsnachfrage schwach geblieben ist. Die Erträge sind stark zurückgegangen, vor allem im verarbeitenden Gewerbe, wo die Produktion während der Rezession um 15% und die Beschäftigung um über 20% geschrumpft sind. Die Ausrüstungsinvestitionen waren dagegen relativ hoch, weil die Unternehmen sich bemühten, ihre Wettbewerbsfähigkeit auch in einem stärker liberalisierten Handelsumfeld zu wahren, und weil die Kapitalkosten aufgrund von Steueranpassungen gesunken waren. Dagegen war die Nachfrage im gewerblichen Immobiliensektor aus ähnlichen Gründen wie in den USA weiter rückläufig.

... bei hoher  
Arbeitslosigkeit  
und niedriger  
Inflation

Wegen der schleppenden Konjunkturbelebung und der Umstrukturierungen im Unternehmenssektor ging die Beschäftigung zurück, und Ende des vergangenen Jahres lag die Arbeitslosenquote mit 11½% um 4 Prozentpunkte höher als vor der Rezession. Durch die gedrückte Arbeitsmarktlage und die Produktivitätssteigerung wurde das Wachstum der Lohnstückkosten stark gebremst. Dies trug dazu bei, daß die ersten Auswirkungen einer Wechselkurschwäche abgefangen wurden und der Anstieg der Verbraucherpreise im unteren Bereich des von den Währungsbehörden anvisierten Korridors gehalten werden konnte. Anders als während der Rezession Anfang der achtziger Jahre blieb die Leistungsbilanz defizitär. Dies ist teilweise auf die Dynamik der Ausrüstungsinvestitionen und der damit verbundenen Importe zurückzuführen, hängt jedoch auch mit dem erheblichen Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors zusammen, der zu einem großen Teil struktureller Natur ist.

In Großbritan-  
nien anhaltender  
Abschwung ...

Der Konjunkturabschwung in Großbritannien setzte ungefähr zur selben Zeit ein wie in Kanada und war einer der längsten in der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg. Er hielt während des größten Teils des vergangenen Jahres an; Anfang 1993 gab es jedoch Anzeichen einer beginnenden Erholung und einer Verbesserung des Geschäftsklimas. Die Konjunkturschwäche war zu einem großen Teil



Veränderung des realen BIP und der Nachfragekomponenten in den großen Industrieländern								
Land/Zeitraum	BIP	Inlands- nach- frage	Nachfragekomponenten					Nachrichtlich: Private Anlage- investitionen (ohne Wohn- bau) <sup>1,3</sup>
			Privater Ver- brauch	Öffent- liche Aus- gaben <sup>1</sup>	Private Anlage- investi- tionen <sup>1</sup>	Vorrats- ver- ände- rung <sup>2</sup>	Außen- beitrag <sup>2</sup>	
Veränderung in Prozent								
USA								
1982–89	3,7	3,9	3,7	3,2	4,4	0,2	–0,3	3,2
1990	0,8	0,4	1,2	2,8	–2,8	–0,5	0,5	–0,4
1991	–1,2	–1,8	–0,6	1,2	–8,5	–0,3	0,6	–7,1
1992	2,1	2,5	2,3	–0,3	5,5	0,3	–0,4	3,0
1992 4. Q. <sup>4</sup>	3,1	3,7	3,4	0,4	9,5	0,0	–0,6	7,9
Japan								
1982–89	4,2	4,5	3,8	1,3	8,4	0,1	–0,2	9,6
1990	4,9	5,1	4,0	3,3	10,0	–0,3	–0,3	11,5
1991	4,1	2,7	2,2	2,8	2,8	0,3	1,4	5,8
1992	1,3	0,6	1,8	6,6	–4,2	–0,2	0,7	–3,9
1992 4. Q. <sup>4</sup>	0,2	–0,5	0,3	6,9	–5,7	–0,2	0,6	–6,8
Deutschland <sup>5</sup>								
1982–89	2,4	2,5	2,3	1,2	3,3	0,2	0,0	4,6
1990	5,1	4,9	5,4	2,3	9,6	–0,6	0,3	10,3
1991	3,7	3,1	3,6	0,6	7,0	–0,5	0,7	8,2
1992	1,5	1,6	1,0	2,5	1,3	0,2	0,0	–0,9
1992 4. Q. <sup>4</sup>	0,4	1,8	1,8	2,0	–0,8	0,4	–1,3	–6,5
Frankreich								
1982–89	2,5	2,6	2,5	2,3	3,0	0,1	–0,2	3,9
1990	2,5	2,8	2,9	2,1	3,0	0,1	–0,4	4,0
1991	0,7	0,5	1,4	2,6	–2,3	–0,4	0,2	–2,4
1992	1,3	0,5	1,7	2,9	–3,3	–0,5	0,8	–5,4
1992 4. Q. <sup>4</sup>	0,7	0,4	1,8	2,6	–3,6	–0,5	0,3	–5,4
Zu Fußnoten und Quellen s. die gegenüberstehende Tabelle.								

im Ausgabenverhalten der privaten Haushalte begründet; eine hohe Verschuldung gepaart mit sinkenden Immobilienpreisen brachte über 1½ Millionen private Haushalte (die meisten von ihnen junge Menschen, die zum ersten Mal Wohneigentum erworben hatten) in die Situation, daß ihre Hypothekarverschuldung höher war als der Marktwert ihrer Immobilie („negatives Eigenkapital“). Kennzeichnend für die britische Rezession waren daher ein ungewöhnlich kräftiger Anstieg der Ersparnis der privaten Haushalte (s. die Grafik auf S. 20) und eine entsprechende Verringerung des Konsums.

Die Produktion wurde im vergangenen Jahr auch dadurch beeinträchtigt, daß der reale Außenbeitrag sank, weil sich die Importnachfrage im ersten Halbjahr 1992 stark ausweitete und die Exporte während des gesamten Jahres wenig Dynamik zeigten. Dahinter verbargen sich zum Teil mangelnde Wettbewerbsfähigkeit und ein gedämpftes Wachstum der Exportmärkte. Die Importe von Fertigwaren waren jedoch besonders lebhaft, was darauf schließen läßt, daß die

... bei rück-  
läufigem Außen-  
beitrag

Veränderung des realen BIP und der Nachfragekomponenten in den großen Industrieländern (Forts.)								
Land/Zeitraum	BIP	Inlands- nach- frage	Nachfragekomponenten					Nachrichtlich: Private Anlage- investitionen (ohne Wohn- bau) <sup>1,3</sup>
			Privater Ver- brauch	Öffent- liche Aus- gaben <sup>1</sup>	Private Anlage- investi- tionen <sup>1</sup>	Vorrats- ver- ände- rung <sup>2</sup>	Außen- beitrag <sup>2</sup>	
Veränderung in Prozent								
Italien								
1982–89	2,8	3,0	3,0	2,7	3,1	0,0	–0,3	5,4
1990	2,1	2,5	2,5	1,2	3,8	0,0	–0,5	4,1
1991	1,3	1,9	2,3	1,5	0,6	0,1	–0,7	–0,1
1992	0,9	1,0	1,8	1,1	– 1,4	0,0	–0,1	–1,1
1992 4. Q. <sup>4</sup>	–0,3	–1,6	0,9	1,0	– 5,2	–1,3	1,4	–7,0
Großbritannien								
1982–89	3,6	4,5	4,7	1,0	8,9	0,2	–1,2	9,9
1990	0,6	–0,5	0,7	3,7	– 4,9	–0,9	1,0	–2,8
1991	–2,1	–3,1	–2,1	1,7	–10,4	–0,6	1,1	–9,2
1992	–0,6	0,5	0,2	1,1	– 2,8	0,5	–1,1	–2,9
1992 4. Q. <sup>4</sup>	–0,2	0,4	1,3	0,7	– 2,0	–0,4	–0,6	–2,0
Kanada								
1982–89	4,1	4,8	4,2	2,5	6,6	0,5	–0,8	5,5
1990	–0,5	–1,0	0,9	3,4	– 5,2	–1,3	0,6	–3,3
1991	–1,7	–0,9	–1,7	2,0	– 4,7	0,6	–0,6	–1,4
1992	0,9	0,3	1,0	1,9	– 1,3	–0,5	0,7	–4,9
1992 4. Q. <sup>4</sup>	1,3	–0,7	1,2	1,9	– 4,0	–1,2	2,0	–7,4
Länder der Siebenergruppe <sup>6</sup>								
1982–89	3,5	3,8	3,5	2,4	5,7	0,2	–0,3	6,1
1990	2,3	2,1	2,3	2,7	3,3	–0,4	0,2	5,0
1991	0,8	0,1	0,6	1,6	– 1,9	–0,2	0,6	–0,3
1992	1,5	1,4	1,8	1,4	– 0,2	0,0	0,0	–1,3
1992 4. Q. <sup>4</sup>	1,4	1,5	2,1	1,7	0,1	–0,2	–0,1	–1,8

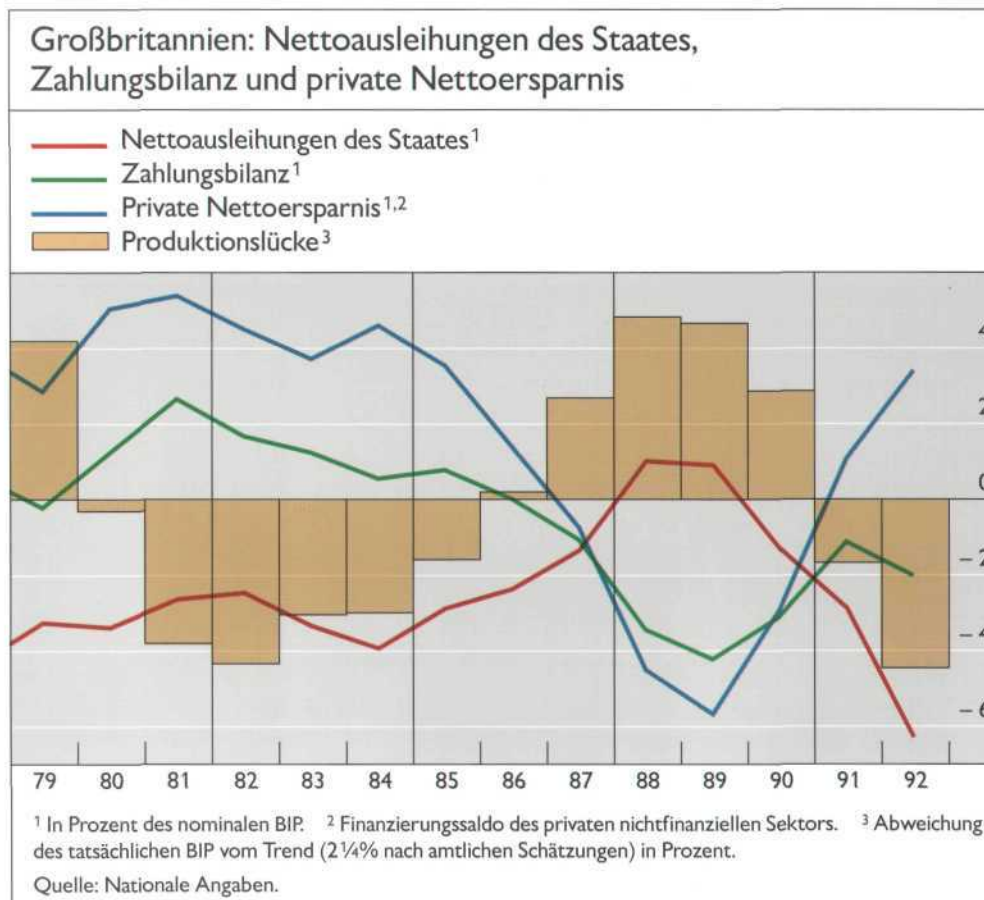
<sup>1</sup> Deutschland (4. Quartal 1992) und Italien (sämtliche Jahre): Private Anlageinvestitionen umfassen auch die öffentlichen Investitionen. <sup>2</sup> Beitrag zum BIP-Wachstum in Prozentpunkten. <sup>3</sup> Deutschland (4. Quartal 1992) und Italien (sämtliche Jahre): nur Maschinen und Ausrüstungsinvestitionen. <sup>4</sup> Veränderung gegenüber entsprechendem Vorjahresquartal. <sup>5</sup> Nur Westdeutschland. <sup>6</sup> Gewogener Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Nachfragekomponenten zu Preisen und Wechselkursen von 1990.

Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder.

niedrigen Investitionen im verarbeitenden Gewerbe eine Strukturschwäche verursacht haben, denn die Kapazität der britischen Industrieunternehmen reicht möglicherweise nicht einmal bei geringer Nachfrage aus, um den Inlandsmarkt zu befriedigen.

Diese Strukturschwäche läßt sich auch aus der umstehenden Grafik ablesen. Anders als bei der Rezession Anfang der achtziger Jahre blieb der Leistungsbilanzsaldo diesmal während der gesamten Abschwungphase negativ, und im vergangenen Jahr war das Ungleichgewicht sogar fast doppelt so groß wie 1991. Seit dem Rekorddefizit in der Leistungsbilanz im Jahr 1989 haben sich auch die entsprechenden sektoralen Ungleichgewichte deutlich verändert.

Wachsendes  
Leistungsbilanz-  
defizit ...



1989 verzeichneten sowohl die privaten Haushalte als auch die Unternehmen infolge der zyklischen Preisschwankungen bei den Vermögenswerten hohe Finanzierungsdefizite, während im Staatshaushalt ein Überschuss ausgewiesen wurde. Die Zunahme der Ersparnis der privaten Haushalte während der Rezession sowie Kürzungen bei den Anlageinvestitionen und der Abbau der Lagerbestände im Unternehmenssektor haben im privaten Sektor insgesamt zu einem Nettofinanzierungsüberschuss geführt. Das Defizit in der Zahlungsbilanz ist daher ausschließlich durch die Verschlechterung der Finanzlage im Staatssektor bedingt. Obwohl Veränderungen der Finanzierungssalden schwer vorhersagbar sind und die Zahlungsbilanz einen großen „Ausgleichsposten“ enthält, könnte diese Entwicklung für die britische Wirtschaftspolitik einen Zielkonflikt bedeuten: Um die Lücke im Staatshaushalt zu schließen, wäre ein höheres Wachstum erforderlich, das aber wiederum das Leistungsbilanzdefizit vergrößern könnte. Ein Wachstum, das mit einem stabilen Leistungsbilanzdefizit vereinbar ist, hätte dagegen möglicherweise den Effekt, daß sich das Ungleichgewicht im öffentlichen Sektor auf untragbare Weise ausweitete.

In Australien gewann die Konjunkturerholung im Laufe des Jahres 1992 langsam an Schwung (s. die nebenstehende Tabelle). Die Ausgabendätigkeit der privaten Haushalte lieferte wichtige Impulse, und die Investitionen im Wohnungsbau belebten sich angesichts sinkender Hypothekarzinsen. Aufgrund von schmalen Gewinnspannen, Bilanzumstrukturierungen und anderen Maßnahmen zur Kostenreduzierung gingen jedoch die Anlageinvestitionen der Unternehmen stark zurück, und die Ausgaben für Ausrüstungsgüter waren niedriger als

... und Finanzierungsbedarf des Staates

In Australien einsetzende Erholung ...



je zuvor. Durch die schlechte Verfassung des Unternehmenssektors stieg die Arbeitslosenquote auf den höchsten Stand nach dem Zweiten Weltkrieg. Der reale Außenbeitrag nahm im vergangenen Jahr ab, und die Terms of trade verschlechterten sich wegen der Schwäche der Rohstoffpreise am Weltmarkt.

Eine beträchtliche Dämpfung des Preisauftriebs erlaubte es der australischen Notenbank, die kurzfristigen Zinssätze zu senken, während die langfristigen Zinsen langsamer zurückgingen; die steiler werdende Renditenstrukturkurve spiegelte zum Teil einen Anstieg des staatlichen Finanzierungsbedarfs wider. Rund die Hälfte der seit 1990 verzeichneten Verschlechterung des staatlichen Finanzierungssaldos könnte auf strukturelle Faktoren zurückzuführen sein, darunter auch die Unterstützung angeschlagener Banken und Finanzunternehmen durch die Bundesstaaten.

In der Schweiz vertiefte sich der Konjunkturabschwung im letzten Jahr weiter. Die Wirtschaftsschwäche machte sich vor allem am Inlandsmarkt bemerkbar. Nur der Staatsverbrauch leistete einen positiven Beitrag zur Konjunkturentwicklung; die Inlandsnachfrage verringerte sich um 4%. Die schweizerischen Unternehmen haben ihre Verschuldung nicht in demselben Maße ausgeweitet wie die Unternehmen in den bisher genannten Ländern, und die Bilanzprobleme beschränken sich im wesentlichen auf den Immobiliensektor und einige Regionalbanken; dennoch hat die Länge der Rezession einen

... in der Schweiz aber tiefer werdende Rezession ...

Veränderung des realen BIP und der Bruttoanlageinvestitionen in anderen Industrieländern									
Land	BIP von 1990 in Mrd. US-Dollar	Reales BIP <sup>1</sup>				Reale Bruttoanlageinvestitionen			
		1982–89	1990	1991	1992 <sup>2</sup>	1982–89	1990	1991	1992 <sup>2</sup>
		Veränderung in Prozent							
Australien	294	3,8	1,2	–1,1	2,0	4,2	– 7,5	–10,4	– 2,8
Belgien	192	2,3	3,3	1,9	0,8	5,3	7,7	0,3	0,7
Dänemark	129	2,4	2,0	1,2	1,1	4,4	– 0,5	– 4,2	–10,4
Finnland	137	3,7	0,3	–6,4	–3,5	4,9	– 4,9	–19,8	–14,4
Griechenland	66	2,1	–0,1	1,8	1,5	0,6	5,7	– 2,0	2,0
Irland	43	3,3	8,3	2,5	2,4	–1,5	10,8	– 6,5	– 0,8
Israel	51	3,4	5,4	5,9	6,4	0,1	19,6	41,8	11,8
Neuseeland	44	1,5	0,5	–1,5	3,0	3,2	1,9	–16,2	2,0
Niederlande	279	2,5	3,9	2,2	1,5	5,3	3,6	0,1	1,9
Norwegen	106	3,1	1,8	1,6	3,3	2,6	–26,8	1,7	3,5
Österreich	157	2,4	4,6	3,0	1,5	3,5	5,8	4,8	1,1
Portugal	60	2,8	4,2	2,1	1,1	2,0	5,9	2,5	5,0
Schweden	228	2,5	1,4	–1,8	–1,7	5,8	0,7	– 9,0	–11,0
Schweiz	225	2,6	2,3	–0,1	–0,6	5,9	2,6	– 2,5	– 6,7
Spanien	491	3,5	3,6	2,4	1,0	6,5	6,9	1,6	– 3,0
Türkei	108	5,1	9,2	0,3	5,5	4,8	14,0	– 0,4	1,3
Durchschnitt <sup>3</sup>	—	3,0	3,0	0,8	1,0	4,8	2,3	– 2,4	– 2,6

<sup>1</sup> Türkei: reales BSP.    <sup>2</sup> Vorläufig.    <sup>3</sup> Gewogener Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Wechselkurse von 1990.

Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder.

allgemeinen Umstrukturierungsprozeß mit einer deutlichen Verringerung der Investitionen und der Beschäftigung in Gang gesetzt. Anders als in früheren Rezessionsphasen betraf die Streichung von Arbeitsplätzen nicht nur weniger qualifizierte Tätigkeiten und ausländische Arbeitnehmer, und Anfang dieses Jahres stieg die Arbeitslosenquote auf über 4%. Höhere Ausgaben für die Arbeitslosenunterstützung bei stagnierenden Einnahmen haben das Defizit im Bundeshaushalt stark ansteigen lassen, was die Regierung zu Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen veranlaßte. Während der gesamten Abschwungphase war der Außenbeitrag positiv; allerdings ging dies zum Teil auf Kosten der Gewinnspannen. Gegen Ende vergangenen Jahres verlangsamte sich das Exportwachstum jedoch vor dem Hintergrund einer schwächeren Nachfrage an wichtigen europäischen Märkten.

... und dadurch  
Rekordarbeits-  
losigkeit

#### *Vertiefung der Rezession bei schweren strukturellen Problemen*

In drei der nordischen Länder (Finnland, Norwegen und Schweden) dauert der Abschwung nicht nur länger an, sondern er ist auch wesentlich stärker ausgeprägt als in den meisten anderen Ländern. In allen drei Ländern erreichte die Inflationsrate 1992 einen historischen Tiefstand. Aufgrund tiefverwurzelter Strukturprobleme kamen diese Länder jedoch offenbar nicht in den Genuß einer größeren Glaubwürdigkeit und mußten im vergangenen Herbst die Bindung ihrer Währung an die ECU aufgeben (s. Kapitel VIII). Sie leiden außerdem alle unter den Folgen der Anpassung an die konjunkturelle Überhitzung Ende der achtziger Jahre, die durch starke Preisschwankungen bei den Vermögenswerten und durch einen drastischen Anstieg der Verschuldung von Unternehmen und privaten Haushalten noch verschärft wurden. In allen drei Ländern steckt der Finanzsektor in einer schweren Krise (s. Kapitel VII), und strukturelle Probleme haben nicht nur zur Vertiefung der Rezession beigetragen, sondern waren auch eine Ursache der Schwäche im Finanzsektor und der Turbulenzen an den Finanzmärkten. In Finnland lassen sich die Strukturprobleme im wesentlichen auf den Verlust der Exportmärkte in Osteuropa zurückführen, in Schweden auf den zu groß gewordenen öffentlichen Sektor und in Norwegen auf die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft auf dem Festland (d.h. ohne Öl und Schifffahrt).

In nordischen  
Ländern schwere  
Rezession ...

... begleitet von  
finanzwirtschaft-  
lichen und  
strukturellen  
Problemen

*Finnland* geriet eindeutig am tiefsten in die Rezession. Seit dem Konjunkturchoch Anfang 1990 ist das BIP um rund 10% zurückgegangen, und die Arbeitslosenquote ist in kaum mehr als drei Jahren von 3½% auf über 15% gestiegen (s. die Grafik auf S. 22). Die Ausfuhren haben sich wieder belebt, und im vergangenen Jahr trugen die Nettoexporte 2½ Prozentpunkte zum Produktionswachstum bei, was durch einen Rückgang des realen Außenwerts der Währung um über 30% und einen niedrigen Kapazitätsauslastungsgrad begünstigt wurde. Aber alle Komponenten der Inlandsnachfrage waren stark rückläufig, weil sowohl die privaten Haushalte als auch die Unternehmen vermehrt sparten, um die Schulden zu reduzieren, die sie im vorangegangenen Preisaufschwung bei den Vermögenswerten aufgebaut hatten. Die realen Staatsausgaben wurden gekürzt, um den Anstieg des Finanzierungsbedarfs zu begrenzen. Trotz der Abwertung sank die Inflationsrate, da die Nominallöhne seit zwei Jahren kaum gestiegen sind und die Unternehmen die höheren Importkosten durch

In Finnland steiler Produktions-  
rückgang ...

... wegen Wirt-  
schaftsschwäche  
im Inland



geringere Gewinnmargen auffingen, um nicht noch größere Umsatzeinbußen im Inland hinnehmen zu müssen. Diese Schmälerung der Erträge und der Rückgang der Inlandsnachfrage brachten jedoch viele Unternehmen in ernste finanzielle Schwierigkeiten, wodurch die bereits hohen Bestände der Banken an notleidenden Krediten noch mehr vergrößert wurden. Darüber hinaus verstärkte die Wechselkursschwäche die Belastung durch die Bedienung der Auslandsverbindlichkeiten, die bis Ende 1992 auf fast 50% des BIP gestiegen waren. In der Praxis hat die Freigabe des Wechselkurses den Währungsbehörden somit kaum zusätzlichen Spielraum beschert.

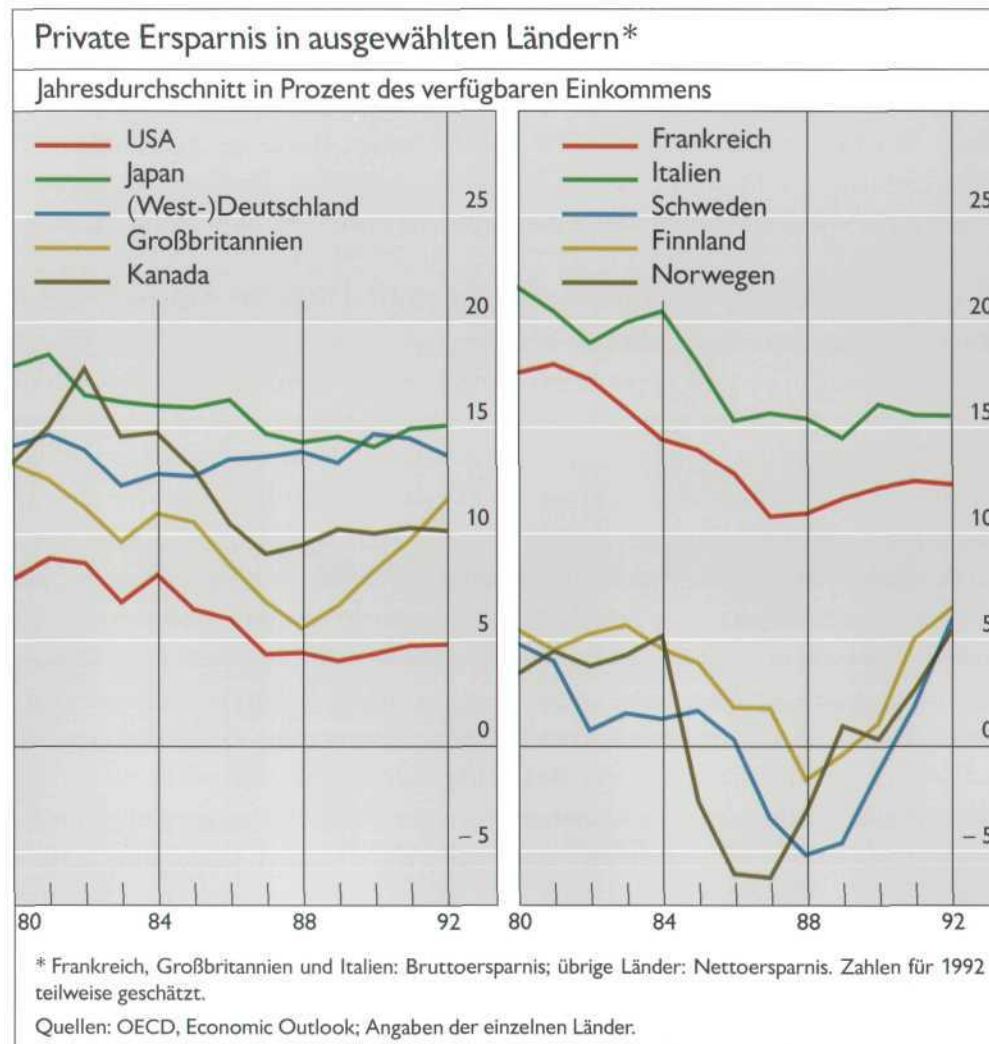
In Schweden  
großer öffentlicher  
Sektor mit  
wachsendem  
Finanzbedarf

In Schweden ging die Produktion – verglichen mit der Entwicklung in Finnland – nur leicht zurück, aber die strukturellen Probleme dürften fast genauso groß sein, insbesondere im öffentlichen Sektor. Obwohl die Begrenzung des Wachstums des öffentlichen Sektors einen gewissen Erfolg gezeigt hatte, war der Anteil der Staatsausgaben am BIP Ende der achtziger Jahre mit 60% noch immer höher als in den übrigen OECD-Ländern. Durch eine Steuerreform, die 1990/91 stattfand und eine erhebliche Verlagerung von der direkten auf die indirekte Besteuerung beinhaltete, wurde der Finanzierungsbedarf des Staates außerdem beträchtlich erhöht, da die privaten Haushalte ihren Verbrauch einschränkten. Der massive Anstieg des Defizits der zentralen Haushalte von 7% auf 14% des BIP (Schätzungen der Regierung zufolge), der teilweise auf verzögerte Zahlungen von Steuereinnahmen an die Gemeinden zurückzuführen war, verursachte an den Finanzmärkten eine große Unsicherheit, die zu den Turbulenzen an den Devisenmärkten und den hohen Realzinsen beitrug. In ihrem revidierten Haushaltsplan für 1993/94 hat die Regierung eine mittelfristige Kürzung der Ausgaben in Höhe von etwa 5% des BIP vorgeschlagen, die vor allem die sozialen Transferleistungen betrifft.

Starker Umschwung bei der  
Ersparnis privater  
Haushalte

Typisch für Schweden wie auch für die anderen nordischen Länder war in den achtziger Jahren der ausgeprägte Rückgang der Ersparnis der privaten Haushalte gewesen, der sich in allen drei Ländern in negativen Sparquoten zeigte (s. die umstehende Grafik). Dieser Rückgang setzte Mitte der achtziger Jahre ein und fiel mit der Deregulierung an den Finanzmärkten und dem Beginn des Preisanstiegs bei den Vermögenswerten zusammen, denn die privaten Haushalte verschuldeten sich in starkem Maße, um Immobilien zu erwerben. Im vergangenen Jahr nahm die Ersparnis der privaten Haushalte dagegen stark zu, worin der Versuch zum Ausdruck kam, die Verschuldung abzubauen; es läßt aber wahrscheinlich auch auf eine gewisse Vorsorgehaltung angesichts der immer unsicherer werdenden Arbeitsmarktsituation schließen, nachdem die Arbeitslosenquote auf den im historischen Vergleich hohen Wert von fast 6% gestiegen war. Auch im Unternehmenssektor spielten Schuldenreduktion und Bilanzumstrukturierung eine wichtige Rolle und führten zu einem markanten Rückgang der Anlageinvestitionen. Alles in allem verringerte sich die Inlandsnachfrage um 2%, obwohl Anfang des Jahres im Rahmen verschiedener Beschäftigungsförderungsmaßnahmen hohe Wohnbauinvestitionen getätigt wurden. Die Nettoexporte leisteten einen positiven Beitrag zum Produktionswachstum, aber das Ungleichgewicht in der Leistungsbilanz wurde noch größer, da der Anstieg der Nettoersparnis des privaten Sektors nicht ausreichte, um die Verschlechterung der Finanzlage des öffentlichen Sektors wettzumachen.





Der Abschwung in *Norwegen* hatte bereits 1986 eingesetzt, und in diesem Jahr gibt es nun Anzeichen einer geringen Belebung. Die Krise im Finanzsektor war ebenso schwer wie in Finnland und Schweden, und die Wirtschaftstätigkeit in den Festlandssektoren war sehr schwach, und in diesen Sektoren sind auch die Hauptursachen für die hohe Arbeitslosigkeit und die Anhäufung notleidender Kredite bei den Finanzinstituten zu suchen. Hinter der Verschlechterung des Haushaltssaldos seit Mitte der achtziger Jahre verbergen sich eine starke Zunahme der staatlichen Verbrauchsausgaben sowie sonstige haushaltspolitische Maßnahmen, die das Ziel haben, die Wirtschaftstätigkeit auf dem Festland anzukurbeln und einen Ausgleich für den Rückgang im verarbeitenden Gewerbe und bei den privaten Dienstleistungen zu schaffen. Das Staatsdefizit von  $2\frac{3}{4}\%$  des BIP im letzten Jahr überdeckt eine tiefer verwurzelte Strukturschwäche, denn ohne Berücksichtigung der Nettoeinnahmen aus dem Ölsektor betrug das Defizit mehr als 8%. Im vergangenen Jahr konnten gewisse Fortschritte bei der Beseitigung der Strukturschwächen erzielt werden. Die Zunahme der Lohnstückkosten reduzierte sich (s. die Tabelle auf S. 31), und die Sparquote der privaten Haushalte stieg auf über 5%, verglichen mit nicht einmal 0,5% nur zwei Jahre zuvor. Auch der Unternehmenssektor verbesserte seine Bilanzpositionen, allerdings in erster Linie durch Kürzungen bei den Anlageinvestitionen und durch Personalabbau. Für dieses Jahr wird erwartet, daß

In *Norwegen* Zeichen einer Erholung ...

... und gewisser Fortschritt bei der Behebung von Strukturproblemen

sich die Wettbewerbsfähigkeit aufgrund niedrigerer Personalzusatzkosten und durch die Abwertung der Krone weiter verbessert.

*Nachlassendes Produktionswachstum angesichts rückläufiger Auslandsnachfrage und binnenwirtschaftlicher Zwänge*

In Frankreich  
höheres Wachst-  
um ...

Eckpfeiler der Wirtschaftspolitik in *Frankreich* sind seit mehreren Jahren die Drosselung der Inflation und die Stärkung des Außenhandels durch die Beibehaltung eines festen Wechselkurses. Im letzten Jahr war das BIP-Wachstum mit 1¼% höher als 1991 und lag auch im europäischen Vergleich im Spitzenfeld. Über die Hälfte dieses Wachstums entfiel auf die Nettoexporte, denn die französischen Unternehmen konnten dank zuvor ergriffener kostensenkender Maßnahmen selbst vor dem Hintergrund einer rückläufigen Exportnachfrage Marktanteile hinzugewinnen. Nach den Leitkursanpassungen im EWS-Wechselkursmechanismus schwächte sich die Exportentwicklung jedoch beträchtlich ab und wurde im letzten Quartal negativ. Das Wachstum der Inlandsnachfrage verminderte sich im Jahresverlauf 1992, was hauptsächlich auf den sich verstärkenden Rückgang der Anlageinvestitionen im Unternehmenssektor zurückzuführen ist. Die kurzfristigen Realzinsen im Sektor der handelsfähigen Güter, wo die Preise weitgehend stabil waren, bewegten sich während des größten Teils des Jahres im Bereich von 8–10%. Angesichts der schlechten Nachfrageperspektive und des sinkenden Kapazitätsauslastungsgrads waren die Investitionsanreize für die Unternehmen zudem gering, wenn auch kostensenkende Maßnahmen und niedrige Nominallohnzuwächse halfen, die Gewinnquoten aufrechtzuerhalten.

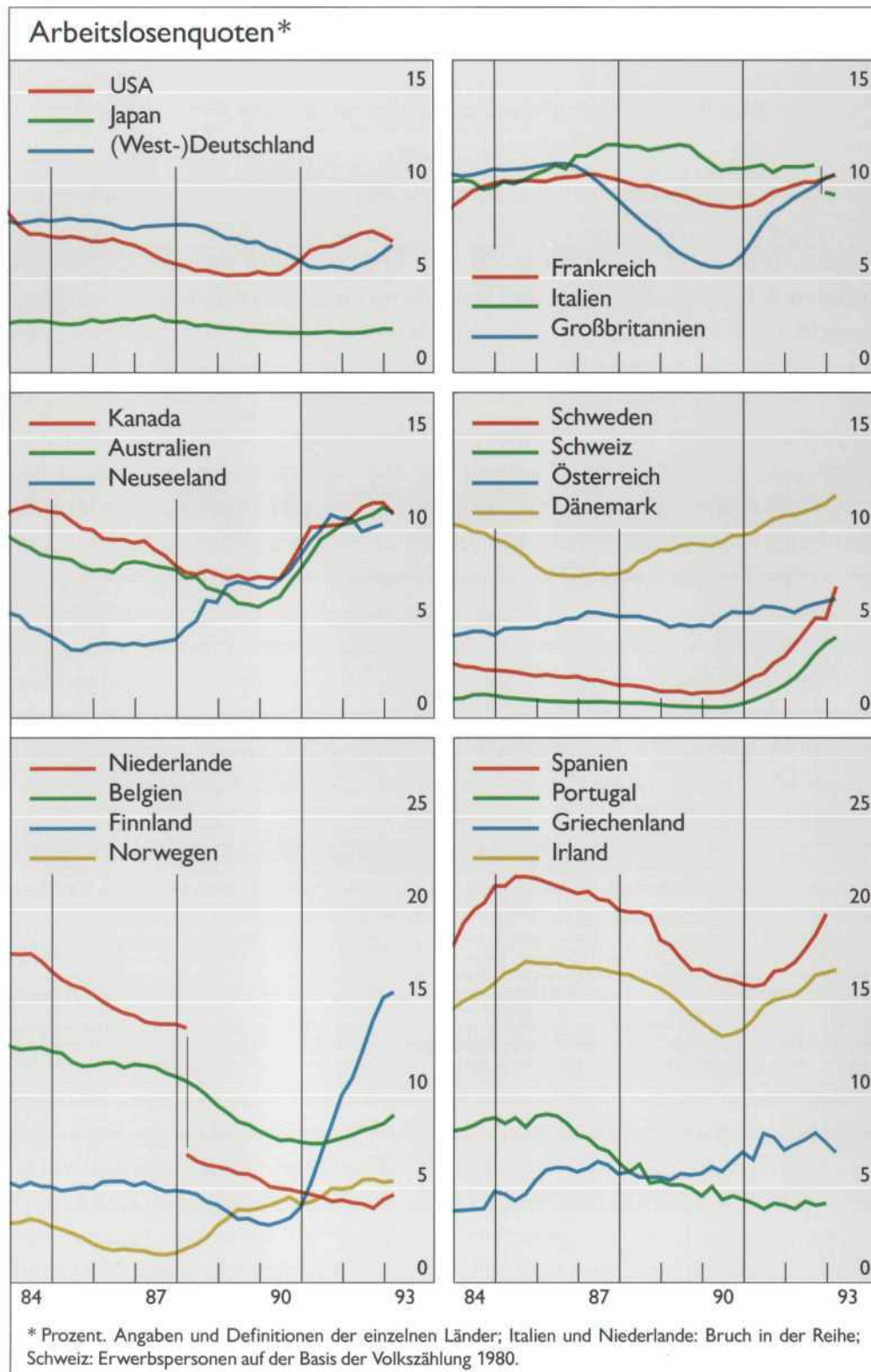
... mit steigender  
Arbeitslosigkeit

Die Bemühungen der Unternehmen, in einem Umfeld unsicherer Wachstumsaussichten wettbewerbsfähig zu bleiben, waren ein Hauptgrund für den Anstieg der Arbeitslosenquote auf 10½% bis Ende letzten Jahres. Um eine weitere Erhöhung zu verhindern, ergriff die Regierung verschiedene – zumeist zeitlich begrenzte – Beschäftigungsmaßnahmen, darunter Umschulungsprojekte, öffentliche Bauprogramme und Steuervergünstigungen für Unternehmen, die Langzeitarbeitslose und junge Erwerbspersonen einstellten. Diese Maßnahmen sowie zyklisch bedingte Steuermindereinnahmen trugen dazu bei, daß das Defizit im Staatshaushalt den höchsten Stand seit 1982 erreichte.

In Belgien und  
den Nieder-  
landen einge-  
schränkter  
finanzpolitischer  
Spielraum

In anderen europäischen Ländern, für die die Ausrichtung an festen Wechselkursen ein Kernstück ihrer Wirtschaftspolitik darstellt, sah es im letzten Jahr noch ungünstiger aus: geringeres Wachstum aufgrund sinkender Exporte, vor allem nach Deutschland, sowie rückläufiges und schließlich negatives Wachstum der Anlageinvestitionen im Unternehmenssektor. Es gab jedoch Unterschiede von Land zu Land, je nach der Stärke des vorangegangenen Konjunkturaufschwungs, des Verlusts an Wettbewerbsfähigkeit nach den Leitkursanpassungen und dem wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum. In *Belgien* wie auch in den *Niederlanden* hatte die Konsolidierung des Staatshaushalts größte Priorität, und es blieb wenig Freiraum, um der negativen Nachfrageentwicklung entgegenzuwirken. In Belgien weitete sich der Wohnbau aufgrund eines intensiveren Wettbewerbs zwischen den Hypothekarinstituten sowie niedrigerer Zinsen beträchtlich aus. In den letzten drei Jahren stiegen aber die Lohnstückkosten jeweils stärker an als bei den wichtigsten Handelspartnern, so daß die





Regierung das Recht hat, besondere Maßnahmen zur Senkung der Arbeitskosten zu ergreifen. In den Niederlanden galt es zu verhindern, daß sich eine vorübergehende Beschleunigung des Verbraucherpreisanstiegs – die insbesondere durch höhere Mieten, administrierte Preise und indirekte Steuern verursacht worden war – in den Löhnen niederschlug; Anfang des Jahres wurde ein dreiseitiges Abkommen geschlossen, wonach die Löhne für zwei Monate eingefroren wurden. In Österreich blieb das Wachstum im ersten Halbjahr 1992 hoch,

In Österreich und Dänemark unterschiedliche Trends

da der Rückgang der Exporte an westliche Länder durch einen lebhaften Handel mit Osteuropa, den privaten Verbrauch und die Bautätigkeit wettgemacht wurde. In der zweiten Jahreshälfte kam es zu einer deutlichen Abschwächung, als der Bauboom ein Ende fand und einige Wirtschaftszweige wegen der Importe aus Osteuropa Marktanteile verloren. In *Dänemark* blieb das Staatsdefizit unter 3% des BIP, die Inflation ging weiter zurück, und der Leistungsbilanzüberschuß vergrößerte sich auf über 3% des BIP. Im Herbst verschlechterte sich jedoch die Wettbewerbsfähigkeit, weil rund 40% des dänischen Außenhandels auf die europäischen Weichwährungsländer entfallen. Das Wirtschaftswachstum blieb auf einem niedrigen Niveau stabil, und die Arbeitslosigkeit stieg bis zum Jahresende auf über 11%.

In Italien Abschwächung der Produktion ...

In *Italien* hat ein ausgeprägter Abschwung eingesetzt, der sich in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres beschleunigte. Nachdem sowohl der Verbrauch der privaten Haushalte als auch die Unternehmensinvestitionen im Jahr 1992 zunächst stagniert hatten, verringerten sich beide nach dem Sommer, als das Vertrauen in die Wirtschaft durch die Währungskrise schwer erschüttert wurde. Auch das Beschäftigungswachstum schwächte sich im Jahresverlauf beträchtlich ab, da die von Großunternehmen freigesetzten Arbeitnehmer nicht mehr von kleineren Unternehmen aufgefangen wurden und die Nachfrage nach Arbeitskräften im Dienstleistungssektor sank (s. die Tabelle auf S. 28). Die Nettoexporte, die im ersten Halbjahr 1992 abgenommen hatten, belebten sich im letzten Quartal infolge der starken Abwertung der Lira beträchtlich, aber dadurch konnte der Rückgang der Inlandsnachfrage nur zum Teil kompensiert werden. Über das gesamte Jahr betrachtet, sank das BIP-Wachstum auf rund 1%, wobei die wichtigsten Impulse vom privaten Verbrauch ausgingen. Die ungünstige Produktionsentwicklung, die in den meisten EG-Ländern zu beobachten war, wurde in Italien durch ungelöste finanzielle Probleme aus der Vergangenheit verschärft, insbesondere durch das dringende Erfordernis, zu einer tragbaren Haushaltsposition zu gelangen und den überhöhten Anstieg der Arbeitskosten und Preise zu korrigieren.

... und finanzielle Probleme

Niedrigere Inflation, aber ...

Der Anstieg der Nominallohne und Lohnstückkosten wurde durch die im Juli vollzogene Abschaffung der automatischen Lohnanpassungen, die sich an den vergangenen Preissteigerungen orientierten, erheblich reduziert. Ein niedrigerer Kostendruck und Unsicherheiten bezüglich der künftigen Einkommens- und Beschäftigungsentwicklung sowie das Hinnehmen geringerer Gewinnmargen angesichts einer sinkenden Inlandsnachfrage trugen dazu bei, daß sich die Inflation Anfang dieses Jahres auf 4,2% verlangsamte. Sie liegt damit nur leicht über dem EG-Durchschnitt, aber immer noch 2½ Prozentpunkte über der Teuerungsrate der drei preisstabilsten EG-Länder.

... kaum Fortschritte beim Abbau des Staatsdefizits

Im fiskalischen Bereich waren die Fortschritte weniger offensichtlich. Trotz eines Mitte des Jahres verabschiedeten Krisenhaushalts, der eine Nettoeinsparung von 2% des BIP vorsah, betrug der Finanzierungsbedarf für 1992 über 10% des BIP. Nach dem verabschiedeten Budgetplan für 1993 werden die Steuern für Selbständige angehoben und höhere Einnahmen aus der Besteuerung von Grund und Boden sowie Unternehmensvermögen erwartet; ferner ist eine erste Runde von Privatisierungen von Staatsunternehmen vorgesehen. Darüber hinaus beinhaltet der Haushaltsplan umfassende Kürzungen der



Ruhegehälter, der Transferzahlungen an die lokalen Gebietskörperschaften, der Gesundheitsleistungen und der Beschäftigungsausgaben im öffentlichen Sektor. Das Defizit fiel in den ersten drei Monaten jedoch höher aus, als es mit dem anvisierten Jahresziel von 10% vereinbar ist, weil die Einnahmen hinter den Voranschlägen zurückblieben, auch die Ausgabenkürzungen zum Teil geringer waren und mit der Gewährung von fiskalischen Anreizen und der Verstärkung der öffentlichen Bautätigkeit neue Maßnahmen zur Belebung der Arbeitskräfte-nachfrage ergriffen wurden.

Die Wirtschaft der drei EG-Länder, deren Währungen innerhalb des EWS-Wechselkursmechanismus abgewertet wurden, entwickelte sich im vergangenen Jahr recht unterschiedlich. *Irland* konnte sein Wirtschaftswachstum relativ stabil halten; dazu trugen die Stärke seiner Exporte und der deutliche Anstieg der Verbraucherausgaben bei, während die Anlageinvestitionen – möglicherweise aufgrund der hohen Realzinsen – abnahmen. In *Portugal* verlangsamte sich das BIP-Wachstum dagegen auf nur noch 1%, obwohl die Investitionsgüternachfrage vergleichsweise lebhaft war und die Arbeitslosigkeit leicht zurückging. In *Spanien* wiederum schwächten sich die Anlageinvestitionen beträchtlich ab, bedingt durch die ausgeprägte Verschlechterung der Finanzlage der Unternehmen und die sinkenden Immobilienpreise, und auch die Nettoexporte waren während des größten Teils des Jahres rückläufig. Eine Haushaltsrevision zur Jahresmitte, die eine Erhöhung der Mehrwertsteuer und der Einkommensteuersätze beinhaltete, konnte die Ausweitung des staatlichen Finanzierungsbedarfs eindämmen, verstärkte aber die Verschlechterung der Beschäftigungssituation, und die Arbeitslosenquote erhöhte sich bis zum Jahresende auf 20%. Um einen weiteren Anstieg zu verhindern, ergänzte die Regierung den ansonsten restriktiven Haushaltsplan Anfang dieses Jahres durch verschiedene beschäftigungsfördernde Maßnahmen.

In Irland stabiles Wachstum ...

... und in Portugal und Spanien schwächere Konjunktur

#### *Länder in der Anfangsphase der Rezession*

In Japan und Deutschland schwächte sich das Wachstum der Nachfrage und der Produktion im Verlauf des Jahres 1992 mehr und mehr ab, und Ende des Jahres befanden sich beide Länder offensichtlich in der Anfangsphase einer Rezession. In *Japan* sind die Ursachen für den derzeitigen Abschwung in dem Preisboom bei Vermögenswerten in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre zu suchen, der die Anlageinvestitionen der Unternehmen, den Wohnbau und die Ausgaben der privaten Haushalte für langlebige Konsumgüter kräftig ansteigen ließ. Als die Preise für Vermögenswerte zu sinken begannen, wurde die vorherige Übersteigerung sichtbar, und jetzt ist in vielen Bereichen die Abwärtsphase des Lageranpassungszyklus offensichtlich. Der Abschwung begann im zweiten Quartal 1991 im Wohnbau. Im vergangenen Jahr ging auch der Absatz von Neuwagen zurück, und der Anstieg des privaten Verbrauchs war der niedrigste seit 1981. Diese Entwicklung vollzog sich vor dem Hintergrund eines Vertrauensschwunds bei den Verbrauchern, der zum Teil auf politische Unsicherheit und ein niedrigeres Wachstum der Einkommen der privaten Haushalte – bedingt durch geringere Überstundenvergütungen und Bonuszahlungen sowie sinkende Nettozinseinkünfte – zurückzuführen war.

In Japan einsetzende Rezession ...

Der Rückgang der Anlageinvestitionen der Unternehmen beschleunigte

... mit abnehmender Investitionstätigkeit

sich im gesamten Jahresverlauf. Niedrige Kapitalkosten und ein angespannter Arbeitsmarkt hatten Mitte der achtziger Jahre einen fortwährenden Anstieg der Investitionen zur Arbeitskräfteeinsparung und Kapazitätsausweitung ausgelöst, und 1991 hatten die gewerblichen Anlageinvestitionen 28% des BIP erreicht. Viele Unternehmen hatten wahrscheinlich eine Kapazitätserweiterung geplant, da sie erwarteten, daß die Gesamtnachfrage weiterhin stark expandieren würde. Als die Konjunktur ins Stocken geriet und höhere Zinsen sowie sinkende Aktienkurse den niedrigen Kapitalkosten ein Ende setzten, war es schwer, die erwarteten Erträge zu realisieren. So sind die Betriebsergebnisse der Unternehmen in den letzten drei Jahren gesunken. Dieser Rückgang ist nicht nur auf Überkapazitäten zurückzuführen, sondern ist auch das Resultat eines zunehmenden Abschreibungsbedarfs und eines gewissen Mangels an Bewegungsspielraum bei den Arbeitskosten in einem System, das traditionell auf eine lebenslange Beschäftigung ausgerichtet ist. Aufgrund des Einbruchs beim Gebrauchsgüterabsatz sahen sich die Unternehmen überdies mit wachsenden Lagerbeständen konfrontiert, und der Rückgang der Industrieproduktion ist zu einem wesentlichen Teil auf den Abbau dieser Bestände zurückzuführen.

Zunahme von Außenbeitrag und öffentlichen Investitionen

Vor diesem Hintergrund gingen die einzigen Wachstumsimpulse in Japan im letzten Jahr von den Verbrauchsgütern, den Staatsausgaben und den Nettoexporten aus. Der – zum Teil aufgrund rückläufiger Importe – höhere Außenbeitrag machte beinahe 1 Prozentpunkt des BIP-Wachstums aus, und deutliche Terms-of-trade-Gewinne dämpften den Kostendruck im Unternehmenssektor. Das Wachstum der Inlandsnachfrage entfiel etwa zur Hälfte auf die öffentlichen Investitionen, und der Staatsverbrauch nahm ebenfalls zu. Die im August vergangenen Jahres vorgeschlagenen Maßnahmen – die rund 2¼% des BIP entsprechen und in erster Linie auf die Stimulierung der Aktien- und Immobilienmärkte sowie die Ausweitung der öffentlichen Bautätigkeit gerichtet sind –, der Haushalt für 1993 und neue Maßnahmen, die im April vorgeschlagen wurden, dürften in diesem Jahr wiederum zu einer erheblichen Zunahme der Staatsinvestitionen führen.

In Deutschland Verteilungsprobleme ...

*Deutschland* erlebte weder eine zyklische Preisentwicklung bei den Vermögenswerten, noch bekam es die Konsequenzen einer Bilanzumstrukturierung in einem verschuldeten privaten Sektor zu spüren. Vielmehr hat der derzeitige Konjunkturrückgang seine Ursache in Verteilungsproblemen, die zum Teil durch die Vereinigung bedingt sind. Diese zeigten sich in den Diskussionen zwischen dem Bund und den regionalen und lokalen Gebietskörperschaften über die Verteilung der Kosten der Einheit und in Verhandlungen zwischen Arbeitgebern und Gewerkschaften über die Einkommensverteilung in Westdeutschland sowie das Tempo der Anpassung der ostdeutschen Löhne und Gehälter an das Westniveau. Ungelöste Verteilungsprobleme führen in der Regel zu höherer Inflation und bei einer unnachgiebigen Geldpolitik schließlich zu einem niedrigeren Wachstum der Realeinkommen und höherer Arbeitslosigkeit.

... bei steilem konjunkturellen Abschwung im Jahresverlauf ...

Gestützt durch die Anlageinvestitionen der Unternehmen stieg das westdeutsche BIP im ersten Quartal 1992 noch mit einer Rate von über 2%. Bis zur Jahresmitte waren jedoch Schwächetendenzen sichtbar geworden, und in der zweiten Jahreshälfte nahm die Wirtschaftstätigkeit ungewöhnlich rasch ab,



wobei das reale BIP mit einer Jahresrate von 2% fiel. Im vierten Quartal waren die Ausrüstungsinvestitionen im Vorjahresvergleich um über 6% und die Industrieproduktion um über 5% gesunken. Der öffentliche und der private Verbrauch stiegen dagegen weiter an, letzterer insbesondere in der zweiten Jahreshälfte, was auf den Wegfall des Solidaritätszuschlags und die bevorstehende Erhöhung der Mehrwertsteuer zum 1. Januar dieses Jahres zurückzuführen war. Auch der Wohnbau weitete sich im gesamten Jahresverlauf lebhaft aus; Gründe hierfür waren günstigere Steuerfreibeträge und ein durch die Zuwanderung bedingter Mangel an Wohnraum. Der ausgeprägte Umschwung bei den Anlageinvestitionen muß vor dem Hintergrund einer rückläufigen Gewinnquote, einer niedrigen Kapazitätsauslastung und der pessimistischen Stimmung im Unternehmenssektor gesehen werden; auch die Politik der Investitionsförderung in Ostdeutschland durch Steuervergünstigungen und Subventionen dürfte dabei eine Rolle spielen.

Trotz zunehmend ungenutzter Kapazitäten und sinkender Einfuhrpreise ließ der inflationäre Druck im vergangenen Jahr nicht wesentlich nach. Höhere Mieten und der Preisauftrieb im Dienstleistungssektor zehrten die günstigere Entwicklung bei den Preisen für Handelsgüter weitgehend auf. Die Nominallöhne stiegen weiterhin stark an, und das Produktivitätswachstum schwächte sich mit der fortschreitenden Rezession ab. Anfang dieses Jahres wurde jedoch für die Beschäftigten im öffentlichen Sektor eine Lohnerhöhung von 3% vereinbart, ohne daß es wie im vergangenen Jahr zu Arbeitsniederlegungen kam. Wenn dies den Tarifverhandlungen in anderen Sektoren als Anhaltspunkt dient, dürfte der Lohnkostendruck deutlich gemildert werden.

Inwieweit der jüngst abgeschlossene Solidarpakt die Lohnentwicklung und die Inflation beeinflussen wird, ist mit größerer Ungewißheit behaftet. Zunächst hatte die Regierung gehofft, durch eine umfassende Vereinbarung zur Lösung der Verteilungsprobleme den Interessen der Arbeitgeber und Arbeitnehmer sowie den unterschiedlichen Gebietskörperschaften gerecht werden zu können. Der vereinbarte Pakt betrifft bisher jedoch lediglich den Staatssektor. Im wesentlichen sieht er höhere Zahlungen an Ostdeutschland im Rahmen des Finanzausgleichs ab 1995 vor, wobei ein Teil der höheren Kostenbelastung für die westdeutschen Länder durch einen größeren Anteil an der Umsatzsteuer ausgeglichen werden soll, während der Bund seine Einnahmen durch einen Aufschlag auf die Einkommensteuer von 7½% sowie eine Anhebung der Vermögensteuern steigern will. Durch den Pakt stehen Ostdeutschland außerdem mit sofortiger Wirkung höhere Kredite zur Verfügung, während frühere Pläne fallengelassen wurden, die Kosten der Transferleistungen durch Kürzungen von Sozialausgaben abzudecken.

Während das Produktionswachstum in Westdeutschland immer mehr nachließ, wurden in Ostdeutschland Zeichen einer Belebung erkennbar, die jedoch auf einem extrem niedrigen Niveau ansetzte. Gestützt durch die Anlageinvestitionen (s. die gegenüberstehende Tabelle) stieg das reale BIP um fast 7%, obwohl der Beitrag der Agrarproduktion aufgrund der Trockenheit um 50% geringer ausfiel als im Vorjahr. Die Voraussetzungen für einen sich selbst tragenden Aufschwung sind jedoch bei weitem noch nicht gegeben. Die Inlandsnachfrage stieg im vergangenen Jahr auf fast das Doppelte des BIP; mög-

... aber kaum nachlassendem Preisauftrieb

Solidarpakt zur Lösung der Verteilungsprobleme

In Ostdeutschland Ende der Talsohle ...

Entwicklung in Ostdeutschland: Ausgewählte Indikatoren		
	1991*	1992
Realer Verbrauch der privaten Haushalte, Veränderung in Prozent	– 1,9	5,4
In Prozent der Inlandsnachfrage	52,0	50,3
Sparquote in Prozent	6,4	13,0
Reale Anlageinvestitionen, Veränderung in Prozent	14,2	24,0
In Prozent der Inlandsnachfrage	23,1	26,3
Reale Inlandsnachfrage, Veränderung in Prozent	10,6	9,0
In Prozent des BIP	192,5	196,5
Produktion, Veränderung in Prozent		
BIP	–16,5	6,8
Verarbeitendes Gewerbe	–34,3	– 1,2
Verbraucherpreise, Veränderung in Prozent	13,3	11,1
Nominallöhne je Beschäftigten, Veränderung in Prozent	32,5	40,5
In Prozent der Löhne in Westdeutschland	47,5	63,2
Produktivität, Veränderung in Prozent	– 2,6	21,0
In Prozent der Produktivität in Westdeutschland	29,0	34,8
Beschäftigung, Veränderung in Prozent	–14,4	–11,7
Kurzarbeiter, Veränderung in Prozent	6,7	–77,1
In Prozent der Beschäftigung	22,5	5,8
Arbeitslosenquote in Prozent	10,4	14,8

\* Veränderung gegenüber dem zweiten Halbjahr 1990.

... aber weiterhin Abhängigkeit von hohen Transferzahlungen

lich wurde dies durch die Transferleistungen und Subventionen aus Westdeutschland zum Ausgleich der Divergenz zwischen Lohnniveau und Produktivität in Ostdeutschland. Seit der Vereinigung wurden viele unrentable Unternehmen, insbesondere Industriebetriebe, geschlossen, und die Beschäftigung in Ostdeutschland ist um über 25% zurückgegangen, wodurch die Ausgaben für Arbeitslosenunterstützung und staatliche Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen in die Höhe getrieben wurden. Außerdem ist die Produktion je Beschäftigten im letzten Jahr zwar auf 35% des westdeutschen Niveaus gestiegen, doch entspricht dies bei weitem noch nicht der Relation bei den Löhnen (63%). Ein großer Teil der verbliebenen Unternehmen ist daher auf Subventionen aus dem Westen angewiesen, um die laufenden Produktionskosten zu decken.

Um eine weitere Verschlechterung der Ertragssituation zu verhindern, kündigten die Arbeitgeber in der Metallindustrie vor kurzem einen zuvor abgeschlossenen Tarifvertrag über eine Lohnerhöhung von 26% und boten statt dessen nur 9% an. Das Ergebnis dieses Konflikts ist noch offen, aber ein Abschluß in einem Bundesland sowie revidierte Tarifverträge in anderen Sektoren könnten auf eine langsamere Angleichung der Lohnniveaus und ein gewisses Nachlassen des Bedarfs an Subventionen hindeuten.

### Arbeitsmarktentwicklung im gegenwärtigen Konjunkturzyklus

Arbeitslosigkeit nahe bei frühem Höchststand

Die durchschnittliche Arbeitslosenquote in den OECD-Ländern stieg im vergangenen Jahr auf 8% und lag damit fast 2 Prozentpunkte über dem Niveau von 1990. Der Anstieg war somit wesentlich geringer als zur Zeit der Rezession



Anfang der achtziger Jahre, und während der Aufschwungphase 1983–89 war ein kräftiges Beschäftigungswachstum verzeichnet worden. Gleichwohl lag die Arbeitslosigkeit im vergangenen Jahr auf dem Niveau von 1982 und damit nur leicht unter dem Höchststand des Jahres 1983. Dies ist ein Anzeichen für die Ausweitung der strukturellen und der friktionellen Arbeitslosigkeit. Letztere hat ihre Ursachen zum Teil in den Umstrukturierungen, die in Europa im Vorfeld des Binnenmarktes und in Nordamerika im Zusammenhang mit der Automatisierung und den jüngst abgeschlossenen Freihandelsabkommen stattgefunden haben.

In früheren Rezessionsphasen war die Beschäftigung in der Industrie in der Regel von der Wirtschaftsschwäche am stärksten betroffen, während die Arbeitsplätze im Dienstleistungssektor eine Pufferfunktion übernahmen. Im jüngsten Abschwung verzeichnete die Beschäftigung im Dienstleistungssektor in den meisten Ländern geringere Zuwachsraten, und in einigen Fällen war sie sogar rückläufig (s. die untenstehende Tabelle). Anders als in früheren Rezessionsperioden, als die Verlangsamung des Beschäftigungswachstums im Dienstleistungssektor auf die konjunkturrempfindlichen Bereiche Handel und Verkehr

Träges Wachstum in den Dienstleistungssektoren ...

Beschäftigung in ausgewählten Ländern nach Sektoren						
Land	Sektor	1980–85	1985–90	1990	1991	1992 <sup>1</sup>
		Jahresveränderung in Prozent				
USA	Insgesamt	1,5	2,0	0,5	−0,9	0,5
	Industrie	−0,2	0,6	−1,2	−4,3	−2,0
	Dienstleistungen	2,4	2,6	1,2	0,3	1,7
	Finanzsektor <sup>2</sup>	2,9	2,5	0,5	−0,8	−0,1
Japan	Insgesamt	1,0	1,5	2,1	1,9	1,1
	Industrie	0,7	1,0	1,6	3,0	1,5
	Dienstleistungen	1,7	2,3	3,0	2,2	1,3
	Finanzsektor <sup>2</sup>	2,5	3,3	2,0	1,1	0,8
Deutschland <sup>3</sup>	Insgesamt	−0,3	1,4	2,8	1,9	0,5
	Industrie	−1,6	0,9	2,8	0,4	−0,8
	Dienstleistungen	1,0	2,3	3,2	3,3	1,7
Frankreich	Insgesamt	−0,4	0,7	1,1	0,0	−0,3
	Industrie	−2,8	−0,6	0,1	−1,5	−2,5
	Dienstleistungen	1,3	1,7	1,8	1,1	1,0
	Finanzsektor <sup>2</sup>	1,3	3,9	0,9	0,0	−0,3
Italien	Insgesamt	0,2	0,8	1,8	0,9	−0,6
	Industrie	−2,2	0,1	2,8	−0,3	−1,0
	Dienstleistungen	3,2	1,8	2,3	2,1	0,4
Großbritannien	Insgesamt	−0,6	1,8	0,4	−3,3	−2,8
	Industrie	−3,8	−0,1	−1,9	−7,0	−6,1
	Dienstleistungen	1,4	2,8	1,4	−1,7	−1,5
	Finanzsektor	2,3	3,6	−5,3	−1,8	−3,3
Kanada	Insgesamt	0,9	2,3	0,7	−1,8	−0,9
	Industrie	−1,4	1,6	−3,4	−7,3	−3,2
	Dienstleistungen	2,0	2,8	2,3	−0,3	0,2
	Finanzsektor	0,9 <sup>4</sup>	3,3	2,4	0,5	−2,2
Zu Fußnoten und Quellen s. die gegenüberliegende Tabelle.						

... und steigende  
Arbeitslosigkeit  
bei Angestellten

beschränkt blieb, waren diesmal auch das Verwaltungspersonal von Industrieunternehmen und der Finanzsektor von Kürzungen betroffen. Dies war in mehreren Ländern zu beobachten und läßt sich durch die Automatisierung und durch Überkapazitäten erklären.

Vor dem Hintergrund einer längerfristigen Zunahme der Arbeitsplätze im Dienstleistungssektor haben sich diese jüngsten Entwicklungen auch in der Aufgliederung der Arbeitslosigkeit nach Berufsgruppen und nach Regionen niedergeschlagen. Erstens war die Arbeitslosigkeit bei den Angestellten viel höher als in früheren Rezessionsphasen. In den USA entfiel mehr als die Hälfte der Zunahme der Arbeitslosigkeit auf Büroberufe, in Kanada lag der Anteil nur leicht darunter. Die Einbußen im Finanzsektor machen sich auch in der regionalen Verteilung der Arbeitslosigkeit bemerkbar. In der Regel vergrößern sich die regionalen Unterschiede bei der Arbeitslosigkeit während einer Rezession. Im Zeitraum 1989–92 fand jedoch eine beträchtliche Annäherung statt (insbesondere in Großbritannien und Australien), da die Regionen, die von den Schwierigkeiten im Finanzsektor am meisten betroffen waren, vor der Rezession die niedrigsten Arbeitslosenquoten verzeichnet hatten.

Beschäftigung in ausgewählten Ländern nach Sektoren (Forts.)						
Land	Sektor	1980–85	1985–90	1990	1991	1992 <sup>1</sup>
		Jahresveränderung in Prozent				
Australien	Insgesamt	1,2	3,3	1,6	– 1,8	– 0,5
	Industrie	–1,0	1,5	–2,6	– 6,7	– 1,6
	Dienstleistungen	2,4	4,0	3,2	0,1	0,1
	Finanzsektor <sup>2</sup>	5,3	6,2	3,3	– 2,0	0,8
Finnland	Insgesamt	0,9	0,1	–0,1	– 5,2	– 7,1
	Industrie	–0,8	–0,4	–0,3	–10,5	–11,6
	Dienstleistungen	2,7	1,7	0,7	– 2,6	– 5,2
	Finanzsektor <sup>2</sup>	5,2	4,8	1,3	– 1,3	– 3,7
Norwegen	Insgesamt	1,1	0,2	–1,1	– 1,0	– 0,2
	Industrie	–0,6	–2,0	–3,2	– 5,3	– 0,9
	Dienstleistungen	2,3	1,2	–0,1	1,4	0,5
	Finanzsektor	6,4 <sup>5</sup>	3,2	–2,6	2,0	0,0
Schweden	Insgesamt	0,3	1,0	0,9	– 1,7	– 4,1
	Industrie	–1,3	0,5	–0,1	– 4,7	– 9,7
	Dienstleistungen	1,2	1,5	1,8	– 0,3	– 1,9
	Finanzsektor	2,9	3,5	6,5	– 0,6	– 7,7
Schweiz	Insgesamt	1,1	1,2	1,3	– 0,1	– 2,0
	Industrie	–0,2	0,9	0,9	– 1,7	– 3,9
	Dienstleistungen	2,3	1,6	1,6	0,8	– 1,0
	Finanzsektor	–	1,7	2,5	0,5	– 2,5
Spanien	Insgesamt	–1,6	3,4	2,6	0,2	– 2,0
	Industrie	–4,1	4,5	4,2	– 0,9	– 3,9
	Dienstleistungen	0,5	5,4	4,0	3,0	0,1
	Finanzsektor <sup>2</sup>	2,3	8,8	5,0	7,6	– 0,8

<sup>1</sup> Vorläufig. <sup>2</sup> Finanzdienstleistungen, Versicherungen, Immobilien, Unternehmensdienstleistungen. <sup>3</sup> Nur Westdeutschland. <sup>4</sup> 1983–85. <sup>5</sup> 1981–85.  
Quellen: OECD, Labour Force Statistics; Angaben der einzelnen Länder.



Zweitens expandierten die kleinen und mittleren Unternehmen, die in früheren Aufschwungphasen die meisten neuen Arbeitsplätze geschaffen hatten, im vergangenen Jahr relativ langsam. Am ausgeprägtesten war diese Erscheinung in den USA, wo diese Unternehmen zwei Drittel aller Erwerbstätigen beschäftigen; auf sie entfielen 80% der in den achtziger Jahren neu geschaffenen Arbeitsplätze. Auch in Kanada, Japan, Großbritannien und Schweden wurde diese Entwicklung sichtbar, und sie könnte vielleicht mit der restriktiveren Vergabe von Bankkrediten im Zusammenhang stehen. Anders als größere Unternehmen, die sich am Markt Kapital beschaffen können, sind kleine und mittlere Unternehmen fast ausschließlich auf Bankkredite angewiesen und daher von strengeren Kreditvergabekriterien besonders hart betroffen.

Niedriges  
Wachstum bei  
kleinen Unter-  
nehmen

Drittens haben viele Unternehmen offensichtlich ihre Personalfreisetzungs- und Einstellungspolitik geändert. In einigen Ländern gibt es klare Anzeichen dafür, daß die Unternehmen ihre Beschäftigung bei einem schwächeren Produktionswachstum rascher anpassen, während sie bei einem beginnenden Wirtschaftsaufschwung nur langsam neue Mitarbeiter einstellen. Daher läßt sich das rückläufige Wachstum der Lohnstückkosten in den Ländern, die am tiefsten in die Rezession gerieten, beinahe zur Hälfte durch eine bemerkenswerte Stärkung des Produktivitätswachstums erklären (s. die nebenstehende Tabelle). Plötzliche Steigerungen des Produktivitätszuwachses waren auch in der Vergangenheit zu beobachten, und die Abflachung in der Entwicklung der Lohnstückkosten ist überdies zum Teil der einmalige Effekt einer Reduzierung der Personalstände und das Resultat einer Verschiebung von der Vollzeit- zur Teilzeitbeschäftigung mit dem Ziel, die Sozial-, Krankenversicherungs- und Pensionsbeiträge zu verringern. Die Produktivitätsfortschritte könnten jedoch mehr als nur vorübergehender Natur sein, denn sie begannen kurz nach oder sogar vor dem Erreichen der Talsohle in der Produktion, und es wurden nur in geringem Ausmaß Personalreserven aufgebaut. Ferner waren die Produktivitätsfortschritte nicht nur auf die Industrie beschränkt, sondern auch im Dienstleistungssektor zu beobachten, wo ein stärkerer internationaler Wettbewerb und die Automatisierung ihren Niederschlag fanden. In einem Umfeld niedriger Inflationsraten besteht für die Unternehmen zudem ein starker Anreiz, die Kosten zu senken und die Arbeitsproduktivität zu steigern.

Geänderte Frei-  
setzungs- und  
Einstellungs-  
politik ...

... begleitet von  
höherer Produk-  
tivität ...

Da der Anstieg des Produktivitätswachstums in den Ländern, die am tiefsten in die Rezession gerieten, am stärksten ausgeprägt war, kann man noch nicht sagen, wie lange er anhalten wird. Doch selbst wenn es sich im wesentlichen um eine zyklische Erscheinung handelt, werden die kurzfristigen Beschäftigungsaussichten davon beeinflußt werden, in welchem Verhältnis die permanenten im Vergleich zu den vorübergehenden Arbeitsplatzverlusten zugenommen haben. Weil es schwieriger ist, völlig weggefallene Arbeitsplätze wieder zu besetzen, als vorübergehend freigesetzte Mitarbeiter wieder einzustellen, wird eine Zeitlang eine stärkere Produktionsausweitung nötig sein, um ein ebenso hohes Beschäftigungswachstum zu bewirken wie in der Vergangenheit. Darüber hinaus könnte die friktionelle Arbeitslosigkeit hoch bleiben, da die Besetzung neuer Arbeitsplätze oft den Umzug und die Umschulung der Arbeitnehmer erfordert.

... und  
niedrigerer  
Beschäftigung

Global gesehen wird die Entwicklung der Arbeitslosigkeit in nächster Zeit

Veränderung der Zunahme der Lohnstückkosten, der Löhne und der Produktivität sowie Entwicklung der Arbeitslosenquote <sup>1</sup>					
Land	Lohnstückkosten	Löhne	Produktivität	Arbeitslosenquote	Nachrichtlich: Durchschnittliche Zunahme der Lohnstückkosten 1989–91
	Prozentpunkte				
Finnland	–12,7	–8,8	3,9	7,5	7,1
Schweden	– 6,5	–3,9	2,6	2,7	9,0
Australien	– 5,5	–4,0	1,5	2,6	6,2
Großbritannien	– 5,0	–2,3	2,7	3,0	9,0
USA	– 4,0	–1,5	2,5	1,3	4,1
Kanada	– 3,6	–1,0	2,6	2,0	5,4
Schweiz	– 3,5	–2,8	0,7	2,0	5,2
Italien	– 2,0	–2,0	0,0	0,0	7,1
Frankreich	– 1,5	–0,5	1,0	1,0	2,9
Norwegen	– 1,2	–1,6	–0,4	0,6	3,0
Spanien	– 0,7	1,0	1,7	2,1	5,5
Belgien	– 0,5	–1,6	–1,1	1,3	3,4
Japan	– 0,5	–3,0	–2,5	0,1	1,8
Dänemark	1,0	–1,0	–2,0	1,0	1,0
Niederlande	1,0	0,8	–0,2	–0,4	1,1
Deutschland <sup>2</sup>	1,5	0,1	–1,4	0,0	2,2
Österreich	2,0	0,2	–1,8	0,2	2,3

<sup>1</sup> Veränderungen der durchschnittlichen *Zunahmen* zwischen 1990/91 und vorläufigen Angaben für 1992 im Unternehmenssektor (Arbeitslosigkeit: *Veränderung des Niveaus* in der Gesamtwirtschaft). <sup>2</sup> Nur Westdeutschland.

Quellen: OECD, Economic Outlook; eigene Schätzungen.

Der Arbeitsmarkt in Japan und Deutschland

auch von der Situation in den beiden Ländern abhängen, die sich in der Anfangsphase der Rezession befinden, nämlich Japan und Deutschland. Der japanische Arbeitsmarkt hat sich angesichts der Nachfrageschwäche bisher als bemerkenswert widerstandsfähig erwiesen; die Arbeitslosenquote blieb praktisch stabil, und das Verhältnis der offenen Stellen zu den Arbeitsuchenden liegt noch deutlich über dem Tiefstand von Mitte der achtziger Jahre. In Deutschland sind dagegen sowohl die Arbeitslosigkeit als auch die Anzahl der Kurzarbeiter erheblich gestiegen.

### Weitere Dämpfung der Inflation

Historischer Tiefstand der Inflation ...

Der Anstieg der Verbraucherpreise in den Industrieländern flachte sich bis Ende letzten Jahres auf nur 3¼% ab. Damit war die Teuerungsrate um fast 1 Prozentpunkt niedriger als 1991 (s. die umstehende Tabelle) und lag auf dem niedrigsten Stand seit Anfang der sechziger Jahre. Anders als während der Verlangsamung des Preisauftriebs von 1990 bis 1991, hinter der in erster Linie einmalige Ölpreiseffekte standen, war das Ergebnis im letzten Jahr weitgehend auf inländische Preis- und Lohnentwicklungen zurückzuführen. Der Anstieg der Lohnstückkosten verlangsamte sich in vielen Ländern, und im Sektor der handelsfähigen Güter waren die Preissteigerungen besonders niedrig. Außerhalb



Anstieg der Verbraucherpreise								
Land	1982–89	1990	1991	1992				1993
				März	Juni	Sept.	Dez.	März
	Jahresveränderung in Prozent, auf der Basis von Angaben zum Periodenende <sup>1</sup>							
USA	3,7	6,1	3,1	3,2	3,1	3,0	2,9	3,1
Japan	1,4	3,8	2,7	2,0	2,3	2,0	1,2	1,2
Deutschland <sup>2</sup>	1,6	2,8	4,2	4,8	4,3	3,6	3,7	4,2
Frankreich	4,6	3,4	3,1	3,2	3,0	2,6	2,0	2,2
Italien	7,3	6,4	6,0	5,4	5,4	5,1	4,6	4,2
Großbritannien	5,3	9,3	4,5	4,0	3,9	3,6	2,6	1,9
Kanada	4,3	5,0	3,8	1,6	1,1	1,3	2,1	1,9
Australien	7,4	6,9	1,5	1,7	1,2	0,7	0,3	1,2
Belgien	3,4	3,5	2,8	2,7	2,6	2,3	2,4	2,9
Dänemark	4,7	1,9	2,3	2,6	2,3	2,0	1,5	1,1
Finnland	5,5	4,9	3,9	2,8	2,7	2,6	2,1	2,7
Griechenland	17,7	22,9	18,0	18,3	15,1	15,3	14,4	16,4
Irland	5,0	2,7	3,6	3,7	3,6	2,8	2,3	1,9
Israel	89,6	17,6	18,0	17,3	12,2	8,0	9,4	10,8
Neuseeland	9,6	4,9	1,0	0,8	1,0	1,0	1,3	1,0
Niederlande	1,3	2,6	4,9	4,2	4,0	3,4	2,6	2,3
Norwegen	6,4	4,4	2,9	2,5	2,5	2,0	2,2	2,5
Österreich	2,7	3,5	3,1	4,1	4,0	3,9	4,2	3,9
Portugal	16,1	13,7	9,2	8,5	9,5	9,1	8,4	7,3
Schweden	6,3	10,9	8,1	2,6	2,1	2,5	1,9	4,9
Schweiz	2,4	5,3	5,2	4,9	4,2	3,5	3,4	3,6
Spanien	7,8	6,5	5,5	6,9	6,2	5,8	5,4	4,0
Türkei	50,8	60,4	71,1	78,7	65,8	67,7	66,0	58,0
Durchschnitt <sup>4</sup>	4,5	5,8	4,1	4,0	3,7	3,5	3,2	3,2

<sup>1</sup> Australien, Irland, Neuseeland: Quartalsangaben.   <sup>2</sup> Nur Westdeutschland.   <sup>3</sup> Neuer Index.   <sup>4</sup> Gewogener Durchschnitt auf der Basis der Wechselkurse und Konsumgewichte von 1990.

dieses Sektors paßte sich die Preisentwicklung dagegen zögernder an, und das Gefälle zwischen dem Preisauftrieb im Dienstleistungssektor und der allgemeinen Inflationsrate vergrößerte sich (s. die gegenüberstehende Tabelle).

Eine wichtige Ausnahme von der gedämpfteren Preisentwicklung bildete Deutschland. Zum Teil beeinflusst durch die deutsche Lohnentwicklung, nahm die Inflation in Österreich zu und verminderte sich in Belgien nur geringfügig. In den Niederlanden, die im Zeitraum 1985–90 die niedrigste durchschnittliche Inflationsrate verzeichnet hatten, ließ die Wirkung von Sonderfaktoren (s. S. 21) immer mehr nach. In den beiden Ländern, die explizite Inflationsziele aufgestellt hatten (Kanada und Neuseeland), lag die Teuerungsrate 1992 unter bzw. knapp oberhalb der Untergrenze des Zielkorridors. Bemerkenswert war ferner, daß die meisten Länder, deren Wechselkurse nachgaben, ihre Inflationsrate senken konnten. Eine schwache Inlandsnachfrage und die schlechtere Arbeitsmarktlage wirkten dämpfend, außerdem aber scheinen die mit der Verschlechterung der Wechselkursrelationen verbundenen Terms-of-trade-Verluste durch eine langsamere Steigerung der Reallöhne und engere Gewinnspan-

... bei Unterschieden von Land zu Land

Abstand zwischen der Entwicklung der Dienstleistungspreise und der allgemeinen Preisentwicklung in ausgewählten Ländern <sup>1</sup>			
Land	1990	1991	1992
	Prozentpunkte		
USA	0,1	0,9	0,9
Japan	0,0	−0,6	1,1
Deutschland <sup>2</sup>	0,1	0,2	1,6
Frankreich	0,7	1,0	2,0
Italien	1,2	1,1	1,6
Großbritannien <sup>3</sup>	0,2	3,5	2,6
Kanada	0,9	0,7	0,8
Belgien	−0,3	1,2	1,8
Schweiz	0,8	2,1	2,5
Spanien	1,9	2,8	2,9

<sup>1</sup> Veränderung der Dienstleistungskomponente im Verbraucherpreisindex in Prozent abzüglich Veränderungen im Index insgesamt. <sup>2</sup> Nur Westdeutschland. <sup>3</sup> Ohne Hypothekarzinszahlungen.

nen „absorbiert“ worden zu sein. Dies war in Italien, Kanada, Australien und Finnland der Fall, während die Nominallohne in Spanien aufgrund eines inflexiblen Arbeitsmarktes nach wie vor vergleichsweise stark ansteigen.

### Inflationsrückgang, hohe Realzinsen und das Entstehen von Zielkonflikten in Europa

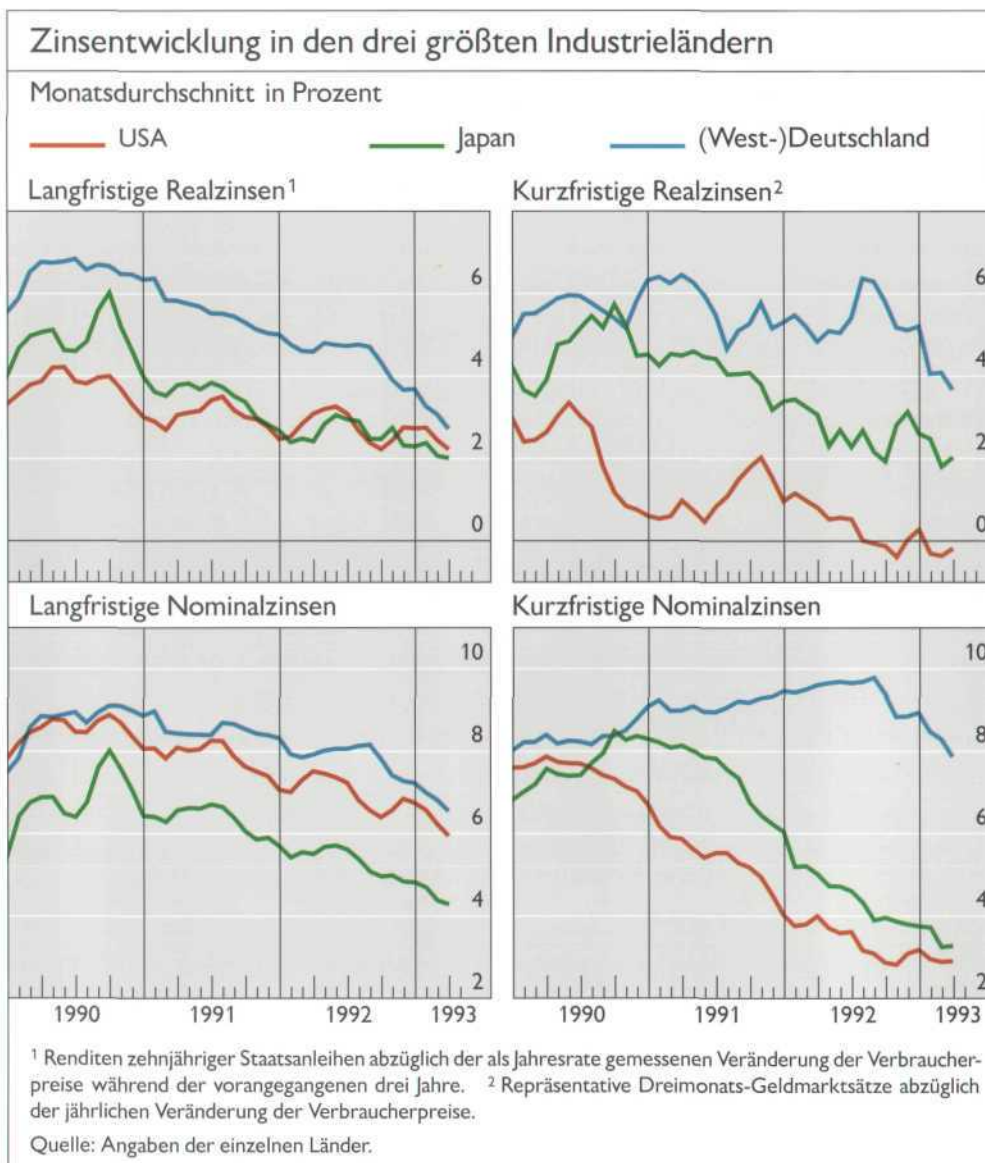
Der anhaltende Preisauftrieb in Deutschland ließ der Notenbank wenig Spielraum für eine frühe Lockerung der Geldpolitik. Aufgrund der Währungsbindungen im EWS-Wechselkursmechanismus entstand eine wachsende Spannung zwischen den externen Wechselkurszwängen und den Möglichkeiten der Wirtschaftspolitik, die deutlicher als erwartet ausfallende Schwäche der Inlandsnachfrage zu bekämpfen.

Die weltweite Zinsentwicklung beeinflusst das Zinsniveau in den meisten Industrieländern mit einem offenen Kapitalmarkt. Doch in einem System freischwankender Wechselkurse können unterschiedliche konjunkturelle Entwicklungen und wirtschaftspolitische Strategien trotzdem zu erheblichen kurzfristigen Abweichungen von diesen globalen Trends führen. Solche asynchronen Entwicklungen spielten während des derzeitigen Abschwungs eine große Rolle. Wie die umstehende Grafik zeigt, folgten die deutschen Renditen dem weltweiten Abwärtstrend der langfristigen Zinsen. Ende 1992 waren die langfristigen Realzinsen in Deutschland – verglichen mit dem Höhepunkt des gegenwärtigen Konjunkturzyklus – um rund 3 Prozentpunkte gesunken, was etwa zur Hälfte auf die niedrigeren langfristigen Nominalzinsen zurückzuführen war. In den USA war der Rückgang der langfristigen Realzinsen im selben Zeitraum dagegen mit 1 Prozentpunkt längst nicht so stark.

Betrachtet man die kurzfristigen Zinsen, so ist das Bild weniger einheitlich. Während die kurzfristigen Realzinsen – vor allem aufgrund frühzeitiger rascher Senkungen der Nominalsätze – sowohl in Japan als auch in den USA auf 2% oder darunter zurückgegangen waren, blieben sie in Deutschland fast im gesamten

Sinkende langfristige Zinsen ...





Jahr 1992 zwischen 5% und 6%. Erst im September vergangenen Jahres kehrte sich der Aufwärtstrend der kurzfristigen Nominalzinsen um.

Die hohen kurzfristigen Zinssätze in Deutschland haben die Lage an den Finanzmärkten in den Ländern Europas stark beeinflusst, deren Währungen – entweder im EWS-Wechselkursmechanismus oder durch eine einseitige Bindung an die ECU – an die D-Mark gekoppelt sind. Nach einer beeindruckenden Verringerung des nominalen Zinsgefälles gegenüber Deutschland Anfang der neunziger Jahre hatte sich die Annäherung der kurz- und langfristigen Nominalzinsen in den meisten europäischen Ländern Anfang 1992 verlangsamt. Von Mai 1990 bis Mai 1992, vor dem dänischen Referendum und dem Ausbruch der Krise an den Devisenmärkten, verringerte sich der Abstand der kurzfristigen Nominalzinsen gegenüber Deutschland um durchschnittlich 2 Prozentpunkte. Am stärksten reduzierte sich das Gefälle in Ländern wie Großbritannien, Spanien, Schweden und Norwegen, wo die Zinsen 1990 erheblich höher gewesen waren als in Deutschland.

... bei konvergierenden Nominalzinsen

Auseinander-  
laufende  
Realzinsen ...

Gleichzeitig verringerten sich bei vielen Partnerländern Deutschlands im EWS-Wechselkursmechanismus und in den nordischen Ländern die Preissteigerungsraten. In den letzten drei Jahren nahm die Inflation in Frankreich, Dänemark und Belgien im Durchschnitt einen günstigeren Verlauf als in Deutschland. Sogar in Schweden und Großbritannien waren die Preissteigerungen im letzten Jahr geringer als in Deutschland. Da dieser relative Inflationsrückgang die Verminderung der nominalen Zinsdifferenzen in den meisten Ländern mehr als ausglich, stiegen die kurz- und langfristigen Realzinsen gegenüber Deutschland an. Je mehr die konjunkturelle Entwicklung in Europa auseinanderlief, um so deutlicher wurde der Konflikt zwischen hohen Zinsen und der jeweiligen Wirtschaftssituation im Inland.

... wegen  
spezifischer  
Faktoren ...

Die konjunkturellen Divergenzen innerhalb Europas sind zum Teil auf länderspezifische Entwicklungen zurückzuführen, die dazu beitrugen, daß die Inflation viel schneller zurückging als erwartet, und die den geldpolitischen Kurs, der in Verbindung mit der Politik eines festen Wechselkurses steht, restriktiver werden ließen. In Finnland, Norwegen und Schweden waren strukturelle Ungleichgewichte und Probleme bei der Umstrukturierung im Finanzsektor für die Konjunkturentwicklung von großer Bedeutung, und in Großbritannien spielten auch Bilanzprobleme eine wichtige Rolle. Der rasche Inflationsrückgang und die sinkenden Preise für Vermögenswerte in diesen Ländern erinnern an einen „Schuldendeflationszyklus“: Hohe reale Schuldenlasten zwingen die privaten Haushalte und die Unternehmen, ihre Realausgaben zu kürzen, was eine weitere Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit bzw. Verminderung der Teuerung nach sich zieht. Eine weitere asymmetrische Entwicklung entstand in Europa durch die Nachfrageimpulse nach der deutschen Vereinigung. Die EG-Mitgliedstaaten verzeichneten dadurch 1991 und 1992 ein um schätzungsweise  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt höheres durchschnittliches Wachstum, aber abhängig vom Grad der Verflechtung mit der deutschen Volkswirtschaft gab es natürlich Unterschiede von Land zu Land. In den Ländern mit den engsten Beziehungen zu Deutschland war der Nachfrageschub größer als die Nachteile durch höhere Zinsen. Länder mit weniger intensiven Handelsbeziehungen bekamen die höheren Zinsen ebenso zu spüren, ihre Exporte wurden dagegen nur mäßig stimuliert.

... und Effekten  
der deutschen  
Vereinigung

Zunehmende  
Divergenzen  
nach dem  
dänischen  
Referendum

Nach dem dänischen Referendum im Juni 1992 fand die Annäherung der Nominalzinsen ein abruptes Ende. In den meisten Ländern, die ihre Zinsen erhöhen mußten, um ihre Wechselkursbindungen zu verteidigen, ist die Inflationsrate seit Juni erneut um  $\frac{1}{2}$ –1 Prozentpunkt gesunken, wodurch sich der Abstand der Realzinsen noch mehr vergrößerte. Von den drei Ländern, die kaum höhere Zinsen aufwiesen (Belgien, die Niederlande und Österreich), verzeichneten dagegen nur die Niederlande einen deutlichen Inflationsrückgang. Schließlich trug in einigen Ländern das mit dem Wechselkursziel verbundene Realzinsniveau angesichts der zunehmenden binnenwirtschaftlichen Probleme zu der Entscheidung für Abwertungen oder die Aufgabe von Wechselkursbindungen bei.



## Haushaltspolitik und wachsende Staatsverschuldung

### *Die Haushaltsentwicklung im jüngsten Konjunkturzyklus*

In den achtziger Jahren erfolgte in den meisten Industrieländern eine Neuorientierung der Budgetpolitik mit dem Ziel einer mittelfristigen Konsolidierung, nachdem sich die Haushaltsdefizite und die öffentliche Verschuldung in den siebziger Jahren ausgeweitet hatten. Diese Neuorientierung führte zu einer Verbesserung des durchschnittlichen Primärsaldos im OECD-Raum in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre. Außerdem wurde der finanzpolitische Kurs nunmehr zunehmend daran gemessen, inwieweit die Haushaltsdefizite vom mittelfristigen Konsolidierungspfad abwichen.

In der jüngsten Phase zögernden Wirtschaftswachstums gingen von der Haushaltspolitik geringere Impulse aus als in früheren Erholungsphasen. In vielen Ländern wurde der Spielraum der Finanzpolitik durch die Notwendigkeit eingeschränkt, mittelfristig die hohen Schuldenstände zu reduzieren. In Ländern, die sich an einem Wechselkursziel orientierten, glaubte man zudem, daß eine Abweichung von der mittelfristigen Strategie die Glaubwürdigkeit einer Politik des festen Wechselkurses und einer stabilitätsorientierten Geldpolitik beeinträchtigen würde. Gleichzeitig wurde der Einsatz der traditionellen fiskalpolitischen Instrumente in Ländern, in denen Unternehmen und private Haushalte Bilanzumstrukturierungen vornahmen, dadurch eingeschränkt, daß Erhöhungen der Zinssätze und der Zinsbelastungen zu vermeiden waren.

Wie die gegenüberstehende Tabelle zeigt, verschlechterte sich der Finanzierungssaldo in den letzten drei Jahren in den meisten Ländern dennoch beträchtlich. Der Konjunkturabschwung bewirkte durch den Einfluß der automatischen Stabilisatoren auf Einnahmen und Ausgaben eine Umkehr der zuvor eingeleiteten Verbesserung des Primärsaldos. In einer Anzahl von Ländern wurde diese zyklische Verschlechterung noch verstärkt, und zwar durch die Auswirkungen hoher Zinsen und niedriger Wachstumsraten auf die mit der bestehenden Staatsverschuldung verbundene Zinsbelastung bzw. – in einigen Fällen – durch diskretionäre Maßnahmen. In manchen Ländern verschärfte sich dadurch das Problem der Tragfähigkeit der jetzigen Finanzpolitik, d.h. das Problem, inwieweit an dem eingeschlagenen Einnahmen- und Ausgabenpfad festgehalten werden kann, ohne daß die Verschuldung in Relation zum BIP steigt. Die in der gegenüberstehenden Tabelle dargestellte (auf eine Periode bezogene) Stabilisierungslücke zeigt, wie stark der Primärsaldo im nächsten Jahr angepaßt werden muß, um das Verhältnis der Nettoverschuldung zum BIP auf seinem Niveau von 1992 zu stabilisieren. Sie umfaßt zwei Komponenten: die Relation des Primärdefizits zum BIP und den Zinsbelastungseffekt. Letzterer bewirkt immer dann eine Erhöhung der Schuldenquote, wenn die Durchschnittsverzinsung der Verbindlichkeiten des Staates höher ist als das Wachstum des nominalen BIP. Ausgehend von den derzeitigen Schätzungen der Zinsen und der nominalen BIP-Wachstumsraten für 1993 kann diese Stabilisierungslücke auch interpretiert werden als die Erhöhung der Verschuldungsquote im nächsten Jahr, die sich ergibt, wenn der Saldo des Primärhaushalts unverändert bleibt.

Die Zahlenangaben in der Tabelle deuten darauf hin, daß sich die jüngste

Im jüngsten Konjunkturzyklus eingengter finanzpolitischer Spielraum ...

... aber noch immer erhebliche Verschlechterung ...

... die Fragen der Tragfähigkeit aufwirft

Staatliche Finanzierungssalden und Gesamtverschuldung der öffentlichen Haushalte									
Land	1989			1992			Zinsbe- lastungs- effekt <sup>1</sup>	Stabili- sierungs- lücke <sup>2</sup>	
	Brutto- ver- schuldung	Finanzierungssaldo		Brutto- ver- schuldung	Finanzierungssaldo				Netto- ver- schuldung
		Nettoaus- leihungen	Primär- saldo		Nettoaus- leihungen	Primär- saldo			
in Prozent des BIP									
Belgien	130,5	– 6,4	3,1	135,8	– 7,0	2,9	124,5	6,9	4,0
Italien	97,9	– 9,9	–1,5	107,3	–10,1	0,4	105,7	5,6	5,2
Irland	108,0	– 1,1	5,2	96,8	– 2,8	3,5	96,5	1,1	–2,4
Griechenland	76,3	–17,7	–9,5	92,3	–10,6	1,0	89,5	4,8	3,8
Kanada	69,5	– 3,0	1,8	83,0	– 6,4	–1,0	54,7	2,5	3,5
Niederlande	77,8	– 5,5	–0,5	79,2	– 3,9	1,3	62,0	3,7	2,4
Japan	70,6	2,5	3,4	66,2	1,8	2,0	4,2	0,1	–1,9
USA	54,0	– 1,5	0,5	63,2	– 4,7	–2,5	38,0	0,0	2,5
Dänemark	58,5	– 0,5	3,3	62,4	– 2,5	1,2	29,5	2,9	1,7
Schweden	48,4	5,6	6,0	54,8	– 9,1	–8,6	5,0	3,2	11,8
Österreich	56,9	– 2,8	0,3	55,7	– 2,1	1,1	55,5	1,7	0,6
Frankreich	47,5	– 1,1	1,1	51,3	– 3,7	–1,0	29,7	2,1	3,1
Spanien	47,0	– 2,8	0,3	51,7	– 4,7	–0,8	36,0	1,7	2,5
Deutschland <sup>3</sup>	43,2	0,1	2,3	44,2	– 3,1	–0,4	24,5	2,0	2,4
Norwegen	42,7	1,6	–0,9	43,4	– 2,8	–4,2	–17,0	–0,1	4,1
Großbritannien	36,8	0,9	3,3	40,5	– 6,4	–4,6	35,5	0,9	5,5
Australien	27,0	1,5	3,3	29,3	– 4,5	–2,9	15,5	0,6	3,5
Finnland	16,4	2,9	3,3	31,4	– 8,9	–7,8	13,0	2,7	10,5

<sup>1</sup> Berechnet durch Multiplizieren der Nettoverschuldungsquote von 1992 mit dem Faktor  $(i-g)/(1+g)$ , wobei  $i$  = veranschlagte durchschnittliche Verzinsung der Nettoverschuldung von 1993 und  $g$  = veranschlagte Wachstumsrate des nominalen BIP für 1993. <sup>2</sup> Zinsbelastungseffekt abzüglich der Relation des Primärsaldos zum BIP. Ein positives Vorzeichen weist auf eine Stärkung des Primärsaldos hin, die erforderlich ist, um die Nettoverschuldungsquote stabil zu halten. <sup>3</sup> Vor 1991: nur Westdeutschland.

Quellen: OECD, Economic Outlook; eigene Schätzungen.

In den meisten Ländern ansteigende Verschuldungsquoten

Erhöhung der Verschuldung in Relation zum BIP nach den derzeitigen Annahmen auch 1993 fortsetzen wird. Betrachtet man die derzeitigen Primärsalden, so dürften nur Irland und Japan in der Lage sein, eine Erhöhung zu vermeiden. In den meisten anderen Ländern würde die Stabilisierung der Schuldensituation eine deutlich straffere Finanzpolitik erfordern, die in manchen Ländern über ein realistisches Maß hinausgehen dürfte. Die relative Bedeutung der beiden Ursachen für den Schuldenaufbau ist in den gering- und in den hochverschuldeten Ländern höchst unterschiedlich. Die meisten Länder mit niedrigem Schuldenstand hatten 1992 eine beträchtliche Lücke in ihrem Primärhaushalt. Hauptsächlich aufgrund zyklischer Faktoren, aber auch bedingt durch einige stimulierende Haushaltsmaßnahmen erhöhte sich ihr Primärdefizit in den letzten drei Jahren um durchschnittlich 4,5%.

Jüngste Entwicklungen in den größten Ländern

Von den sieben größten Ländern weist Großbritannien die deutlichste Verschlechterung im Primärhaushalt auf, was auf eine verhältnismäßig tiefe Rezession und eine Anzahl expansiver Maßnahmen zurückzuführen war. Auch in den USA, Deutschland und Frankreich wandelte sich der Überschuß im Primärhaushalt in ein Defizit. Bei der relativ starken Ausweitung der Verschuldungsquote in den USA wirkten sich insbesondere die Maßnahmen zur Rettung des Einlagensicherungssystems und zur Umstrukturierung des Spar- und Darlehenssektors aus. Eine Rolle spielte jedoch auch das wachsende strukturelle



Defizit, vor allem im Bundeshaushalt. In Deutschland ist die ausgewiesene Staatsverschuldung nur mäßig angestiegen, doch werden die budgetären Kosten der Einheit darin zu niedrig ausgewiesen, weil manche Verbindlichkeiten erst nach 1992 fällig werden und andere Verschuldungsoperationen (insbesondere im Rahmen des Fonds „Deutsche Einheit“, des Kreditabwicklungsfonds und der Treuhandanstalt) außerhalb des Haushalts abgewickelt werden. Frankreich befand sich zu Beginn der Rezession in einer relativ günstigen Position, aber durch eine Reihe beschäftigungsfördernder Maßnahmen hat sich der Primärsaldo leicht verschlechtert. In Japan schließlich vergrößerte sich das Staatsdefizit nur wenig, was zum Teil damit zusammenhing, daß der Konjunkturabschwung hier später einsetzte als in anderen Ländern.

Als einziges der kleineren Länder in der Gruppe der Länder mit niedrigem bis mittlerem Schuldenstand konnte Österreich seinen Überschuß im Primärhaushalt sogar vergrößern, wobei ihm vor allem zugute kam, daß der Konjunkturabschwung erst im letzten Jahr einsetzte, während sich der Nettofinanzierungsbedarf in Dänemark und Spanien um rund 2% ausweitete. Am meisten verschlechterte sich die Lage in den drei nordischen Ländern und in Australien; der Hauptgrund war in allen Fällen die tiefe Rezession.

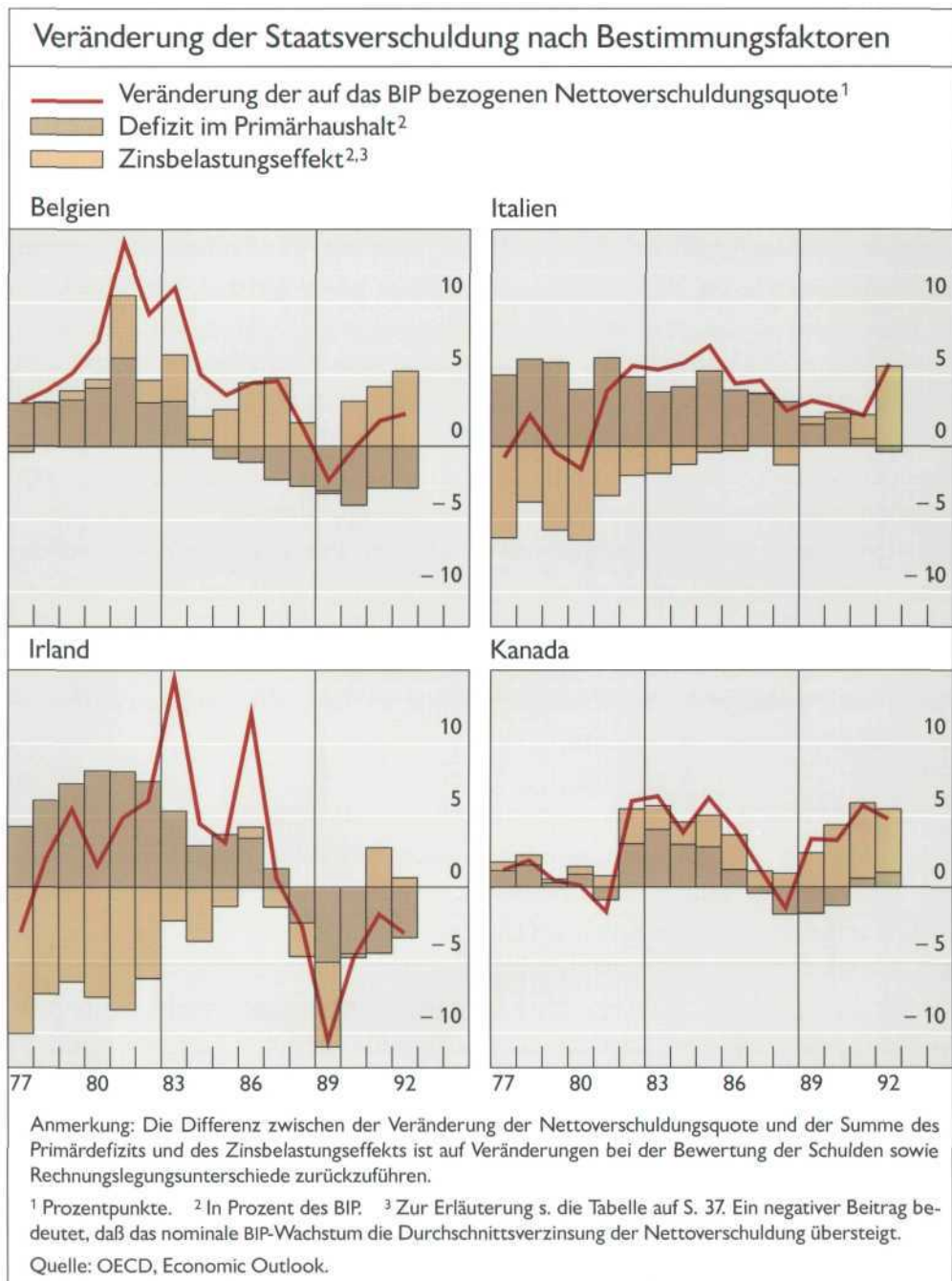
Dagegen haben die meisten hochverschuldeten Länder einen positiven Primärhaushalt. Da die hochverschuldeten Länder erkannten, daß die Kosten der Primärdefizite – selbst wenn diese Defizite auf das Wirken automatischer Stabilisatoren zurückzuführen sind – sehr hoch sein können, hielten sie es für erforderlich, die Wirkung der fiskalischen Stabilisatoren soweit wie möglich zu neutralisieren, um immer größer werdende künftige Schuldendienstzahlungen zu verhindern. Seit Herbst vergangenen Jahres haben die Regierungen praktisch aller hochverschuldeten Länder zusätzliche fiskalpolitische Maßnahmen ergriffen, um die Auswirkungen der schlechter werdenden Konjunkturaussichten auf ihren Finanzierungsbedarf auszugleichen.

Die jüngste Verschlechterung der öffentlichen Finanzlage in den hochverschuldeten Ländern ist in erster Linie auf den Zinsbelastungseffekt zurückzuführen. Wenn sich die Verschuldung in einer Größenordnung von 100% des BIP bewegt, läßt jede Vergrößerung des Abstands zwischen der Durchschnittsverzinsung und der nominalen Wachstumsrate die Schuldenquote im selben Ausmaß ansteigen. Auch in einigen nordischen Ländern zeichnet sich die Gefahr beträchtlicher Zinsbelastungseffekte ab. Zwar sind die Nettoverschuldungsquoten dieser Länder noch niedrig, doch zeigt ein historischer Vergleich mit einigen hochverschuldeten Ländern, daß eine ähnliche Situation dort zu einer raschen Ausweitung der Staatsverschuldung im Vergleich zum BIP geführt hat. Belgien, Italien und Irland hatten 1974 zunächst eine Staatsverschuldung von 50–60% des BIP aufgewiesen und verbuchten im weiteren Verlauf der siebziger und Anfang der achtziger Jahre erhebliche Defizite im Primärhaushalt, die zu einem allmählichen Anstieg der Verschuldungsquote führten, obwohl das Nominalwachstum höher war als das Zinsniveau. Kanada wies dagegen bis Anfang der achtziger Jahre eine sehr niedrige Nettoverschuldungsquote auf, erlebte dann jedoch eine rasche Zunahme der Staatsschuld, bedingt durch hohe Primärdefizite und in dieselbe Richtung gehende Zinsbelastungseffekte, die zum Teil die Folge der schweren Rezession 1981/82 waren.

In den hochverschuldeten Ländern Primärüberschuß ...

... aber hohe Zinslasten

Frühzeitiger Anstieg der öffentlichen Verschuldung ...



... gefolgt von  
Änderungen der  
finanzpolitischen  
Strategien ...

Wie die obenstehende Grafik zeigt, änderten alle vier Länder in den achtziger Jahren ihren Kurs zu verschiedenen Zeitpunkten und in unterschiedlichem Tempo. Belgien nahm relativ früh eine finanzpolitische Kurskorrektur vor, hatte aber 1992 noch immer die höchste Verschuldungsquote, wobei einer der Hauptgründe die Zinsbelastung war. Wie in Kanada setzte dieser „Schneeball-effekt“ bei der Zinsbelastung in Belgien sehr früh ein und bewirkte seit Anfang der achtziger Jahre praktisch jährlich eine weitere Schuldenanhäufung. In Italien und Irland begann die expansive Wirkung der Zinsbelastung auf die Schuldenquote erst später, wobei die zeitlichen Verschiebungen beim Inflationsrückgang eine wichtige Rolle gespielt haben dürften. In Belgien fing der Preisauftrieb in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre an nachzulassen, und die Inflationsrate sank von 12–13% auf unter 4%. Da die Nominalzinsen nur



langsam an die niedrigere Teuerungsrate angepaßt wurden, vergrößerte sich aber der Abstand zum Nominalwachstum erheblich, wodurch mit 4 Prozentpunkten zum Anstieg der Verschuldungsquote 1981 beigetragen wurde. In Italien wurden dagegen bis 1985 noch zweistellige Inflationsraten ausgewiesen, und der Abstand zwischen den Nominalzinsen und dem Nominalwachstum blieb in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre unter 2 Prozentpunkten. Eine weitere Senkung der Inflation und ein geringes Wachstum Anfang der neunziger Jahre ließen den Abstand größer als je zuvor werden, was 1992 über 5 Prozentpunkte zur geschätzten Verschuldungsquote beitrug. Die Folgen für den weiteren Schuldenaufbau in Italien sind besonders beunruhigend und machen eine Verbesserung des Primärhaushalts erforderlich. Mit dem Rückgang des Preisauftriebs in Kanada seit der Einführung des Inflationsziels gingen gleichermaßen große und in dieser Höhe noch nie dagewesene Beiträge der Zinsbelastungen zum Aufbau der Staatsverschuldung einher.

Daß Irland seit 1986 vergleichsweise besser abschnitt, hat zwei Gründe. Irland entschloß sich zu einer radikalen Verbesserung des Saldos im Primärhaushalt und konnte seine Zinsbelastung durch eine Mittelaufnahme in Fremdwährung begrenzen. So war die Regierung in der Lage, die Finanzierungskosten zu reduzieren, solange die Wechselkursbindung im EWS-Wechselkursmechanismus beibehalten werden konnte.

#### *Haushaltspläne für 1993*

Wenn man die oben beschriebene Entwicklung betrachtet, so sind in der jetzigen Situation nur sehr wenige Länder in der Lage, expansive finanzpolitische Maßnahmen zu ergreifen. Die neue US-Regierung hat kurzfristige Schritte dieser Art im Umfang von weniger als 0,5% des BIP vorgeschlagen (wobei die Gefahr einer Ablehnung im Kongreß groß ist), während gleichzeitig das Defizit im Bundeshaushalt im Verhältnis zum BIP in den nächsten fünf Jahren durch steuerliche Maßnahmen und Ausgabenkürzungen halbiert werden soll. In Japan werden die im August letzten Jahres ergriffenen Maßnahmen ihre Wirkung im wesentlichen in der ersten Hälfte dieses Jahres entfalten. Der Haushalt für 1993/94 sieht eine weitere Erhöhung der Ausgaben für öffentliche Bauten um 10% vor. Im April präsentierte die Regierung ein neues Paket zur Stimulierung der Wirtschaft, das alle bisherigen übertraf und etwa 2¾% des BIP ausmacht. Es hat seinen Schwerpunkt im öffentlichen Bau und in Investitionen in die soziale Infrastruktur, enthält aber auch Maßnahmen zur Förderung der privaten Investitionen im Wohn- und gewerblichen Bau, der Tätigkeit kleiner und mittlerer Unternehmen und der Beschäftigung sowie Maßnahmen zur Stabilisierung der Finanzmärkte und zur Wiederbelebung der Aktienmärkte. Verschiedene von der britischen Regierung im November vergangenen Jahres ergriffene Maßnahmen und die weniger günstigen Wirtschaftsaussichten ließen den voraussichtlichen Finanzierungsbedarf in Großbritannien um 2% des BIP ansteigen. Der Haushaltsplan für dieses Jahr ist im wesentlichen neutral, während für 1994 Steuererhöhungen angekündigt wurden. Die australische Regierung schließlich ergriff in diesem Jahr expansive Maßnahmen im Bereich von Steuern und Ausgaben, durch die das Defizit im Bundeshaushalt auf rund 4% des BIP anwachsen dürfte.

... und unterschiedlichem Tempo bei der Inflationseindämmung

In einigen Ländern konjunkturbelebende Maßnahmen ...

... und in anderen konjunkturell bedingte Verschlechterung ...

... in den meisten aber Haushaltskonsolidierung

In Deutschland war im Haushalt für 1993 zunächst ein niedrigerer Finanzierungsbedarf vorgesehen. Nachdem aber aufgrund der sich verschlechternden Wirtschaftslage Revisionen vorgenommen worden waren, wird das Defizit nach den neuesten Vorausschätzungen fast 50% höher ausfallen als ursprünglich geplant. Der französische Haushaltsplan für 1993 sah eine Begrenzung des Defizits auf weniger als 2½% des nominalen BIP vor. Als Reaktion auf eine Überprüfung, die zeigte, daß ein mehr als doppelt so hohes Defizit gegenüber dem ursprünglichen Voranschlag wahrscheinlich ist, schlug die neue Regierung jedoch im Mai weitreichende Maßnahmen vor, die die Ausgaben und Steuern betreffen, und revidierte das geplante Defizit auf 4½%. Wie bereits erwähnt, wurden die Haushaltsplanungen in Italien in den ersten drei Monaten dieses Jahres beträchtlich überschritten, und es sind nun Maßnahmen in Vorbereitung, durch die die Erfüllung der EG-Vorgaben sichergestellt werden soll. Kanada ergriff im Dezember vergangenen Jahres restriktive Maßnahmen, um den Anstieg des Defizits zu begrenzen; die im Haushaltsplan für 1993/94 vorgeschlagenen Kürzungen sind jedoch relativ moderat.

Eine Anzahl kleinerer Länder auf dem europäischen Festland nahmen Ausgabenkürzungen oder Steuererhöhungen vor, um ihre mittelfristigen Ziele zu erfüllen. In einigen Fällen war die Reduzierung der Ausgaben mit Maßnahmen zur Beschäftigungsförderung oder zur Unterstützung der Arbeitslosen gepaart. In Finnland und Schweden wird der zusätzliche Spielraum nach der Freigabe der Wechselkurse möglicherweise größtenteils durch die Ausweitung der Staatsdefizite aufgebraucht. Aus diesem Grunde werden in beiden Ländern eine Reihe von Konsolidierungsmaßnahmen, die im Laufe dieses Jahres in Kraft treten sollen, erwogen oder sind bereits verabschiedet.



### III. Wirtschaftsentwicklung in den übrigen Ländern

#### Schwerpunkte

In Osteuropa konnten die Länder, die im Reformprozeß am weitesten fortgeschritten sind, die ersten Früchte der makroökonomischen Stabilisierung und der Umgestaltung ihrer Volkswirtschaft ernten. In Polen, Ungarn und der ehemaligen Tschechoslowakei scheint der Produktionsrückgang im letzten Quartal 1992 überwunden worden zu sein, und die Inflation hat nachgelassen. Die Länder mit einer weniger engagierten und konsequenten Politik weisen schlechtere Ergebnisse auf, was den Schluß zuläßt, daß energische Stabilisierungsanstrengungen eine notwendige, wenngleich nicht hinreichende Bedingung für den Aufbau einer Marktwirtschaft sind. Inkonsistente Maßnahmen verhindern, daß die Marktteilnehmer die weitere Entwicklungsrichtung der Reformen abschätzen können. Dies scheint die Lehre zu sein, die Slowenien und die baltischen Staaten aus den bisherigen Reform Erfahrungen gezogen haben. Rußland und die anderen ehemaligen Sowjetrepubliken konnten dagegen bisher allenfalls geringe Fortschritte auf dem Weg zur wirtschaftlichen Stabilität erzielen, was teilweise auf einen fehlenden politischen Konsens und auf Währungsregelungen, durch die die Inflation angeheizt wurde, zurückzuführen ist. In allen Ländern bleiben bedeutende Probleme ungelöst, besonders die wachsenden Haushaltsdefizite und die Abhängigkeit des Wirtschaftswachstums vom Export, und könnten die gesamtwirtschaftliche Stabilität und die Wachstumsaussichten untergraben. Ein grundsätzlicheres Problem besteht darin, daß die Kreditvergabe der Banken an unrentable Staatsunternehmen noch nicht auf systematische Weise angegangen wurde; immerhin wurden hier bereits erste Schritte unternommen.

Die Entwicklungsländer und die jungen Industrieländer hatten im letzten Jahr wieder deutlich stärkere Zuwachsraten als die Industrieländer, größtenteils wegen des rasanten Wachstums in den asiatischen Ländern, besonders in China. Der Erfolg des Reformprogramms in Indien zeigte sich in einem steigenden Produktionswachstum und einer fallenden Inflationsrate, aber auch die Erholung der landwirtschaftlichen Produktion spielte eine Rolle. Die in Lateinamerika in den letzten Jahren vorgenommenen Reformmaßnahmen wurden gefestigt, und der Geldwertverlust nahm in den meisten größeren Ländern außer in Brasilien ab. Ein starkes Wachstum der Inlandsnachfrage verbunden mit der Politik einiger Länder, die Inflation über den Wechselkurs zu bekämpfen, rief jedoch Besorgnis hervor, da sich die Leistungsbilanzdefizite beträchtlich ausgeweitet haben. Die Wachstumsentwicklung in Afrika war im letzten Jahr schwach, während die Wiederaufnahme der Ölförderung in Kuwait das stärkere Produktionswachstum im Nahen Osten erklärte. Wegen des sich seit vielen Jahren auseinanderentwickelnden Wirtschaftswachstums ist die Verteilung des Welteinkommens unausgewogener geworden, insbesondere wenn man China ausnimmt. Die

Faktoren, die zu dieser sich weiter öffnenden Schere geführt haben, sind nicht genau bekannt, aber eine vorläufige Analyse deutet darauf hin, daß die Wirtschaftspolitik eine große Rolle gespielt hat. Die wichtigsten wachstumsfördernden Maßnahmen dürften sein: die Heranbildung von fachlich qualifizierten Arbeitskräften mit einer guten Schulbildung, die Förderung der Spar- und der Investitionstätigkeit, die Drosselung der öffentlichen Haushaltsdefizite und der Inflation sowie Maßnahmen gegen das starke Bevölkerungswachstum.

## Entwicklung in Osteuropa

Unterschiedliche  
wirtschafts-  
politische  
Maßnahmen ...

Die Unterschiede in den wirtschaftspolitischen Maßnahmen und der wirtschaftlichen Leistung zwischen den osteuropäischen Ländern wurden im Jahr 1992 immer deutlicher sichtbar. Dies stand in einem markanten Gegensatz zum Jahr davor, als die wirtschaftliche Entwicklung von Schocks in den meisten Volkswirtschaften in der Region geprägt worden war. Außerhalb der ehemaligen Sowjetunion hatten der Zusammenbruch des RGW-Handelssystems und die Veränderungen der Terms of trade ebenso zu einem deutlichen Produktionsrückgang beigetragen wie die Notwendigkeit, ein besseres makroökonomisches Gleichgewicht zu erreichen. Eine hohe jährliche Inflationsrate hatte die Abschöpfung von Geldüberhängen in einigen Ländern, die massive Verschlechterung der Terms of trade und die Kürzung von Verbrauchersubventionen widerspiegelt. Diese Faktoren spielten 1992 keine Rolle mehr oder waren weit weniger bedeutsam, so daß die Wirtschaftsindikatoren viel deutlicher die unterschiedlichen Reformansätze und den wirtschaftlichen Zustand anzeigen. Nur die Trockenheit betraf die ganze Region und dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion um 1–3% reduziert haben. Somit können zweckmäßigerweise drei Gruppen von Ländern unterschieden werden. Länder, die sich in einem fortgeschrittenen Stadium des Übergangs befinden und in den letzten Jahren eine straffe Geld- und eine angemessene Fiskalpolitik beibehalten haben, waren erfolgreich bei der Absenkung ihrer Inflationsrate. Sie waren auch in der Lage, den Produktionsrückgang durch ein schnelles Wachstum im Privatsektor zu begrenzen, ihre Exporte auf die Märkte der Industrieländer umzulenken und Auslandsinvestitionen anzuziehen. Eine zweite Gruppe umfaßt jene Länder, die in vielen Fällen später und unter schwierigeren Ausgangsbedingungen mit den Reformbestrebungen begannen. Der Produktionsrückgang war in diesen Ländern (außer in Slowenien) ausgeprägter, und die gesamtwirtschaftliche Stabilität konnte entweder bisher überhaupt nicht oder erst kürzlich erreicht werden. Eine dritte Gruppe von Ländern hat erst in jüngster Zeit mit Reformen begonnen. Mangelnde Disziplin im Staatshaushalt und in der Geldpolitik sowie der Zusammenbruch des Handels in der ehemaligen Sowjetunion, die baltischen Staaten ausgenommen, führten im letzten Jahr zu einer sehr hohen Inflationsrate, deutlichen Produktionsrückgängen und enormen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten.

... spiegeln sich  
in den Wirt-  
schaftsergeb-  
nissen wider

### *Länder in einem fortgeschrittenen Stadium des Übergangs*

In den Ländern, die am weitesten im Umgestaltungsprozeß fortgeschritten sind, nämlich in der Slowakischen und der Tschechischen Republik, Ungarn und Polen,



dürfte der Produktionsrückgang Ende 1992 zum Stillstand gekommen sein (s. die untenstehende Tabelle). Ob das bereits Anzeichen eines nachhaltigen Wachstums sind, ist jedoch alles andere als sicher. Bisher ist das Wirtschaftswachstum weitgehend von den Exporten abhängig geblieben, die sich in Zukunft weniger stark ausweiten dürften. Die Haushaltsdefizite stiegen in Ungarn und Polen im letzten Jahr an, und die preisbereinigten Geldmengen in weiter Abgrenzung erhöhten sich in allen Ländern (s. die Tabelle auf S. 59). Trotzdem sanken die Inflationsraten beachtlich (s. die Tabelle auf S. 47), da die Lohnforderungen offensichtlich unter Kontrolle gebracht wurden (Polen) und entweder der Wechselkurs stabil gehalten (Tschechoslowakei) oder das Tempo der Abwertung reduziert wurde (Ungarn). Der private Sektor expandierte kräftig und erhöhte seinen Anteil am BIP in Polen auf fast die Hälfte, in Ungarn auf ungefähr ein Drittel und in der Tschechoslowakei auf rund ein Fünftel.

Die Slowakische und die Tschechische Republik bewahrten im letzten Jahr eine bemerkenswerte gesamtwirtschaftliche Stabilität. Die Preissteigerung lag bei nur 11%, und nach dem Preisschub im Januar durch die Einführung der Mehrwertsteuer blieben die monatlichen Inflationsraten im ersten Quartal 1993 in beiden Ländern gering. Diese Stabilität muß weitgehend der Politik des festen Wechselkurses zugeschrieben werden, die trotz einer wirtschaftspolitischen Lockerung den inflationären Druck eindämmte: Die Geldmenge und die Kredit-

Verlangsamung  
des Produktions-  
rückgangs ...

... und Nach-  
lassen des  
Preisauftriebs

In der  
Tschecho-  
slowakei  
bemerkens-  
werte Stabili-  
tät ...

Entwicklung des realen BIP <sup>1</sup>					
Land	1988	1989	1990	1991	1992 <sup>2</sup>
	Veränderung in Prozent				
Albanien	-1,4	9,8	-10,0	-27,7	- 8
Bulgarien	2,6	-0,3	- 9,1	-16,7	- 8
Jugoslawien	-1,3	-1,9	- 8,4	-12,2	-25
Kroatien	-0,9	-1,9	- 9,3	-28,7	-25
Polen	4,1	0,2	-11,6	- 7,6	1
Rumänien	-0,5	-5,8	- 7,6	-13,7	-15
Slowenien	-1,9	-2,7	- 4,7	- 9,3	- 7
Tschechoslowakei	2,6	1,4	- 1,4	-14,7	- 7
<i>Slowakische Republik</i>	-	-	- 2,7	-15,8	- 6
<i>Tschechische Republik</i>	-	-	- 0,4	-14,2	- 7
Ungarn	3,2	-0,2	- 4,0	-11,9	- 5
Durchschnitt <sup>3</sup>	1,6	-1,0	- 7,6	-13,0	- 9
Ehemalige Sowjetunion	4,4	2,5	- 2,2	- 9,0	-19
<i>Rußland</i>	4,5	1,9	- 2,0	- 9,0	-19
<i>Baltische Staaten</i>	8,0	4,9	- 3,0	-11,2	-34
Durchschnitt insgesamt <sup>3</sup>	3,5	1,3	- 3,9	-10,3	-16

<sup>1</sup> Jugoslawien (ab 1990 nur Serbien und Montenegro): materielle Produktion (brutto); Kroatien: reales Bruttoeinkommen. Slowakische Republik und Tschechische Republik: BSP; ehemalige Sowjetunion (einschl. Rußland und baltische Staaten) vor 1990: materielle Produktion (netto). <sup>2</sup> Vorläufig; teilweise geschätzt.

<sup>3</sup> Gewogener Durchschnitt auf der Basis des BIP bzw. der materiellen Produktion (netto) und der Wechselkurse von 1990/91.

Quellen: IWF; EBRD; Wiener Institut für internationale Wirtschaftsvergleiche; UN Economic Commission for Europe; Angaben der einzelnen Länder.

Slowakische Republik und Tschechische Republik 1992		
Position	Slowakische Republik	Tschechische Republik
Bevölkerung (in Mio.)	5,3	10,3
Anteil am BIP insgesamt	30	70
Anteil an den Primärenergiequellen insgesamt (1991)	12	88
Pro-Kopf-BIP (zu laufenden US-Dollar-Wechselkursen)	2 113	2 536
Säuglingssterblichkeit (je 1000; 1991)	13,2	10,4
Absatz in der anderen Republik (in Prozent des BIP)*	28	14
Exporte an Industrieländer (in Prozent der Exporte insgesamt)	56	68
Anteil an den ausländischen Direktinvestitionen insgesamt	10	90
Arbeitslosenquote (in Prozent zum Jahresende)	10,4	2,6
Haushaltsdefizit (in Prozent des BIP)	4,9	1,3
Transfers an die andere (–) bzw. von der anderen (+) Republik (in Prozent des BIP)	+8,3	–3,5
* Schätzung auf der Basis einer Unternehmenserhebung für das erste Halbjahr 1992. Quellen: Economist Intelligence Unit; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.		

aggregate wuchsen in preisbereinigter Betrachtung, und steigende Reallöhne bewirkten einen Aufschwung bei den Verbrauchsausgaben. Eine schwer nachvollziehbare Entwicklung war der Rückgang der Arbeitslosenquote auf 5,1% (s. die Tabelle auf S. 49). Er scheint auf die Kombination folgender Faktoren zurückzuführen zu sein: lebhaftes Wachstum im Privatsektor, strengere Anspruchsvoraussetzungen für die Arbeitslosenunterstützung und Verzögerung von Freisetzungen in Staatsunternehmen. Die niedrigsten Arbeitslosenquoten findet man nahe der deutschen Grenze. Das weist darauf hin, daß auch die Beschäftigung von tschechischen Arbeitskräften in deutschen Unternehmen eine Rolle spielt, und das äußerst rasante Wachstum des bilateralen Handels mit Deutschland deutet auf die Zunahme von grenzüberschreitenden Vereinbarungen über Weiterverarbeitungen hin. Die ausländischen Direktinvestitionen verdoppelten sich auf ungefähr 3% des BIP.

... aber  
Teilung ...

Seit der Teilung der ehemaligen Tschechoslowakei in zwei getrennte souveräne Staaten am 1. Januar 1993 bevorzugt die slowakische Regierung, im Gegensatz zur tschechischen, einen gemäßigten Reformansatz. Die Privatisierung wurde verlangsamt, die Bedeutung der Kupons verringerte sich, die finanziellen Unterstützungen der Unternehmen werden in großem Umfang fortgesetzt, und es wird eine aktive Industriepolitik verfolgt. Das läßt sich zum Teil durch größere Unterschiede zwischen den beiden Ländern erklären (s. die obenstehende Tabelle). Die Tschechische Republik weist ein höheres Pro-Kopf-Einkommen, eine viel niedrigere Arbeitslosigkeit und ein kleineres Haushaltsdefizit auf und hat bisher den Großteil der ausländischen Investitionen auf sich gezogen. Es wird geschätzt, daß sie im letzten Jahr 3½% ihres BIP in Form von fiskalischen Unterstützungen an die Slowakische Republik transferiert hat. Ferner ist die tschechische Industrie stärker diversifiziert und auf die westlichen Märkte ausgerichtet. Die slowakische Wirtschaft ist dagegen in höherem Maße von den Importen aus den ehemaligen RGW-Ländern bzw. den Exporten in



diese Länder abhängig. Nach der Teilung sind die Währungsreserven in beiden Ländern zunächst gesunken; das führte zur Auflösung der provisorischen Währungsunion im Februar und der Aufwertung der tschechischen gegenüber der slowakischen Krone im bilateralen Handel. Der Handel verringerte sich trotz der Zollunion zwischen den beiden Ländern drastisch, was auf Zahlungsschwierigkeiten slowakischer Unternehmen wegen der Beschränkung des Zugangs zu ausländischen Zahlungsmitteln zurückzuführen ist.

... führt zu Verringerung des Handels

Ungarn führt bereits seit vielen Jahren wirtschaftliche Reformmaßnahmen durch und wurde zum Symbol für den schrittweisen wirtschaftlichen Umgestaltungsprozeß. Im letzten Jahr beschleunigte sich der Reformprozeß deutlich. Die Regierung begann die Finanzdisziplin bei den Unternehmen ernsthaft zu verstärken, indem sie die Umstrukturierung der Industrie und der Banken in Angriff nahm. Fortschritte wurden auch bei der Eindämmung der Inflation erzielt. Die Verlangsamung der Preissteigerung auf 23% wurde zu einem großen Teil durch die Reduktion des Wertverlustes des Forint auf ungefähr 6% erreicht, was eine reale Aufwertung der Währung bewirkte. Dies wurde durch einen Leistungsbilanzüberschuß, der die weiter wachsenden Exporte widerspiegelt, und durch Kapitalzuflüsse aufgrund ausländischer Direktinvestitionen in Höhe von 4% des BIP ermöglicht. Ein Exportrückgang im ersten Quartal 1993 warf aber die Frage nach der Tragfähigkeit dieser Strategie auf und war der Anlaß für eine Abwertung des Forint. Die Geldpolitik wurde im letzten Jahr insgesamt straff geführt, die Realzinsen für Unternehmenskredite lagen bei über 10%, und das Wachstum der inländischen Ausleihungen war niedriger als das der Nominaleinkommen. Die Probleme, das Haushaltsdefizit unter Kontrolle zu halten, und die Lockerung der Geldpolitik in der zweiten Jahreshälfte könnten ein Zeichen dafür sein, daß eine weitere Rückführung der Inflation schwer zu erreichen sein dürfte.

Ungarn

Polen war das einzige Land, das 1992 wieder ein positives Wachstum verzeichnete. Das ist vornehmlich auf einen dynamischen Privatsektor zurückzuführen, der nunmehr groß genug ist, um die schrumpfende Produktion der staatlichen Wirtschaftszweige zu kompensieren. Die Behörden waren bei ihren Stabilisierungsbemühungen ebenfalls erfolgreich, und der Preisanstieg verringerte sich auf 43%. Für die Eindämmung des laufenden Inflationsdrucks war wahrscheinlich die Begrenzung der Nominal- und Reallöhne trotz einer Streikwelle im zweiten Halbjahr wichtiger (s. die gegenüberstehende Tabelle). Der Regierung gelang es, die Zielvorgabe für das Budgetdefizit 1993 bei 5% des BIP zu halten, obwohl im Parlament starker Widerstand gegen eine Kürzung der preisbereinigten Pensionszahlungen und der Löhne im öffentlichen Sektor geleistet wurde. Die seitdem vom Parlament beschlossenen Ausgabenerhöhungen haben jedoch Zweifel aufkommen lassen, ob dieses Ziel erreicht werden kann.

Polen

#### *Länder in einem frühen Übergangsstadium*

Die Situation in der zweiten Ländergruppe war durch anhaltende gesamtwirtschaftliche Ungleichgewichte in einigen Ländern (Albanien, Bulgarien und Rumänien) und durch kürzliche Stabilisierungserfolge in anderen (baltische Staaten und Slowenien) gekennzeichnet. Alle Länder wiesen Inflationsraten von 90% und mehr auf.

Gesamtwirtschaftliche Ungleichgewichte ...

Zunahme der Verbraucherpreise (VP) und der Löhne (L)							
Land		1988	1989	1990	1991	1992	1993 1. Q. <sup>1</sup>
		Veränderung in Prozent					
Albanien	VP	0,0	0,0	0,0	35,5	226	266 <sup>2</sup>
Bulgarien	VP	1,3	5,5	23,9	474	92	83
	L	7,6	8,8	31,7	153	107	
Jugoslawien <sup>3</sup>	VP	194	1 240	610	127	8 720	
Kroatien	VP	200	1 200	610	123	669	
Polen	VP	60,2	251	586	70,3	43	40
	L	84,3	276	381	73,1	37	
Rumänien	VP	2,8	0,8	5,1	166	210	171
	L	2,6	3,9	10,6	121	170	
Rußland	VP	0,0	2,4	5,6	92,7	1 353	800
	L	8,8	9,9	14,8	78,6	1 062	
Slowenien	VP	212	1 306	550	118	210	58
	L	166	1 541	379	82,5	199	
Tschechoslowakei	VP	0,2	1,4	10,0	57,9	11	
	L	2,1	2,3	3,1	16,7	18	
Slowakische Republik	VP	0,2	1,3	10,4	61,2	10	19
	L	2,5	2,3	3,1	16,8	18	
Tschechische Republik	VP	0,2	1,5	9,7	56,7	11	22
	L	1,9	2,3	3,0	16,7	18	
Ungarn	VP	15,5	17,0	28,9	35,0	23	25
	L	11,1	17,4	24,3	27,9	26	

Anmerkung zur Erfassung der Löhne: Rußland: alle Sektoren; Bulgarien und Slowenien: öffentlicher Sektor (Slowenien: ab 1992 einschl. privater Unternehmen); Polen: sechs größte Sektoren; übrige Länder: industrieller Sektor.

<sup>1</sup> Veränderung gegenüber dem Vorjahr. <sup>2</sup> Dezember 1992. <sup>3</sup> Ab 1990: nur Serbien und Montenegro.

Quellen: IVF; EBRD; Angaben der einzelnen Länder.

... in Bulgarien  
stärker ...

In Bulgarien fand der Reformprozeß unter widrigen externen Bedingungen statt und wurde durch einen sehr instabilen politischen Konsens erschwert. Eine sich weiterdrehende Inflationsspirale wurde im letzten Jahr dennoch durch eine Kombination mehrerer Faktoren verhindert: eine Einkommenspolitik, die die Reallöhne unter dem Niveau vom Dezember 1991 hielt, Rückgänge bei den Inlandskrediten in inflationsbereinigter Rechnung (ohne Berücksichtigung der zwischenbetrieblichen Außenstände) sowie budgetäre Maßnahmen, die das Kas sendefizit (ohne aufgelaufene, aber noch nicht bezahlte Zinsen für die Auslandsschuld) auf 5% des BIP hielten. Die Stabilität des frei schwankenden Wechselkurses wirkte ebenfalls unterstützend; allerdings mußte dafür eine starke reale Aufwertung in Kauf genommen werden. Die rechtlichen Rahmenbedingungen für eine marktwirtschaftliche Ordnung wurden – mit der wichtigen Ausnahme des Konkursrechts – weitgehend geschaffen. Ein Privatisierungsgesetz wurde verabschiedet und der Konsolidierungsprozeß für die große Zahl der kleinen Banken in die Wege geleitet. In der zweiten Jahreshälfte 1992 begann jedoch der schwache Konsens über die staatlichen Reformmaßnahmen ins Wanken zu geraten. Die Staatsausgaben stiegen im vierten Quartal an, und im Dezember



machte eine neue Regierung die straffe Wirtschaftspolitik ihrer Vorgänger teilweise rückgängig. Sie hat seitdem begonnen, Druck auf die Zentralbank hinsichtlich expansiver Maßnahmen auszuüben, veranschlagt für 1993 ein Budgetdefizit in Höhe von 8% des BIP und will die finanzielle Unterstützung der Staatsbetriebe erhöhen, wodurch die Finanzdisziplin dort weiter aufgeweicht wird.

Rumänien hat sich für eine „rasche Reform der kleinen Schritte“ entschieden. Die wesentlichen Elemente der rechtlichen Basis für ein marktwirtschaftliches System wurden schnell gelegt, aber die Umsetzung ist nur langsam und unvollständig erfolgt. Für die Wirtschaftssteuerung bedeutete der schrittweise Ansatz, daß die Regierung weiterhin teilweise die Preise und die Verteilung lebenswichtiger Güter und Rohstoffe regelt. Der offizielle Wechselkurs wurde meistens – trotz sehr geringer Währungsreserven – über dem natürlichen Marktgleichgewicht gehalten, ist aber dennoch rasch gesunken. Die Übertragung der Währungsabwertung auf die Preise wurde im gesamten letzten Jahr bewußt verzögert, was eine schwache Entwicklung der Exporte in die Industrieländer bewirkte. Das ausgewiesene Defizit im Staatshaushalt erreichte 1% des BIP, aber wenn man die speziellen Rechnungslegungsgrundsätze und die außerbudgetären Mittel berücksichtigt, war der tatsächliche Fehlbetrag viel höher. Nachdem die Kreditschulden zwischen den Unternehmen durch die Zufuhr von Zentralbankmitteln und durch Aufrechnungen zum Jahresende 1991 beseitigt wurden, stiegen sie wieder an und führten zu einer Inflationsrate von 210%.

... und in Rumänien weiterhin beträchtlich

Nach einer Verschärfung der Wirtschaftskrise in der ersten Jahreshälfte 1992 wurde in Albanien im August mit einem vom IWF unterstützten Stabilisierungsprogramm begonnen. Die Preise wurden liberalisiert, der Wechselkurs wurde freigegeben und das riesige Haushaltsdefizit in der zweiten Jahreshälfte auf 20% des BIP reduziert. Dennoch bleibt die Lage sehr angespannt, und das Land ist weiterhin auf Nahrungsmittelhilfe angewiesen.

Albanien

Slowenien und die baltischen Staaten verfolgten einen straffen geld- und finanzpolitischen Kurs, der ein Nachlassen des Preisauftriebs in der zweiten Hälfte des letzten Jahres bewirkte. Diese Länder stehen vor der Herausforderung, die gesamtwirtschaftliche Stabilität zu konsolidieren und neue Exportmärkte zu erschließen.

Stabilisierung in Slowenien ...

In Slowenien sank die Produktion unter dem Einfluß einer weiteren Verringerung des Handels mit den anderen Republiken des ehemaligen Jugoslawiens um 7%. Die rechtlichen und institutionellen Voraussetzungen für eine marktwirtschaftliche Ordnung wurden zügig eingeführt. Die Privatisierung auf dem Wohnungsmarkt schritt schnell voran, und im November wurde ein Privatisierungsgesetz für Staatsunternehmen verabschiedet. In diesem Jahr beschloß das Parlament ein Gesetz über die Verbesserung der Kapitalausstattung der Banken, und die ersten Schritte wurden unternommen, um die von der größten slowenischen Bank gehaltenen notleidenden Kredite in langfristige staatlich garantierte Anleihen umzuwandeln. Die Wirtschaftspolitik war straff ausgerichtet mit dem Ergebnis, daß der Saldo im Staatshaushalt positiv war und das Kreditwachstum deutlich unter der Preissteigerungsrate lag. So fiel die monatliche Inflationsrate in der zweiten Hälfte des letzten Jahres auf unter 3%.

Arbeitslosenquoten					
Land	1989	1990	1991	1992	1993 1. Q.
	in Prozent der Erwerbsbevölkerung zum Periodenende				
Albanien	1,9	2,1	5,1	12,5*	
Bulgarien	0,0	1,5	10,8	15,6	16,0
Polen	0,1	6,3	11,8	13,6	14,2
Rumänien	0,0	0,4	3,0	8,4	9,6
Rußland	0,0	0,0	0,1	1,4	
Slowenien	2,9	4,7	10,1	13,4	13,5
Tschechoslowakei	0,0	1,0	6,6	5,1	
<i>Slowakische Republik</i>	0,0	1,6	11,8	10,4	12,0
<i>Tschechische Republik</i>	0,0	0,6	4,1	2,6	2,9
Ungarn	0,4	1,9	7,5	12,3	13,4

Anmerkung: Bei den meisten Ländern sind nur die offiziell registrierten Arbeitslosen erfaßt.  
 \* Geschätzt.  
 Quellen: EBRD; Angaben der einzelnen Länder.

... sowie in  
Estland und  
Lettland

In den *baltischen Staaten* ließen im vergangenen Jahr der Zusammenbruch des Handels mit der ehemaligen Sowjetunion, eine beachtliche Verschlechterung der Terms of trade und eine große Energieknappheit die Produktion um ungefähr ein Drittel zurückgehen. Alle drei Länder führten eigene Währungen ein und unternahmen bemerkenswerte Anstrengungen zur Stabilisierung der Wirtschaft. *Estland* stellte im Juni seine neue Währung vor, die Krone, und band sie über einen Währungsrat an die D-Mark. Dieser Schritt legte die Basis für eine strenge geldpolitische Disziplin, während eine straffe Finanzpolitik zu einem Haushaltsüberschuß von über 1% des BIP führte. Das Ergebnis dieser Maßnahmen war ein Rückgang der monatlichen Inflationsrate auf weniger als 2% im ersten Quartal 1993. *Lettland* führte im Juli 1992 seinen eigenen Rubel als Übergangswährung ein, um ihn später durch den Lats zu ersetzen, und senkte das Geldmengenwachstum deutlich unter die Inflationsrate. Diese gab bis zum ersten Quartal 1993 auf monatlich weniger als 5% nach. Die starke Aufwertung der frei schwankenden Währung spiegelt die straffe Wirtschaftspolitik und die positiven Realzinsen wider. In *Litauen* waren die wirtschaftspolitischen Maßnahmen weniger restriktiv; hier nahm das Kreditwachstum schnell zu, und die Realzinsen blieben stark negativ.

#### Entwicklung in der ehemaligen Sowjetunion

Wirtschaftlicher  
Zusammen-  
bruch ...

Politische und wirtschaftliche Auflösungserscheinungen waren im letzten Jahr die vorherrschenden Merkmale der Entwicklung in der ehemaligen Sowjetunion (ohne baltische Staaten) und in einigen Republiken des ehemaligen Jugoslawiens. Innere Unruhen und kriegsartige Auseinandersetzungen waren weitverbreitet. Der wirtschaftliche Niedergang zeigte sich in einer zusammenbrechenden Produktion und einem exzessiven Preisauftrieb.

In einigen der ehemaligen Sowjetrepubliken steigerten sich die inneren Unruhen zu einem offenen Bürgerkrieg. Andere, unter ihnen Rußland, unternahmen erste Schritte zu einer marktwirtschaftlich orientierten Wirtschaft.



Aber in allen diesen Ländern blieb das Erbe der Vergangenheit der bestimmende Faktor. Störungen in der Produktion, bedingt durch den Zusammenbruch des Planungsapparats, waren ebenso wie der Niedergang des Handels (s. Kapitel IV) ein wesentlicher Grund für die schwache Wirtschaftsleistung.

... führt zu  
einem Nieder-  
gang der  
Produktion ...

Das Vermächtnis der Vergangenheit war auch ein Grund für die Beschleunigung der Inflation. Da alle Zentralbanken Kredite in einer einheitlichen Währung vergeben konnten, bestand für alle ein Anreiz, das Kreditvolumen stark auszuweiten, um auf Ressourcen innerhalb des Währungsgebiets zuzugreifen. Die Länder mit einer stabilitätsorientierten Politik riskierten dabei, Sachwerte durch den Eintauch gegen Papierforderungen mit immer geringerem Wert zu verlieren. So wird berichtet, daß Rußland bis Juli Forderungen gegenüber anderen Republiken angesammelt hatte, bis es schließlich strikte Kreditlimits für deren Korrespondenzkonten bei der russischen Zentralbank einführte. Im ersten Quartal 1992 wurde das Bargeld knapp, weil die Preise liberalisiert wurden und andere Republiken eine expansive Kreditpolitik betrieben, während sie keine Banknoten ausgeben konnten. Dies zeigte sich in einem hohen Sortenabschlag beim Tausch von Dollar gegen Rubel (s. die gegenüberstehende Grafik) und in der Entstehung von republikspezifischen Abschlägen vom russischen Rubel, die den De-facto-Zusammenbruch der Rubelzone bedeutete. Um den Bargeldengpaß zu umgehen, führte die Ukraine eigene Kupons ein und verließ die Rubelzone im November.

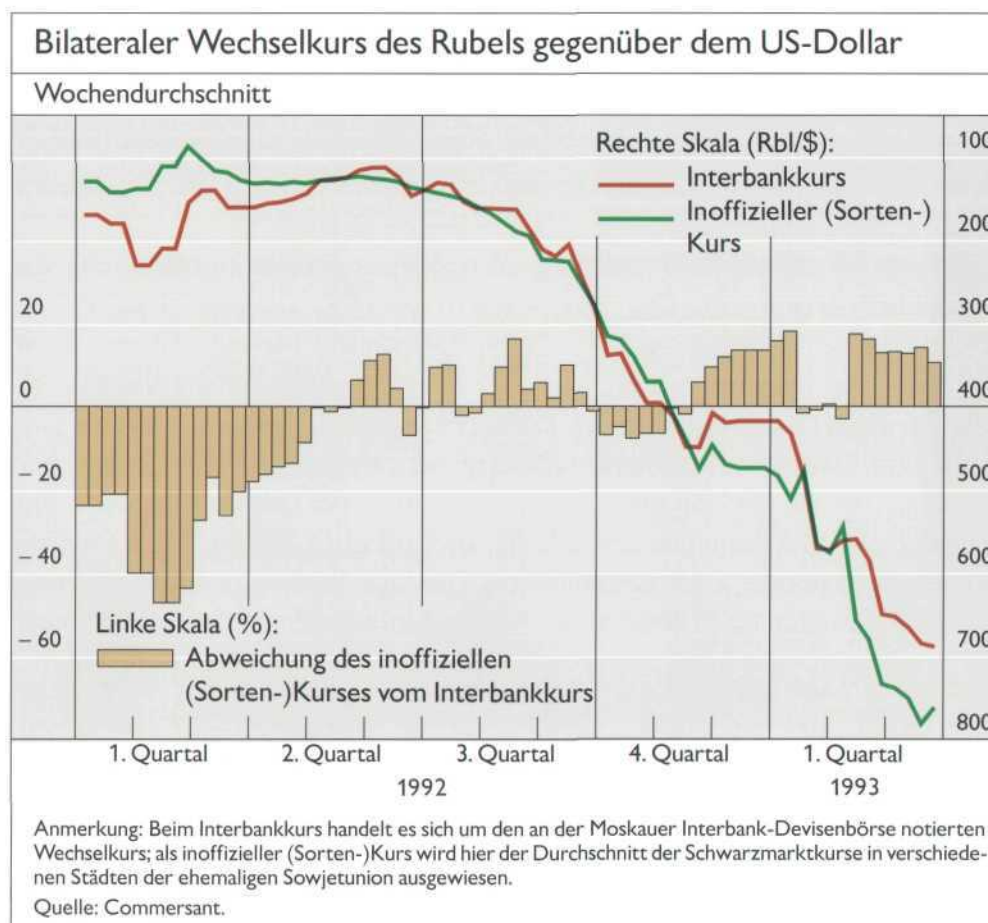
... während  
schlechte geld-  
politische Koor-  
dination ...

Rußland liberalisierte im Januar 1992 die meisten Preise und verfolgte in der ersten Jahreshälfte eine relativ straffe Wirtschaftspolitik. Das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit wird für diesen Zeitraum auf ungefähr 10% des BIP geschätzt, während das Kassendefizit nur 3% betrug, da die Regierung dem Schuldendienst nur in geringem Ausmaß nachkam und die Bezahlung von Löhnen und anderen Rechnungen hinauszögerte. Im zweiten Quartal des Jahres verstärkte sich der Druck auf die Regierung, die Politik zu lockern. Die Unternehmen hatten versucht, die straffe Politik durch die Ansammlung von Zahlungsrückständen, die im Juni die inländischen Bankausleihungen übertrafen, zu unterlaufen. Das Parlament beschloß außerdem neue Sozialausgaben. Die Bemühungen um eine finanzielle Stabilisierung wurden schließlich im dritten Quartal aufgegeben, als die Zahlungsrückstände der Unternehmen durch eine stärkere Kreditexpansion reduziert wurden und das Kassendefizit deutlich anstieg. Das führte dazu, daß sich die monatliche Inflationsrate bis zum Jahresende auf ungefähr 30% beschleunigte und auch danach hoch blieb, was sich in einer weiteren Abwertung der Währung niederschlug.

... und laxer  
Wirtschafts-  
politik ...

... die Inflation  
anheizen

Im Februar dieses Jahres stellte eine neue Regierung ein Programm vor, wonach die Krise bekämpft werden soll, indem das Haushaltsdefizit auf 5% des BIP begrenzt und die monatliche Inflationsrate bis zum Jahresende auf 5% reduziert wird. Um dieses Inflationsziel zu erreichen, muß das Geldmengenwachstum in Rußland unter Kontrolle gebracht werden. Dies wird aber nur möglich sein, wenn die Zielvorgaben für das Haushaltsdefizit erreicht werden und die Finanzdisziplin in den Unternehmen gestärkt wird. Eine weitere Bedingung für die gesamtwirtschaftliche Stabilisierung besteht darin, daß die anderen Republiken nicht mehr wie bisher Rubelkredite gewähren, um auf Kosten Rußlands vom Geldausgabemonopol zu profitieren. Das würde bedeuten, daß diese



Republiken völlig zu ihren eigenen Währungen übergehen oder die russische Zentralbank als alleinigen Emittenten von Basisgeld akzeptieren müßten. Ein Scheitern dieser Bemühungen dürfte zu einer Hyperinflation führen.

Obwohl die Wirtschaftslage trostlos war, sind doch einige Fortschritte erzielt worden. Entstaatlichungen von kleineren Betrieben sind bereits angelaufen, und die Basis für die Privatisierung von großen Unternehmen wurde geschaffen.

#### *Situation der Auslandsverschuldung*

In der ehemaligen Sowjetunion, Polen und Bulgarien wurde die Wirtschaftspolitik weiterhin von der Auslandsverschuldung überschattet. Während mit den öffentlichen Gläubigern im Pariser Club Vereinbarungen erzielt wurden, haben die Gespräche mit den Banken über Schuldenkürzungen und Schuldendiensterleichterungen nur geringe Fortschritte gebracht, und die Verhandlungspositionen lagen nach wie vor weit auseinander.

Die Auslandsschulden der ehemaligen Sowjetunion werden unter Berücksichtigung der Rückstände auf ungefähr \$ 80 Mrd. geschätzt; davon entfällt mehr als die Hälfte auf öffentliche Gläubiger. Der Pariser Club schuldete die öffentlichen Auslandsverbindlichkeiten im April 1993 um, wobei der entsprechende Schuldendienst im Jahr 1993 um \$ 15 Mrd. auf weniger als \$ 2 Mrd. gesenkt wurde. Wenn die Gläubigerbanken Rußland ähnliche Umschuldungskonditionen einräumen, würde sich der gesamte Schuldendienst 1993 auf

Umschuldung  
der Verbindlich-  
keiten gegen-  
über öffentlichen  
Stellen ...



ungefähr \$ 3,5 Mrd. belaufen. Die russische Regierung hat angedeutet, daß sie in der Lage und auch bereit sei, diesen Betrag zu zahlen.

Im *ehemaligen Jugoslawien* ist die Aufteilung der Staatsschuld unter den Nachfolgestaaten ungeklärt. Nur *Slowenien* bediente letztes Jahr teilweise seine direkt zurechenbare Schuld und einigte sich mit dem Pariser Club über seinen Anteil an der öffentlichen Schuld.

*Polen* schloß mit dem Internationalen Währungsfonds im März 1993 ein Beistandsprogramm ab. Das war insofern wichtig, als zwei Fünftel der Schuldenerleichterungen um 50%, die im Rahmen des Pariser Clubs im April 1991 vereinbart worden waren, von einer zufriedenstellenden Entwicklung im Rahmen eines IWF-Programms bis Ende 1993 abhängig gemacht wurden. Die dreijährige Erweiterte Kreditvereinbarung mit dem IWF war 1992 ausgesetzt worden, weil die Zielvorgaben für den Staatshaushalt überschritten worden waren. Ein IWF-Abkommen ist auch die Vorbedingung für eine Übereinkunft mit den im Londoner Club versammelten Gläubigerbanken, denen Polen rund \$ 12 Mrd. schuldet. Nach dem Pariser Abkommen wird erwartet, daß Polen bei den kreditgewährenden Banken eine Schuldenerleichterung beantragt, die mit der von den öffentlichen Gläubigern bewilligten vergleichbar ist. Aber die Gläubigerbanken zeigen angesichts der verbesserten Wirtschaftslage in Polen eine wachsende Ablehnung, einer derart großen Schuldenerleichterung zuzustimmen.

... aber kaum  
Einigung mit  
Banken

*Bulgarien* hat seine hohen Auslandsverbindlichkeiten von ungefähr \$ 13 Mrd. kaum bedient und dadurch im letzten Jahr rund 8% des BIP allein an Zinszahlungen gespart. Es erzielte mit den öffentlichen Gläubigern im Pariser Club eine Übereinkunft, die ein mehrjähriges Umschuldungsprogramm mit einem tilgungsfreien Zeitraum von sechs Jahren vorsieht. Etwa 85% der Gesamtschuld des Landes entfällt auf Geschäftsbanken. Die Regierung nahm im September die Zahlung eines Viertels der offenen Zinsschuld auf diese Verbindlichkeiten wieder auf und einigte sich im November mit den Banken auf einen allgemeinen Rahmen zur Schuldenerleichterung.

#### *Gemeinsame Probleme in allen Ländern*

Trotz der zunehmenden Differenzierung werden alle osteuropäischen Länder weiterhin von vier großen Schwierigkeiten bedrängt, die darauf hindeuten, daß die gesamtwirtschaftliche Stabilität weiterhin wenig gefestigt ist und das Produktionswachstum gedämpft bleiben dürfte.

Erstens verschlechterten sich im letzten Jahr die meisten Haushaltssalden, was die Trends bestätigt, die bereits früher sichtbar geworden sind (s. die gegenüberstehende Tabelle) und im letzten Jahresbericht analysiert wurden. Die Reformen in den ehemaligen zentralistischen Planwirtschaften sind aus verschiedenen Gründen nicht einnahmenneutral und führen auf kurze Sicht tendenziell zu einer Verschlechterung der fiskalischen Position: sinkende Gewinne der Staatsunternehmen und Steuerrückstände als Resultat der ausgeprägten Liquiditätsengpässe, Verzögerungen bei der Einführung der Mehrwertsteuer und Probleme bei der Verlagerung der Einkommensteuer vom Staat in den Privatsektor, ohne die tatsächlichen Steuersätze zu senken und Einnahmen durch Steuerhinterziehung zu verlieren. Das Wachstum auf der Ausgabenseite ist

Ungelöste  
Probleme:  
– steigende  
Haushaltsdefizite

Staatliche Haushaltssalden					
Land	1988	1989	1990	1991	1992
	in Prozent des BIP				
Albanien	-0,2	-5,5	- 3,7	-45,0	-17,1
Bulgarien	-5,6	-1,4	- 8,5	- 3,6	- 5,2
Einschl. Zinsrückständen auf Auslandsverbindlichkeiten	-5,6	-1,4	-12,7	-14,9	-13,0
Polen	0,0	-7,4	3,5	- 6,2	- 7,2
Rumänien	5,9	8,4	1,0	1,9	- 1,1
Slowenien	0,9	0,3	- 0,3	2,6	0,3
Tschechoslowakei	-1,5	-2,4	0,1	- 2,0	- 1,6
Ungarn	0,0	-2,1	0,9	- 4,6	- 7,2
Quellen: EBRD; Wiener Institut für internationale Wirtschaftsvergleiche; OECD; UN, Economic Commission for Europe; Angaben der einzelnen Länder.					

wegen der Notwendigkeit einer sozialen Absicherung nur schwer unter Kontrolle zu halten. In einigen Ländern erhöhten die Transferzahlungen an Arbeitslose und im Ruhestand befindliche Personen die Ausgaben gemessen am BIP.

– Abhängigkeit vom Exportwachstum

Zweitens ist das Produktionswachstum in Osteuropa stark von Exporten in die Industrieländer abhängig geblieben, der wichtigsten Nachfragekomponente, die im letzten Jahr einen deutlich positiven Beitrag zum Wachstum lieferte. Die Gründe für ihre erfreuliche Entwicklung waren die Freisetzung von Kapazitätsreserven in den osteuropäischen Ländern im Gefolge des Zusammenbruchs der Inlandsnachfrage und der Exporte in die ehemaligen RGW-Länder, die geringen Arbeitskosten sowie der verbesserte, wenngleich noch immer beschränkte Zugang zum Markt der Europäischen Gemeinschaft (s. Kapitel IV). Es ist jedoch höchst unsicher, ob das rasante Exportwachstum beibehalten werden kann, bis ein sich selbst tragender Wachstumsprozeß einsetzt. Die Entwicklungen im ersten Quartal 1993 zeigen auch eine beträchtliche Abschwächung des Exportwachstums.

– hohe Realzinsen

Drittens wurden in Ländern, die ein gewisses Ausmaß an wirtschaftlicher Stabilität erreicht haben, die Geldpolitik und die Finanzintermediation durch die Tatsache behindert, daß die Verbraucherpreise viel schneller ansteigen als die Produzentenpreise. Zu Beginn des Übergangsstadiums war dies auf den Wegfall der Konsumgütersubventionen und das schrittweise Anheben der Energiepreise für die privaten Haushalte auf das Weltmarktniveau zurückzuführen, wodurch der Verbraucherpreisindex die laufende Inflation zu hoch dargestellt hat. Im letzten Jahr war die Vergrößerung der Lücke vornehmlich dem Dienstleistungsbereich zuzurechnen. Da der Anstieg der Verbraucherpreise jenen der Produzentenpreise überflügelte, hatte die Beibehaltung mäßig positiver realer Einlagenzinsen sehr hohe Realzinsen für kreditnehmende Unternehmen zur Folge. Dies trug zur schlechten Produktionsentwicklung bei und hielt die Investitionstätigkeit, die 1991 deutlich gefallen war, auf einem niedrigen Niveau (s. die umstehende Tabelle).

Schließlich hat die Liquidierung nicht lebensfähiger Staatsbetriebe bis jetzt noch nicht ernsthaft begonnen. Das zeigt bis zu einem gewissen Grad die sozialen und politischen Bedenken in einer Situation, in der die Arbeitslosigkeit



Bruttoanlageinvestitionen					
Land	1988	1989	1990	1991 <sup>1</sup>	1992 <sup>2</sup>
	in Prozent des BIP				
Bulgarien	26,1	25,2	20,4	11,3	13
Polen	22,5	16,4	19,1	19,6	19
Rumänien	28,0	29,6	20,0	13,1	13
Slowenien	20,1 <sup>2</sup>	19,1 <sup>2</sup>	18,0	18,9	17
Tschechoslowakei	25,2	25,1	25,0	18,2	20
Ungarn	21,0	19,9	17,8	17,8	18

<sup>1</sup> Teilweise geschätzt. <sup>2</sup> Geschätzt.  
Quellen: IVF; Wiener Institut für internationale Wirtschaftsvergleiche; Angaben der einzelnen Länder.

bereits hoch und die Mobilität der Arbeitskräfte gering ist sowie ganze Städte oder Gebiete vielleicht von einem oder zwei Arbeitgebern abhängig sind. Es zeigt auch, daß geeignete Instrumente und Institutionen fehlen, um die unrentablen Betriebe auszusondern. Zunehmend wenden sich die Regierungen an den Bankensektor, der bei dieser Aufgabe eine größere Rolle spielen soll. Die Notwendigkeit zur Sanierung oder Auflösung von Staatsbetrieben könnte die Wachstumschancen für die nächsten Jahre deutlich begrenzen.

– Unternehmenssanierungen

#### *Unternehmenskontrolle und strenge Finanzdisziplin*

Der kumulative Produktionsrückgang in Osteuropa während der letzten drei Jahre war dramatisch und reicht von einem Fünftel in Polen und Ungarn bis zur Hälfte in Albanien, Bulgarien und Rumänien. Obwohl Messungen schwierig sind und die Abnahme in den offiziellen Statistiken wegen der unvollständigen Erfassung des stark wachsenden Privatsektors zu hoch ausgewiesen wird, kann kaum ein Zweifel bestehen, daß der Lebensstandard eines großen Teils der Bevölkerung gesunken ist. Das hat die Akzeptanz der Reformen in unterschiedlichem Ausmaß untergraben. Die politische Tragfähigkeit der Reformbestrebungen hängt von der Erwartung ab, daß das Wachstum in nicht allzu ferner Zukunft wieder einsetzen wird. Das wiederum wird eine hohe Sparquote und den Einsatz dieser Mittel in gewinnbringende Aktivitäten mit Wachstumspotential erfordern. Die Ersparnisbildung war in Osteuropa traditionellerweise hoch und ist bei den privaten Haushalten in den letzten Jahren sogar noch gestiegen. Jedoch wurden viele dieser angesparten Mittel in unrentable Unternehmen gelenkt.

In den ersten Phasen des Übergangsprozesses war das nicht zu vermeiden. Viele Betriebe wurden unprofitabel wegen weitreichender, noch nie dagewesener und nicht voraussehbarer Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld, wie des Verlustes traditioneller Exportmärkte, der kompletten Neuordnung der relativen Preisstruktur, des plötzlichen Auftretens eines Importwettbewerbs und der restriktiven Wirtschaftspolitik. In der Zeit unmittelbar nach diesen Umwälzungen diente eine weitere Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und die Anhäufung von Außenständen zwischen den Betrieben als Sicherheitsventil, um die Wirtschaft vor einem totalen Stillstand zu bewahren.

Weitere Kredite an unrentable Unternehmen waren unvermeidbar ...

Das war aus drei Gründen annehmbar: Erstens fehlte angesichts der Unsicherheit bezüglich der Exportmärkte und der relativen Preise jede Basis für die Beurteilung, ob Betriebe mittelfristig überlebensfähig wären. Zweitens machten es mangelhafte Melde- und Rechnungslegungssysteme schwierig, die finanzielle Position der Unternehmen zu beurteilen. Drittens gab es keine Regelungsinstrumente, um die weitverbreiteten Insolvenzen und die Anforderungen bei Unternehmensumstrukturierungen zu bewältigen. Die Kreditgewährung von Banken und Unternehmen an Stammkunden war das einzige Mittel, um Zeit zu gewinnen.

... schwächen  
jetzt aber die  
Wachstums-  
perspektiven

Die Fortsetzung dieser Praxis schwächt jedoch die Wachstumsperspektiven. Allerdings hat sich gezeigt, daß die Verringerung oder Einstellung der Kreditvergabe an in Finanznot geratene Unternehmen in Osteuropa schwierig ist, weil infolge der steigenden Arbeitslosigkeit ein politischer Druck vorhanden ist und weil Banken und Unternehmen durch die notleidenden Kredite in wechselseitiger Abhängigkeit stehen. Anfänglich hatte man gedacht, daß die Auflage einer strengeren Finanzdisziplin durch rasche Privatisierungsschritte erleichtert werden würde, aber angesichts der Schwierigkeiten bei der Durchführung der Privatisierungsprogramme wurden diese Erwartungen heruntergeschraubt. Die Regierungen haben inzwischen akzeptiert, daß ein beachtlicher Teil der Unternehmen in der näheren Zukunft in staatlicher Hand bleiben wird. Das hat die Notwendigkeit verstärkt, die Finanzdisziplin in den Betrieben durch eine verbesserte Unternehmenskontrolle zu erhöhen. In diesem Zusammenhang werden die Reform des Bankensystems und die Stärkung der Eigenkapitalbasis der Banken nunmehr als wichtige ordnungspolitische Instrumente angesehen.

#### *Die Banken in Ländern in einem fortgeschrittenen Stadium des Übergangs*

Rolle der Banken  
bei Stärkung  
der Finanz-  
disziplin ...

In einigen Ländern konzentrieren sich die Bemühungen darauf, die Banken zum Schlüsselfaktor bei der Stärkung der Finanzdisziplin zu machen, indem sie mit den Mitteln zur Ausübung einer stärkeren Unternehmenskontrolle ausgestattet werden. Das Ziel ist, die ineffiziente wechselseitige Abhängigkeit von Banken und Unternehmen zu brechen und die Anreize für eine Kreditgewährung, die marktwirtschaftliche Gesichtspunkte völlig außer acht läßt, zu beseitigen, und zwar im Wege einer strukturellen Stärkung der Eigenkapitalausstattung der Banken, einer verbesserten Unternehmenskontrolle durch Aufsichtsorgane der Banken, besserer interner Steuerungsmechanismen und Privatisierungsprogramme sowie der Stärkung ihrer Verhandlungsposition gegenüber den Unternehmen durch ein verbessertes Insolvenzrecht und andere gesetzliche Regelungen.

... und bilanz-  
struktureller  
Sanierungsbedarf

Eine wichtige Frage betraf das Vorgehen bei der bilanzstrukturellen Sanierung der Banken. Zwei grundsätzliche Modelle wurden erwogen. Bei dem ersten werden die notleidenden Kredite aus der Bankbilanz herausgenommen und durch Staatsanleihen ersetzt. Das hat den Vorteil, daß das Problem des „moral hazard“ für die Banken reduziert ist, weil diese keinen Anreiz mehr haben, Kredite an schlechte Schuldner zu vergeben. Ein Problem bei diesem Ansatz ist jedoch die nachfolgende Behandlung der als notleidend eingestuften Kredite, von denen viele – zumindest teilweise – eintreibbar sein dürften.



Wenn diese Forderungen auf eine staatliche Instanz übertragen werden, haben die Schuldner möglicherweise kaum Anreize zur Rückzahlung, da diese Instanz selbst ohnehin keine potentielle zukünftige Finanzierungsquelle wäre. Eine derartige staatliche Stelle dürfte auch eine geringe Motivation haben, eine effiziente Zwangsvollstreckung in den Unternehmen durchführen zu lassen. Die Alternative wäre, den Banken in Form von Staatspapieren Kapital zu geben, das für die bilanzielle Risikovorsorge bzw. Wertberichtigung für notleidende Kredite erforderlich ist, die Kredite selbst aber in den Büchern zu belassen. Das würde die Banken motivieren, die Schulden jener Unternehmen, die überlebensfähig erscheinen, umzustrukturieren und Zwangsmaßnahmen einzuleiten, wenn eine Umstrukturierung nur geringe Erfolgschancen hätte. Das Hauptargument gegen diesen Lösungsvorschlag – neben dem Risiko des „moral hazard“ – war der Mangel an ausreichenden Kenntnissen in den Banken, die Unternehmen zu bewerten und zu sanieren. Es wurde auch argumentiert, daß die Sanierung der großen Staatsunternehmen aus politischen Überlegungen zu wichtig ist, um sie den Banken anzuvertrauen. Eine Möglichkeit wäre, die größeren Problemfälle an eine staatliche Stelle zu übertragen und die anderen den Banken zu überlassen. In der Praxis wurden beide Lösungswege beschritten. Ungarn hat die notleidenden Kredite an eine Spezialbank übergeben, in Polen müssen die Banken – durch umfassende Sanierungsschritte unterstützt – selbst damit fertig werden, und in der ehemaligen Tschechoslowakei wurden beide Ansätze kombiniert.

*Ungarn* hat die weitreichendsten Schritte zur Bankenreform unternommen und dabei deutlich die verborgenen Schwächen des Bankensystems und ihre Auswirkungen auf die Wirtschaft aufgedeckt. Das heißt nicht, daß die Probleme dort größer sind als in anderen Ländern, sondern es ist vielmehr ein Zeichen, daß sie bereits früher an die Oberfläche gebracht wurden und dringend nach Lösungen gesucht wird. Die Reformbemühungen wurden in Ungarn im letzten Jahr durch das Inkrafttreten von zwei Gesetzen beschleunigt. Erstens regelt ein neues Konkursgesetz, daß Unternehmen mit Schulden, die seit mehr als 90 Tagen fällig sind, Konkurs anmelden müssen oder riskieren, durch die Gläubiger liquidiert zu werden. Das betraf im letzten Jahr etwa 14 000 Betriebe. Zweitens verlangt ein neues Bankgesetz, daß das Eigenkapital der Banken spätestens bis Ende 1994 einen Anteil von 8% der risikogewichteten Aktivpositionen erreicht, die Qualität ihrer Kreditportfolios vollständig beurteilt und Risikovorsorge für ihre notleidenden Kredite getroffen wird. Die Kombination dieser beiden Gesetze hat in gewissem Umfang die verdeckte Labilität der ungarischen Wirtschaft ans Licht gebracht. Der Anteil der zweifelhaften und der notleidenden Kredite wuchs von 7,1% Ende 1991 auf 13,6% im September 1992 (s. die gegenüberstehende Tabelle).

Die Banken reagierten auf das neue wirtschaftliche Umfeld mit strengeren Kriterien bei der Kreditvergabe und strikteren internen Kreditgenehmigungsverfahren sowie mit einer Erhöhung der Zinsspanne, um Mittel für die notwendige Risikovorsorge zu schaffen. Das Ergebnis war, daß die Kreditgewährung der Banken an Unternehmen zum Stillstand kam. Im Gegensatz zu früheren Erfahrungen wurden die Kürzungen bei der Kreditvergabe nicht durch einen starken Anstieg der zwischenbetrieblichen Außenstände ausgeglichen. Das ist

Bankenreform in  
Ungarn ...

Indikatoren des Bankgeschäfts in Ungarn		
Position	1991	1992
Notleidende Kredite <sup>1</sup>		
In Prozent der Aktiva	3,9	9,3
In Prozent der Ausleihungen	7,1	13,6
Haushaltseinnahmen von seiten der Banken (Steuern und Dividenden)		
In Prozent der staatlichen Haushaltseinnahmen	3,4	0,1
In Prozent des BIP	1,9	0,1
Spanne zwischen Kredit- und Einlagenzinsen <sup>2</sup> (in Prozentpunkten)	4,4	11,2
<i>Große Banken</i>	6,1	12,9
<i>Kleine Banken</i>	3,0	9,3
Zunahme der Kredite an Unternehmen in Prozent	18,7	1,9 <sup>3</sup>
<sup>1</sup> Verbindlichkeiten, die seit mindestens 60 Tagen nicht bedient werden, Forderungen an Schuldner, die in den vorangegangenen zwei Jahren Verluste verbuchten oder sich in Umstrukturierung bzw. Liquidation befinden, und sonstige von den Finanzinstituten als zweifelhaft oder notleidend eingestufte Forderungen. 1992: September. <sup>2</sup> Ausleihungen/Einlagen mit Laufzeiten von bis zu einem Jahr; Jahresendstände. <sup>3</sup> November gegen November des Vorjahres. Quelle: Nationale Angaben.		

wahrscheinlich das deutlichste Zeichen einer wirklichen Verstärkung der Finanzdisziplin. Die wachsenden Risikovorsorgen reduzierten die Haushaltseinnahmen aus gewinnabhängigen Steuern und Dividenden um 2 Prozentpunkte des BIP, was die Ausweitung des Haushaltsdefizits auf 7% des BIP größtenteils erklärte. Die Regierung reagierte mit der Einführung eines Bankenkonsolidierungsprogramms, das die Sanierung der Banken durch Ausgliederung der qualitativ schlechtesten Kredite auf eine staatseigene Spezialbank anstrebt, wobei ein Umtausch in marktmäßig verzinsten Staatsanleihen erfolgt. Ferner half die Regierung, ein Unternehmen zu gründen, das Garantien für Bankkredite an kleine und mittlere Unternehmen übernimmt, die mangels geeigneter Sicherheiten nur einen beschränkten Zugang zu Bankkrediten haben. Es wird eine Änderung des Konkursgesetzes erwogen, um dessen einseitige Ausrichtung auf die Liquidation zu beseitigen.

... Polen ...

In *Polen* hat das Parlament ein Gesetz verabschiedet, um den Banken durch eine Verbesserung des Konkursverfahrens eine größere Bedeutung bei Unternehmenssanierungen zu geben. Darüber hinaus wurde ein Rahmen für eine Schuldenumwandlung und den Handel von notleidenden Krediten geschaffen. Es wurden auch außergerichtliche Umstrukturierungsverfahren für verschuldete Betriebe eingeführt. Ein bedeutendes Sanierungsprogramm für Banken wird 1993 umgesetzt werden; neben der Bereitstellung von Haushaltsmitteln hat die Regierung die Geldgeber ersucht, einer diesbezüglichen Verwendung des mit \$ 1 Mrd. dotierten Währungsstabilisierungsfonds zuzustimmen, der 1989 eingerichtet worden war, bis jetzt aber noch nicht in Anspruch genommen wurde. Eine verbesserte Eigenkapitalbasis wird es den Banken ermöglichen, Risikovorsorge für ihre notleidenden Kredite zu treffen und eine aktive Rolle bei der Unternehmenssanierung zu übernehmen. Eine strengere Aufsicht bei den neun größten Banken durch das Finanzministerium



als Eigentümer und externe Prüfungen haben bereits zu einem gewissenhafteren Ausleihverhalten geführt. Der Druck auf die Banken, Kredite zu vergeben, wurde auch durch die Einrichtung von Aufsichtsorganen gesenkt, die sich aus externen Direktoren mit einer nicht verlängerbaren Amtszeit zusammensetzen, sowie durch Maßnahmen zur Behandlung des als notleidend eingeschätzten Viertels der Kredite.

Die Slowakische und die Tschechische Republik versuchten 1991, das Problem der notleidenden Kredite zu lösen. Mehr als 40% des Kreditportfolios der beiden größten Geschäftsbanken entfielen damals auf permanente Kredite für Lagerbestände mit sehr niedrigen Zinssätzen. Bei Eigenkapitalquoten von unter 2% war die Zahlungsfähigkeit dieser Banken bedroht, als das Zinsniveau anstieg. Die Regierung ergriff zwei Maßnahmen. Erstens übertrug sie ungefähr zwei Drittel dieser Kredite zusammen mit entsprechenden Verbindlichkeiten in Höhe von 11% des BIP auf eine spezielle Konsolidierungsbank. Zweitens erhielten die Banken zusätzliche Staatsanleihen im Gegenwert von 5% des BIP zur Verbesserung ihrer Kapitalstruktur. Die Unternehmenssanierungen wurden hingegen aufgeschoben. Es wird erwartet, daß die Konkurse in der Tschechischen Republik zunehmen werden, was die Fähigkeit der Banken, eine konstruktive Rolle im Rahmen der Unternehmensumstrukturierungen und -kontrolle zu spielen, auf die Probe stellen wird. Die Möglichkeiten der Banken, eine bessere Unternehmenskontrolle auszuüben, wurden durch die zuvor erfolgten umfangreichen Privatisierungen gestärkt, bei denen Staatsunternehmen gegen Kupons verkauft wurden, die gegen eine Schutzgebühr an die Bevölkerung abgegeben wurden. Drei Viertel der Anteile an den 1 491 Groß- und Mittelbetrieben, die im letzten Jahr privatisiert wurden, sind in Investmentfonds konzentriert, die zumeist den Banken gehören. Das heißt, daß die Banken sowohl Verbindlichkeiten als auch Eigenkapital von Unternehmen besitzen und daher die Möglichkeit haben, diese Betriebe eingehend zu durchleuchten und ihre Geschäftsstrategien zu beeinflussen.

... sowie der Slowakischen und der Tschechischen Republik

#### *Schwierigkeiten bei der Reform des Bankensystems*

Die Regierungen haben bei der Verbesserung der Finanzintermediation und bei der Ebnung des Weges für eine Ausweitung der Kredite an schnell wachsende private Klein- und Mittelbetriebe Fortschritte erzielt. Der öffentliche Sektor hat jedoch selbst mehr Kredite in Anspruch genommen, da die Haushaltsdefizite gestiegen sind (s. die gegenüberstehende Tabelle). Als die Banken vor der Wahl standen, sich zwischen risikobehafteten Privatschuldnern und risikolosen Staatspapieren zu entscheiden, zogen sie die letzteren vor. Das verzögerte die Weiterentwicklung der Erfahrungen von Banken mit dem Kreditgeschäft und reduzierte das für den Privatsektor verfügbare Kreditvolumen, wo die volkswirtschaftlichen Erträge im Übergangsstadium zu einer Marktwirtschaft besonders hoch sein dürften. Diese Erfahrung zeigt, wie wichtig es ist, die Haushaltsdefizite unter Kontrolle zu halten, wenn es darum geht, einen effizienten Bankensektor aufzubauen, der in der Lage ist, den Privatsektor zu versorgen und die Investitionen wiederaufleben zu lassen.

Weiterhin große Schwierigkeiten:

– Absorption von Kreditmitteln durch Haushaltsdefizite

Die Sanierung der Banken wird die budgetären Spannungen noch verstärken. Die Schaffung öffentlicher Verbindlichkeiten, die an die Stelle notleidender

Entwicklung der Kreditaggregate und Geldmengen					
Land/Aggregat	1988	1989	1990	1991	1992
	Veränderung der Jahresendstände in Prozent				
Bulgarien					
Inlandskredite: Insgesamt	10,7	4,2	25,6	148,0	50
An nichtöffentliche Stellen	6,1	8,0	10,7	112,5	31
Breite Geldmenge	10,3	10,5	14,8	124,8	50
Preisbereinigte breite Geldmenge	8,9	4,7	– 7,3	–60,6	–16
Polen					
Inlandskredite: Insgesamt	46,8	220,9	193,9	97,5	60
An nichtöffentliche Stellen	38,8	193,7	262,6	62,3	26
Breite Geldmenge	63,9	526,3	155,5	44,4	58
Preisbereinigte breite Geldmenge	– 3,4	–15,3	–26,9	–10,0	9
Rumänien					
Inlandskredite: Insgesamt	– 1,2	9,3	22,7	116,5	33
An nichtöffentliche Stellen	5,1	– 0,3	–15,6 <sup>1</sup>	101,1	39
Breite Geldmenge	10,2	6,3	22,0	101,2	71
Preisbereinigte breite Geldmenge	7,2	5,5	–13,0	–37,7	–43
Ungarn					
Inlandskredite: Insgesamt	5,4	16,8	11,8	7,1	11
An nichtöffentliche Stellen	5,8	17,2	20,1	0,1	5 <sup>2</sup>
Breite Geldmenge	3,0	15,3	28,9	27,7	29
Preisbereinigte breite Geldmenge	–10,3	– 2,4	– 5,9	– 3,4	6
Tschechoslowakei					
Inlandskredite: Insgesamt	7,3	7,6	9,7	18,0	16
An nichtöffentliche Stellen	3,1	– 1,9	1,4	20,3	18
Breite Geldmenge	11,5	3,5	0,1	27,3	20
Preisbereinigte breite Geldmenge	10,8	1,9	–15,2	–17,1	8
Anmerkung: Kredite an nichtöffentliche Stellen schließen solche an Staatsunternehmen ein; die breite Geldmenge entspricht im wesentlichen M3; preisbereinigte breite Geldmenge mit Verbraucherpreisen deflationiert.					
<sup>1</sup> Nicht mit der Summe der Inlandskredite vergleichbar (Bruch in der Zeitreihe). <sup>2</sup> Geschätzt.					
Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder.					

– Kosten der Verbesserung der Kapitalstruktur von Banken

Kredite treten, ist ein rein buchungstechnischer Vorgang. In den weiter fortgeschrittenen Ländern könnten die Zinskosten jedoch die Haushaltsausgaben vergrößern und das Defizit um vielleicht 2 Prozentpunkte des BIP erhöhen. Die Gefahr, daß das Wachstum der öffentlichen Schuld untragbar werden könnte, hat die Regierungen veranlaßt, nach alternativen Einnahmequellen zur Finanzierung der Sanierungsprogramme zu suchen. Ungarn hat dafür einen Teil der künftigen Privatisierungseinnahmen vorgesehen, und Polen hat zur Aufstockung seiner Haushaltsmittel ausländische Geldgeber um Unterstützung gebeten.

Die Regierungen erkennen die Notwendigkeit, die Finanzdisziplin der Unternehmen zu stärken. Die Schwierigkeit liegt aber in der Festlegung des richtigen Tempos. Die Gefahr eines langsamen Vorgehens besteht darin, daß sich damit an den Anreizen nichts ändert, weil der Privatsektor die Entschlossenheit der Regierung in Frage stellt. Eine plötzliche Verschärfung der disziplinierenden Zwänge für die Unternehmen wäre andererseits nicht

– Tempo, mit dem die Finanzdisziplin verstärkt werden kann



glaubwürdig, weil der rasche Anstieg der Arbeitslosigkeit Zweifel an der politischen Vertretbarkeit der Maßnahmen aufkommen lassen würde. Sie wäre auch wenig effizient, da die Unternehmen Zeit brauchen, um ihren Kapitalstock zu stärken und die Mitarbeiter umzuschulen.

Die Länder in einem weiter fortgeschrittenen Stadium des Übergangs versuchten, diese Überlegungen miteinander zu vereinbaren, indem sie Maßnahmen zur Verstärkung der Finanzdisziplin ergriffen, aber gleichzeitig den Banken erlaubten, die Kreditvergabe an zahlungsunfähige Unternehmen für die Zinskapitalisierung und die betrieblichen Aufwendungen fortzusetzen. Eine schwierige Aufgabe ist nun, die Banken von dieser Verantwortung zu befreien. Eine zweite Herausforderung besteht darin, die Führungsstrukturen in den Banken selbst zu verbessern, indem der staatliche Einfluß durch eine zumindest teilweise Privatisierung verringert wird. Nur dann werden die Banken in der Lage sein, eine entschlossene Unternehmenskontrolle auszuüben und die Kreditvergabe an gewinnbringende Unternehmen zu erhöhen.

– Privatisierung  
der Banken

### Jüngste Entwicklungen in den Entwicklungsländern und den jungen Industrieländern

Das Produktionswachstum in den Entwicklungsländern und den jungen Industrieländern beschleunigte sich im letzten Jahr auf fast 5% (s. die gegenüberstehende Tabelle), da eine stärkere Wirtschaftsaktivität in Asien und im Nahen Osten eine gewisse Abschwächung in Afrika und Lateinamerika mehr als ausgleichen konnte. Die durchschnittliche Inflationsrate stieg auf über 100%, was aber fast ausschließlich auf die Entwicklung in Brasilien zurückzuführen ist. Die meisten anderen Länder in Lateinamerika konnten ihre Inflationsrate senken, und sowohl Asien als auch der Nahe Osten verbesserten ihre Preisentwicklung. Die Leistungsbilanzungleichgewichte (s. die Tabelle auf S. 65) vergrößerten sich im letzten Jahr in den meisten Regionen. In Lateinamerika verursachten ein deutlicher Importanstieg und die weitere Verschlechterung der Terms of trade (s. die Tabelle auf S. 66) einen markanten Umschwung des Handelsbilanzsaldos in ein Defizit. Bei weitgehend unveränderten Zinszahlungen stieg der Fehlbetrag in der Leistungsbilanz auf \$ 33 Mrd. In Afrika und Asien waren weniger ausgeprägte, aber größtenteils ähnliche Entwicklungen zu beobachten, während im Nahen Osten die höheren realen Nettoexporte die Stabilisierung des Handelsbilanzüberschusses unterstützten. Die Hauptursache für den Rückgang des Leistungsbilanzdefizits im Nahen Osten war die Abnahme der Übertragungen, die wegen des Golfkonflikts 1991 fast \$ 25 Mrd. betragen hatten. Die realen Exporte wuchsen insgesamt um 8½%, weil der Handel innerhalb der Regionen, vor allem in Südostasien infolge des Einflusses von China, aber auch in Lateinamerika, zugenommen hatte. Da die Inlandsnachfrage im Vergleich zu den Industrieländern lebhaft war, nahmen die Importe sogar noch stärker zu. Die Verbesserung der Übertragungsbilanz wurde somit durch die hauptsächlich zyklisch bedingte Verschlechterung der Handelsbilanz mehr oder weniger ausgeglichen.

Stärkeres  
Wachstum, nie-  
drigere Inflation,  
aber zunehmen-  
des außenwirt-  
schaftliches  
Ungleich-  
gewicht

#### *Die jungen Industrieländer*

Nachdem die Produktion in den jungen Industrieländern einige Jahre lang ununterbrochen rasch expandiert hatte, nahm das Wachstumstempo im letzten

Wachstum des BIP und Inflation in den Entwicklungsländern und den jungen Industrieländern								
Land/ Ländergruppe	Reales BIP				Verbraucherpreise			
	Durchschnitt 1984–89	1990	1991	1992	Durchschnitt 1984–89	1990	1991	1992
	Veränderung in Prozent							
Afrika	3,1	1,7	1,6	1,1	17,2	17,0	32,0	40,0
Nigeria	5,8	8,2	4,5	3,6	24,0	7,4	13,0	45,0
Südafrika	1,5	−0,5	−0,4	−2,0	15,7	14,4	15,3	14,5
Länder südlich der Sahara	2,8	0,9	0,5	0,4	20,5	26,0	65,0	73,0
Naher Osten	−0,5	5,5	2,1	6,0	11,6	7,5	13,0	12,5
Ägypten <sup>1</sup>	6,9	2,6	2,3	0,7	18,8	16,8	19,8	13,6
Iran <sup>2</sup>	−4,1	11,7	8,1	6,5	20,2	7,6	17,1	25,0
Asien	7,1	5,8	5,2	6,9	8,3	7,5	8,5	7,5
China	9,2	4,8	7,7	12,8	12,8	2,1	3,0	6,5
Indien <sup>1</sup>	6,1	5,5	1,2	4,2	7,7	9,0	13,9	11,8
Indonesien	5,3	7,1	6,6	5,9	6,8	7,5	9,2	7,5
Malaysia	4,5	9,8	8,7	8,0	1,3	2,6	4,3	4,7
Philippinen	2,2	2,7	−0,7	0,0	9,5	14,1	18,7	9,0
Thailand	8,6	10,0	8,2	7,4	3,2	5,9	5,7	4,0
Junge Industrieländer	8,6	6,8	7,1	5,3	3,3	7,0	7,6	6,0
Lateinamerika	2,4	0,7	2,9	2,3	266,0	1 568	193,0	355,0
Argentinien	−1,3	0,0	8,9	8,7	444,5	2 314	171,7	25,0
Brasilien	4,5	−4,0	0,9	−0,9	391,5	3 118	428,0	982,0
Chile	6,2	2,1	6,0	10,4	20,5	26,0	21,8	15,5
Mexiko	1,0	4,4	3,6	2,6	77,3	26,7	22,7	15,5
Peru	−0,5	−4,4	2,6	−2,7	371,5	7 482	409,5	73,5
Venezuela	2,0	6,9	10,4	7,3	30,5	40,8	34,2	31,5
Länder insgesamt <sup>3</sup>	3,7	3,7	3,5	4,6	86,0	469,0	67,0	115,0

<sup>1</sup> Finanzjahr. <sup>2</sup> Berichtsjahr beginnt am 21. März. <sup>3</sup> Gewogener Durchschnitt, berechnet unter Verwendung der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1984–86.  
Quellen: IMF, World Economic Outlook; UN, Economic Commission for Latin America and the Caribbean; Angaben der einzelnen Länder.

In Südkorea  
deutlicher  
Konjunktur-  
abschwung ...

Jahr ab. Besonders ausgeprägt war der Wachstumsrückgang in *Südkorea*, wo sich die Inlandsnachfrage während des Jahres zunehmend abschwächte. Das war das Ergebnis einer restriktiveren Politik (die Einschränkungen bei den Baugenehmigungen und den Unternehmenskrediten beinhaltete), mit der dem Aufbau eines Inflationsdrucks Einhalt geboten werden sollte. Die realen privaten Anlageinvestitionen fielen sogar, nachdem sie im Zeitraum 1985–91 durchschnittlich um über 16% gestiegen waren. Wegen der schwächeren Inlandsnachfrage und des weitgehend unveränderten Exportwachstums war der reale Ausfuhrüberschuß für ungefähr ein Drittel der gesamten BIP-Zunahme und für die Verbesserung der Leistungsbilanz verantwortlich. Auch der Preisanstieg beruhigte sich infolge der Verringerung des übersteigerten Nachfragedrucks,



während der nominale Lohnanstieg ungeachtet der Regierungsappelle zur Mäßigung bei den Löhnen bis gegen Ende des Jahres relativ hoch blieb. Trotzdem verbesserte sich die – in den späten achtziger Jahren erheblich schlechter gewordene – Wettbewerbsposition der südkoreanischen Industrieunternehmen wegen eines niedrigeren nominalen gewogenen Wechselkurses in mäßigem Umfang. Die neue Regierung präsentierte kürzlich einen Plan, wonach die Wirtschaft durch die Aufgabe der restriktiven Geldpolitik stimuliert und versucht werden soll, die Gefahr eines zunehmenden Preisauftriebs durch teilweise Preis- und Lohnstopps zu bannen.

Die wesentlichen Gründe für die weniger lebhaft entwickelte Entwicklung in *Taipeh-China* waren die reale Aufwertung, die vornehmlich auf die relativ hohen Lohnzuwächse zurückzuführen war, sowie das träge Wachstum an den wichtigsten Exportmärkten und bei den privaten Investitionen; die Inlandsnachfrage wurde hingegen durch hohe Infrastrukturinvestitionen belebt. In *Singapur* blieb die Wirtschaftstätigkeit in der ersten Jahreshälfte 1992 gedämpft, aber im zweiten Halbjahr gab es einen starken Umschwung infolge des weltweiten Nachfragebooms für Personalcomputer. *Hongkong* profitierte besonders von der Dynamik in China (s. weiter unten), und der starke Impuls durch den Außenbeitrag bewirkte einen Anstieg des Produktionswachstums auf 5%; das war die höchste Zuwachsrate seit vier Jahren. Vor allem wegen der gestiegenen Infrastrukturinvestitionen wird in Hongkong – nach sieben Jahren mit Überschüssen – für dieses Jahr ein Haushaltsdefizit veranschlagt.

... und in den übrigen jungen Industrieländern außer Hongkong Abschwächung

#### *Andere Entwicklungsländer*

In *Afrika* fiel das durchschnittliche Produktionswachstum im letzten Jahr auf nur 1%. In weiten Teilen des Kontinents wurde die Landwirtschaft von einer ausgeprägten Dürreperiode getroffen, und innere Unruhen in einigen Ländern wirkten sich ebenfalls nachteilig aus. Die Terms of trade verschlechterten sich um über 5%, und einige Länder, die sich im Frühstadium der Durchführung von Strukturreformprogrammen befinden, verzeichneten ein geringeres Produktionswachstum. In *Nigeria*, auf das 20% der gesamten Produktion entfallen, wuchs das reale BIP um 3½%. Mehrere Faktoren lassen jedoch den Schluß zu, daß die grundlegenden Probleme noch nicht gelöst wurden: ein heftiger Anstieg der Inflationsrate – der auf eine Abwertung der Währung um 50%, eine weitere Öffnung der Schere zwischen dem offiziellen Wechselkurs und dem „Parallelmarktkurs“ sowie eine Verdoppelung des Kreditwachstums zurückzuführen ist – sowie eine Zunahme des Haushaltsdefizits und wachsende Zinsrückstände bei der Auslandsschuld, die nunmehr 100% des BIP übersteigt. Hingegen dürfte *Tunesien* von einem strengen Reformprogramm profitiert haben; es erzielte ein reales Wachstum von 8½%. Ebenfalls 20% des afrikanischen BIP entfallen auf *Südafrika*, das in drei aufeinanderfolgenden Jahren Produktionsrückgänge hinnehmen mußte. Bei der Vorstellung des Budgets 1993/94 hat die Regierung auch ein umfassendes Spar- und Reformpaket unterbreitet. Das Programm fordert – unter der Zielvorstellung eines ausgeglichenen Budgets – eine beträchtliche Kürzung der Staatsausgaben und eine Umstellung von der Unternehmens- auf die indirekte Besteuerung, um die Investitionstätigkeit und das Wirtschaftswachstum zu fördern sowie die Armut zu lindern. Auch die Devi-

In Afrika geringes Wachstum und höhere Inflation

In Südafrika Reformplan

senkontrollen sollen beseitigt und die jährlichen realen Lohnzuwächse auf weniger als 1% begrenzt werden; während einer Übergangsphase soll die Beschäftigung durch verschiedene Maßnahmen am Arbeitsmarkt gefördert werden.

Im Nahen Osten  
Erholung ...

Im *Nahen Osten* beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum stark, aber rund die Hälfte des Zuwachses ist der Wiederaufnahme der Ölförderung in *Kuwait* und der Stabilisierung der Produktion im *Irak* zuzuschreiben; beide Länder hatten 1990/91 massive Rückgänge zu verzeichnen gehabt. Im *Iran* verlangsamte sich das Wachstum, als der Reformprozeß steckenblieb und die Importe stark anstiegen. *Ägypten* wies eine Wachstumsrate von weniger als 1% auf, erzielte aber Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung. Obwohl sich die Senkung des Haushaltsdefizits und die Wirtschaftsreformen verzögerten, wurden die Bedingungen im Rahmen des IWF-Beistandsabkommens erfüllt; dies bewirkte eine Reduktion der Verschuldung bei öffentlichen Gläubigern.

... und in Asien  
dynamische Entwicklungen

Die Dynamik im innerasiatischen Handel und eine lebhafte Inlandsnachfrage bewirkten auch in *Asien* einen Anstieg des Produktionswachstums. Es bestanden jedoch markante regionale Unterschiede. In Ländern wie z.B. Indonesien, Malaysia und Thailand, die mit restriktiven Maßnahmen den zunehmenden Inflationsdruck bekämpfen, verringerte sich das – zuvor hohe – Wachstum des BIP. Gleichzeitig verstärkte sich in Indien und vor allem in China die Wirtschaftstätigkeit erheblich. Die Wachstumsbeschleunigung in diesen zwei Ländern allein war höher als die der gesamten Region.

In Indien  
deutlicher Aufschwung durch Reformen

*Indien* verzeichnete im letzten Jahr einen beachtlichen Aufschwung. 1991 hatte es wegen seiner restriktiveren Politik, die Teil der koordinierten Maßnahme zur Abwendung einer Liquiditätskrise war, einen Rückgang des Pro-Kopf-Einkommens hinnehmen müssen. Die wirtschaftliche Verbesserung war teilweise auf die günstigeren Wetterverhältnisse zurückzuführen, aber hauptsächlich das Resultat der jüngsten Wirtschaftsreformen und der Erfolge bei der Inflationsbekämpfung. Weitere Reformschritte, wie die Abschaffung des gespaltenen Wechselkurses und eine substantielle Senkung der Importzölle – vor allem auf Investitionsgüter und Rohstoffe – sowie eine wachsende staatliche Investitionstätigkeit, dürften dieses Jahr für einen weiteren Nachfrageschub im Inland sorgen und die Wettbewerbsposition der Exporteure verbessern. Eine störende Entwicklung war der jüngste Anstieg des Leistungsbilanzdefizits, der dadurch zustande kam, daß die Einfuhren infolge der Liberalisierung rasch gestiegen sind, während die Ausfuhren durch den Zusammenbruch der Inlandsnachfrage in der ehemaligen Sowjetunion negativ beeinflußt wurden. Da 70% der Arbeitskräfte in der Landwirtschaft tätig sind, könnten der Erfolg der Reformpolitik und ihre Akzeptanz in der Bevölkerung auch durch ungünstige Wetterverhältnisse bedroht werden.

In China kräftiges Wachstum mit großen sektoralen und regionalen Unterschieden ...

Unterstützt durch die kräftige Investitionstätigkeit und das Exportwachstum stieg das reale BIP in *China* 1992 um fast 13% (und damit mehr als doppelt so stark wie geplant). Die zusammengefaßten Produktionszahlen überdecken jedoch große Unterschiede in und zwischen den einzelnen Sektoren und Regionen. Das landwirtschaftliche Produktionswachstum war schleppend, da die Einkommen der Betriebe zwischen den Produktionspreisen und den steigenden Rohstoffkosten unter Druck gerieten. Im industriellen Sektor verbuchten zwei



Drittel der Staatsunternehmen Verluste, die den Erfolg der Reformmaßnahmen weiterhin gefährdeten. Diese Unternehmen unterliegen keiner strengen Finanzdisziplin und erhielten im letzten Jahr zur Verlustabdeckung sowohl direkte Subventionen in Höhe von 2% des BIP als auch Bankkredite. Diese Verluste beschleunigen nicht nur das Kreditwachstum, sondern engen auch den Spielraum der Zentralbank ein, Zinssätze als geldpolitisches Instrument einzusetzen, da höhere Zinsen den Bedarf der Staatsunternehmen an Bankkrediten und Subventionen weiter vergrößern würden. Es gab auch große regionale Unterschiede, wobei in den Küstengebieten die Gefahr einer starken konjunkturellen Überhitzung bestand, während das Wachstum im Landesinneren weiterhin langsam war. In der Außenwirtschaft übertraf das Importwachstum das der Exporte, aber die Leistungsbilanz blieb positiv. Die Kapitalzuflüsse nahmen zu, und erstmals waren die Direktinvestitionen die größte Komponente.

Die Inflation beschleunigte sich im letzten Jahr, aber ein Teil dieses Anstiegs ist auf die Aufhebung der Preisregelung bei mehr als 600 Produkten zurückzuführen. Ein deutlicher Zuwachs bei der Ersparnisbildung der privaten Haushalte – einigen Schätzungen zufolge auf über 25% des BIP – hatte einen schwächenden Einfluß, und die Hälfte des Wachstums der Geldmenge M<sub>2</sub> um 30% entfiel auf die Termin- und Spareinlagen. Im Jahresverlauf 1992 verstärkten sich jedoch die Anzeichen eines stark zunehmenden Inflationsdrucks. Die Währung wurde deutlich schwächer (s. Kapitel IV), und das Haushaltsdefizit weitete sich auf fast 4% des BIP aus. Darüber hinaus stiegen die Preise in den größeren Städten doppelt so schnell wie im nationalen Durchschnitt; das deutet auf eine langsame Anpassung des Angebots und die Existenz von teilweise segmentierten Märkten hin. Nach einer weiteren Festigung des Produktionswachstums beschleunigte sich die Preissteigerungsrate Anfang des Jahres auf 8½%, und es wurden Maßnahmen zur Dämpfung des Investitionsbooms eingeführt.

... und steigendem Inflationsdruck

Ungeachtet der wachsenden Gefahr einer Überhitzung verzeichnet China seit dem Beginn der Reformen vergleichsweise größere Erfolge als die osteuropäischen Länder und insbesondere die angrenzende *Mongolei*, ein weiteres ehemals sozialistisches Land. Obwohl die ausländische Hilfe dort eine Pro-Kopf-Quote von insgesamt \$ 130 erreicht hat, ist die Wirtschaftsleistung in den letzten beiden Jahren um beinahe 20% geschrumpft, während die Preise um fast 500% gestiegen sind.

In *Lateinamerika* gab es deutliche Zeichen einer weiteren Konsolidierung der jüngsten Stabilisierungs- und Strukturreformmaßnahmen, obwohl das Produktionswachstum rückläufig war. Mexiko und Venezuela verzeichneten geringere Wachstumsraten, aber der Hauptgrund für die schwächere Entwicklung in dieser Region waren Produktionsrückgänge in Brasilien, Kuba und Peru, schlechte Ernteerträge wegen ungünstiger Wetterverhältnisse und ein relativ langsames Exportwachstum. Zusätzlich erhöhten sich die Importe beachtlich, und die Terms of trade verschlechterten sich, wodurch sich seit 1984 ein kumulativer Rückgang um über 20% ergab.

In Lateinamerika Stabilisierung ...

Die sichtbarste Leistung der Stabilisierungspolitik war – außer in Brasilien – der ausgeprägte Rückgang der Inflationsrate. Ende letzten Jahres verzeichneten die Hälfte der Länder in Lateinamerika einen Preisanstieg von 15% oder weniger. Der Erfolg – obgleich das Ergebnis unterschiedlicher Maßnah-

... bei deutlichem Inflationsrückgang ...

Leistungsbilanzsalden der Entwicklungsländer und der jungen Industrieländer									
Ländergruppe	Leistungsbilanz			darunter					
				Handelsbilanz			Kapitalertragsbilanz		
	1990	1991	1992	1990	1991	1992	1990	1991	1992
Milliarden US-Dollar									
Entwicklungsländer	-18,8	-80,3	-75,5	59,7	17,9	-12,5	89,2	84,3	79,6
Afrika	- 2,4	- 3,9	- 7,8	9,1	8,2	2,4	14,4	14,3	14,2
Asien	- 6,5	- 6,6	-21,2	-8,1	-10,4	-18,4	21,6	22,6	22,3
Junge Industrieländer	14,4	9,3	7,8	7,5	3,0	1,9	4,3	4,0	4,2
Naher Osten	- 3,1	-51,4	-13,1	32,2	10,3	10,0	14,4	11,8	11,4
Lateinamerika	- 6,8	-18,4	-33,4	26,6	9,9	- 6,5	38,8	35,6	31,7
Quellen: IMF, World Economic Outlook; Angaben der einzelnen Länder.									

men – war besonders in drei Ländern erkennbar, nämlich Argentinien, Peru und Nicaragua, die noch einige Jahre zuvor unter einer Hyperinflation gelitten hatten. Die Haushaltskonsolidierung und eine straffe Geldpolitik trugen erheblich zu der günstigeren Preisentwicklung bei. In einigen Ländern mit sich aufwertenden Währungen hatte auch die drastische Verengung des Spielraums bei der Preisentwicklung im Sektor der handelbaren Güter einen dämpfenden Effekt. Andererseits blieb die Inflationsrate – wie in den Industrieländern – bei den nicht handelbaren Gütern relativ hoch, und die daraus resultierende Veränderung bei den relativen Preisen trug zu einer Verschlechterung des Außenbeitrags bei.

... aber wachsen-  
dem außenwirt-  
schaftlichem  
Ungleich-  
gewicht

Die kontinuierliche Ausweitung der Leistungsbilanzdefizite in Lateinamerika gibt Anlaß zur Besorgnis. Unter dem Einfluß einer neuerlichen Importwelle und der bereits erwähnten Verschlechterungen der Terms of trade wandelte sich der Handelsbilanzüberschuß in ein Defizit, und die Lücke in der Leistungsbilanz erreichte ihren höchsten Stand seit 1982. Kapitalzuflüsse ermöglichten den meisten Ländern, ihre Devisenreserven aufzufüllen und ihre Importe zu finanzieren. Die weitere Zunahme der Direktinvestitionen war ein Zeichen für das gestiegene Vertrauen der ausländischen Investoren in den von den Ländern eingeschlagenen Kurs. Ein großer Teil der gesamten Kapitalzuflüsse war jedoch nur kurzfristiger Natur und auf die Attraktivität der hohen Realzinsen und der haussierenden Aktienmärkte zurückzuführen.

Brasilien eine  
wichtige  
Ausnahme

*Brasilien* wich im letzten Jahr noch deutlicher von den positiveren Tendenzen in den anderen lateinamerikanischen Ländern ab, da sich die Inflation im Umfeld einer sich vertiefenden Rezession beschleunigte. In der ersten Jahreshälfte 1992 gab es noch eine gewisse wirtschaftliche Erholung, die teilweise von der Freigabe finanzieller Vermögenswerte, die in einem früheren Stabilisierungsprogramm eingefroren worden waren, getragen wurde. In der zweiten Jahreshälfte aber sank die Wirtschaftsleistung vor dem Hintergrund zunehmender politischer Unsicherheiten. Der Wertverlust der Währung und ein wachsendes fiskalisches Ungleichgewicht trugen dazu bei, daß die monatliche Inflationsrate bei 20–25% lag. Die weiterhin restriktive Geldpolitik führte zu hohen Realzinsen und großen Kapitalzuflüssen. Anders als die meisten anderen Länder in Lateinamerika verzeichnete Brasilien eine Verbesserung seines



Außenbeitrags. Die Gründe dafür liegen in einer schwachen Inlandsnachfrage und einer besseren Wettbewerbsposition gegenüber den lateinamerikanischen Handelspartnern, da die relativ hohen Lohnzuwächse durch die Schwächung der Währung mehr als ausgeglichen wurden.

Die Stabilisierungsmaßnahmen, die Argentinien 1990 ergriffen hatte, wurden im letzten Jahr weiter konsolidiert. Sie bewirkten einen Rückgang der Inflationsrate auf 18% bis Ende 1992, was die niedrigste Rate seit mehr als zwanzig Jahren bedeutete. Trotz einer gewissen Abschwächung in der zweiten Jahreshälfte wuchs das reale BIP um 8¾%. Die Anlageinvestitionen stiegen um rund 35%, und die Verbrauchsausgaben waren trotz stagnierender Reallöhne lebhaft. Die Exporte gingen im letzten Jahr zurück; darin zeigte sich das Ergebnis einer Politik, die als wichtigstes Instrument zur Verringerung der Inflation den festen Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar einsetzt. Da sich die Importe fast verdoppelten, ergab sich eine erhebliche Verschlechterung der Handelsbilanz. Im Gegensatz zu früheren Jahren, als die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte hauptsächlich auf die fiskalischen Defizite zurückzuführen waren, war die Ursache für das Ungleichgewicht des letzten Jahres im Defizit des Privatsektors zu suchen, da im Staatshaushalt ein Überschuß verbucht wurde.

In Argentinien  
weitere Konsoli-  
dierung

Mexiko und Chile waren unter den ersten Ländern in Lateinamerika, die Stabilisierungs- und Anpassungsmaßnahmen ergriffen hatten. Beide senkten die Inflationsrate im letzten Jahr auf ungefähr 15%, verzeichneten aber ansonsten

Indikatoren des Außenhandels der Entwicklungsländer und der jungen Industrieländer				
Ländergruppe	Zeitraum	Exportvolumen	Importvolumen	Terms of trade
		durchschnittliche jährliche Veränderung in Prozent		
Entwicklungsländer	1985–90	8,5	6,3	– 2,4
	1991	7,6	9,1	– 3,7
	1992	8,5	10,5	– 1,6
Afrika	1985–90	3,7	0,3	– 4,8
	1991	1,7	–3,0	– 5,5
	1992	1,4	3,3	– 5,5
Asien	1985–90	11,6	11,5	0,7
	1991	11,3	11,2	– 0,3
	1992	11,1	11,9	– 0,4
Junge Industrieländer	1985–90	11,6	16,5	3,2
	1991	11,8	14,4	0,4
	1992	10,7	12,1	– 0,4
Nahe Osten	1985–90	7,3	–1,3	– 7,0
	1991	3,0	3,6	–11,6
	1992	6,9	3,6	– 3,9
Lateinamerika	1985–90	4,3	4,7	– 2,8
	1991	4,2	16,5	– 4,0
	1992	4,3	17,9	– 0,6
Quellen: IMF, World Economic Outlook; Angaben der einzelnen Länder.				

In Mexiko  
großes  
Leistungsbilanz-  
defizit ...

... und in Chile  
dynamische  
Entwicklung

Das Problem  
der Armut

sehr unterschiedliche Entwicklungen. In Mexiko stieg die Endnachfrage im Inland um 7% an; dabei waren der Verbrauch der privaten Haushalte und die privaten Anlageinvestitionen die treibenden Kräfte. Wegen des Lagerabbaus, einer schwachen Exportnachfrage und einer weiteren Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit sank jedoch das Produktionswachstum auf etwa 2½%. Das Leistungsbilanzdefizit erreichte mit über 7% des BIP eine Höhe, bei der die Exporte fast doppelt so schnell steigen müßten wie die Importe, um auch nur ein weiteres Anwachsen des Defizits zu verhindern. Seit dem Abschluß des ersten Lohn-Preis-Abkommens im Jahr 1987 ist der reale gewogene Wechselkurs um ungefähr 50% gestiegen, und zur Verbesserung der Wettbewerbssituation der Unternehmen erhöhte die Zentralbank im vergangenen Jahr die täglichen Anpassungen des Peso gegenüber dem Dollar. In Chile nahm das reale Wachstum hingegen auf über 10% zu, wodurch sich die kumulative Erhöhung des Pro-Kopf-Einkommens seit der Rezession 1982 auf über 45% vergrößerte. Im selben Zeitraum fiel die Arbeitslosenquote von 20% auf nur noch 5%. Die Kapitalzuflüsse konnten das Leistungsbilanzdefizit mehr als abdecken, und als weiteres Zeichen des Vertrauens der internationalen Investoren erhielt das Land – als erstes in Lateinamerika – ein Anlagerating seiner Schulden.

Chile war auch eines der ersten lateinamerikanischen Länder, die Maßnahmen ergriffen, um die Notlage der niedrigsten Einkommensgruppen zu lindern. Obwohl kürzlich einige Erfolge erzielt wurden, lebt noch immer fast ein Drittel der Bevölkerung in Armut, und im letzten Jahr wurden die Sozialausgaben (in einer breiten Definition) auf zwei Drittel der gesamten staatlichen Ausgaben ausgeweitet. In anderen lateinamerikanischen Ländern ist die Situation für die Armen sogar noch trostloser; das Einkommen von ungefähr der Hälfte der privaten Haushalte liegt unter der Armutsgrenze, und fast ein Viertel lebt in Verhältnissen, die als „extreme Armut“ bezeichnet werden. Die Einkommensunterschiede sind auch in anderen Entwicklungsländern ausgeprägt, obwohl in einigen asiatischen Ländern das lebhaftes Wirtschaftswachstum von einer gleichmäßigeren Verteilung der Gewinne begleitet war. Daher dürfte die Konsolidierung der jüngsten Fortschritte in Lateinamerika neben der Verbesserung des Außenbeitrags davon abhängen, ob Maßnahmen ergriffen werden, die die Einkommensunterschiede reduzieren und den Lebensstandard der Armen anheben.

### Verteilung des Welteinkommens und Wirtschaftswachstum auf mittlere Sicht

Mit den großen regionalen Unterschieden beim Wirtschaftswachstum im letzten Jahr setzte sich ein Trend fort, der bereits während der gesamten achtziger Jahre beobachtet wurde: Einem hohen Wirtschaftswachstum in Asien stehen ein geringes Wachstum und rückläufige Pro-Kopf-Einkommen in Afrika und Lateinamerika gegenüber. Da die Einkommensentwicklung dort auch deutlich schwächer war als in den Industrieländern und die meisten Länder mit einem sehr niedrigen Pro-Kopf-Einkommen in Afrika liegen, stellen sich zwei Fragen, nämlich erstens, in welchem Ausmaß die Verteilung des Welteinkommens ungleicher geworden ist, und zweitens, wie diese markanten Wachstumsunterschiede zwischen den Ländern zu erklären sind.



Die Verteilung des Welteinkommens ist in der untenstehenden Tabelle dargestellt. Die Spalte a zeigt, daß 1960 die 20% der Weltbevölkerung mit den niedrigsten Pro-Kopf-Einkommen nur 5% des Welteinkommens erhielten und ihr Anteil beständig gesunken ist. Nach einem mäßigen Anstieg während der sechziger Jahre hat auch der Einkommensanteil der 20% mit den höchsten Pro-Kopf-Einkommen (ausschließlich Industrieländer) im Laufe der Zeit abgenommen, aber er betrug 1990 noch immer fast 63%. Das einzige Bevölkerungssegment, das einen Gewinn verbuchen konnte, ist das dritte Quintil (40–60%), das während der beiden letzten Dekaden seinen Anteil fast verdoppelte.

Dieser Gewinn ist ausschließlich auf die außergewöhnliche Entwicklung Chinas zurückzuführen, das mit seinen fast 20% der Weltbevölkerung das gesamte dritte Quintil belegt. Das chinesische Pro-Kopf-Einkommen hat sich seit dem Beginn der wirtschaftlichen Reformen 1977/78 durchschnittlich um fast 7% pro Jahr ausgeweitet; davor hatte der Anstieg nur 1½% betragen. Ohne Berücksichtigung Chinas (Spalte b der Tabelle) ist die Ungleichheit deutlich ausgeprägter, wobei die reichsten Länder in Relation zu allen anderen gewinnen, besonders zu den ärmsten 20%.

Die zunehmende Ungleichheit zeigt sich auch in der Einkommensentwicklung nach Regionen in der gegenüberstehenden Tabelle. Die relative Position Afrikas, wo die meisten Länder aus dem ersten Quintil der untenstehenden Tabelle liegen, verschlechterte sich stetig, während Lateinamerika nach einer weitgehenden Stabilität bis 1980 dann im letzten Jahrzehnt erheblich verlor. Dagegen verbuchte Asien eine deutliche Verbesserung, und zwar besonders in den achtziger Jahren, als sich das Einkommenswachstum weitaus weniger verlangsamte als in anderen Regionen. Neben der außergewöhnlichen Entwicklung

Entwicklung bei der Verteilung des Welteinkommens ...

... und die Rolle Chinas

Regionale Einkommensentwicklung

Verteilung des Welteinkommens nach Bevölkerungssegmenten												
Bevölkerungs- segment	Anteil des Bevölkerungsquintils am Welteinkommen in Prozent Mit China (a) und ohne China (b)										Veränderung 1960–90 in Prozent- punkten	
	1960		1969		1979		1987		1990			
	a	b	a	b	a	b	a	b	a	b	a	b
1. Quintil	5,0	3,9	4,2	3,3	3,3	2,6	3,4	2,9	3,4	2,9	–1,6	–1,0
2. Quintil	6,2	4,9	5,2	4,0	5,9	3,7	6,1	3,6	6,0	3,7	–0,2	–1,2
3. Quintil	7,3	9,6	6,0	8,8	7,0	9,3	10,6	8,8	11,5	8,4	4,2	–1,2
4. Quintil	17,9	23,3	18,5	24,8	18,9	25,8	17,1	22,0	16,3	20,4	–1,6	–2,9
5. Quintil	63,7	58,3	66,1	59,1	64,9	58,6	62,7	62,7	62,8	64,6	–0,9	6,3
Nachrichtlich:	Verhältnis										5,8	7,4
Reichste 20% zu ärmsten 20%	12,7	14,9	15,7	17,9	19,7	22,5	18,4	21,6	18,5	22,3		
Reichste 20% zu ärmsten 80%	1,8	1,4	1,9	1,4	1,8	1,4	1,7	1,7	1,7	1,8		
Anmerkung: Die Berechnungen basieren auf Länderdurchschnitten; Einkommensunterschiede innerhalb eines Landes bleiben unberücksichtigt.												
Quellen: Summers, R. und Heston, A. (1991): „The Penn World Table (Mark 5): an expanded set of international comparisons, 1950–88“, Quarterly Journal of Economics, S. 327–348; IMF, International Financial Statistics; World Bank, World Tables; eigene Schätzungen.												

Einkommensverteilung nach Regionen				
Region	1960	1970	1980	1990
	Pro-Kopf-Einkommen gemessen am Durchschnitt der Industrieländer			
Lateinamerika	0,41	0,38	0,40	0,29
Afrika	0,17	0,14	0,14	0,11
Asien	0,25	0,26	0,31	0,35
China	0,14	0,12	0,13	0,20
Junge Industrieländer	0,31	0,40	0,59	0,83
Entwicklungsländer insgesamt	0,25	0,24	0,24	0,20
Durchschnittliche Zunahme des Pro-Kopf-Einkommens im vorangegangenen Jahrzehnt				
<i>Nachrichtlich:</i>				
Lateinamerika	—	3,0	3,1	—0,8
Afrika	—	2,2	2,0	—0,3
Asien	—	3,5	3,4	2,7
China	—	2,2	3,5	6,9
Junge Industrieländer	—	6,3	6,7	5,6
Entwicklungsländer insgesamt	—	2,9	2,4	—0,1
Anmerkung: Ungewogene Jahresdurchschnitte nach Ländern (aber ohne Ölproduzenten im Nahen Osten) auf der Basis derselben Quellen wie bei der Tabelle auf S. 68.				

in China trugen zu der Verbesserung in Asien die vier jungen Industrieländer bei, die 1990 ein Pro-Kopf-Einkommensniveau erreicht hatten, das nur 17% unter dem der Industrieländer lag.

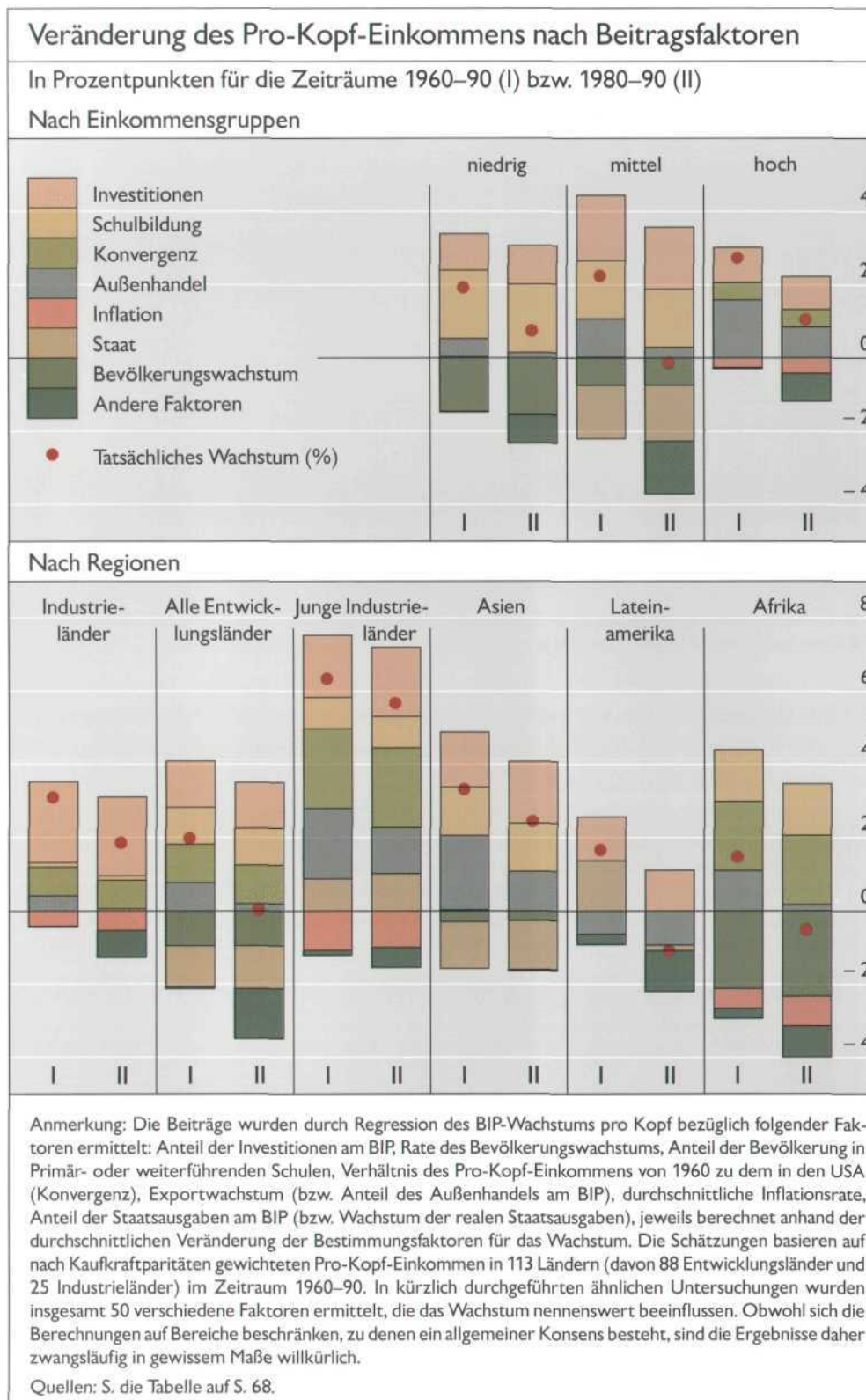
#### Wachstumsfaktoren: eine vorläufige Analyse

Die Entwicklungen, die in den beiden vorstehenden Tabellen gezeigt werden, lassen Zweifel an der weitverbreiteten Annahme aufkommen, daß sich die relative Position der armen gegenüber den weiter fortgeschrittenen Ländern durch das Übergreifen des technologischen Fortschritts und durch die Kapitalzuflüsse im allgemeinen verbessere. Vielmehr deutet die umseitige Grafik eher darauf hin, daß noch andere Bedingungen erfüllt sein müssen, damit diese Länder vom übergreifenden technologischen Fortschritt profitieren können. Die Länder, die nicht die Infrastruktur oder die qualifizierten Arbeitskräfte besitzen, um ausländische Investitionen anzuziehen und die modernen Technologien zu nutzen, können der Armut nicht entkommen.

Die Grafik basiert auf Beiträgen zum Wachstum des Pro-Kopf-Einkommens, wobei ein breiter analytischer Rahmen verwendet wird, in dem allgemein anerkannte wachstumsbestimmende Faktoren, wie das Verhältnis der Investitionen zum BIP, das Bevölkerungswachstum, die Schulbildung und das Pro-Kopf-Einkommensniveau des Jahres 1960 in Relation zu jenem der USA, verwendet werden (zu Einzelheiten s. die Anmerkung zur Grafik). Die letztgenannte Variable wird auch als Maßstab für die Konvergenz verwendet und wurde in den meisten Wachstumsstudien berücksichtigt, da sie auf der Annahme basiert, daß Länder, die auf einem geringen Einkommensniveau beginnen, höhere Wachstumsraten erzielen dürften als Länder mit einer höheren Ausgangsbasis. Diese grundlegenden wachstumsbestimmenden Faktoren wurden durch stärker wirtschaftspolitisch orientierte Bestimmungsgrößen ergänzt, wie die

Fundamentale  
Wachstums-  
faktoren





Inflationsrate, den Anteil der Staatsausgaben gemessen am BIP und verschiedene Maße für die Offenheit der Volkswirtschaft.

Das obere Bild der Grafik zeigt, daß sich die Konvergenz vor allem auf das Segment mit hohem Einkommen beschränkt hat, das sich fast ausschließlich aus Industrieländern zusammensetzt. Im mittleren Einkommenssegment, in dem

Wachstumsfaktoren in weitgefaßten Einkommensgruppen ...

sich ein großer Teil der lateinamerikanischen Länder befindet, scheint es nur eine geringe Annäherung gegeben zu haben, wobei allerdings die Schulbildung und das Verhältnis der Investitionen zum BIP positive Beiträge geleistet haben. Gleichzeitig wurde die Entwicklung in diesem Segment durch das Bevölkerungswachstum negativ beeinflusst. Die hohe Staatsquote scheint von einer gewissen Fehlallokation der Ressourcen begleitet worden zu sein. Im Segment mit niedrigem Einkommen, das von Afrika dominiert wird, scheint es keine Konvergenz gegeben zu haben, während von der Schulbildung immerhin Wachstumsimpulse ausgegangen sind. Der Hauptgrund für das relativ schwache Abschneiden dieses Segments ist jedoch das hohe Bevölkerungswachstum, das die Zuwachsrate des Pro-Kopf-Einkommens möglicherweise um nicht weniger als 1½ Prozentpunkte pro Jahr gesenkt hat.

... und Ländergruppen

Ein anderer Erklärungsansatz für das Wachstum in Ländern mit mittlerem und niedrigem Einkommen könnte sein, daß es zwar eine Konvergenz gab, sie aber durch spezifische regionale Entwicklungen überlagert wurde. Diese Möglichkeit wird im unteren Bild der Grafik unter Anwendung desselben breiten analytischen Rahmens näher untersucht. Für alle Entwicklungsländer zusammen lag das durchschnittliche Wachstum im Zeitraum 1960–90 um mehr als 1 Prozentpunkt unter dem der Industrieländer, aber der Grund für diesen Rückstand war nicht die fehlende Konvergenz, da dieser Faktor mehr als 1 Prozentpunkt zum durchschnittlichen Wachstum beitrug. Die Schulbildung und der Außenhandel spielten eine größere Rolle als in den Industrieländern, während der Beitrag der Anlageinvestitionen nur halb so groß war. Am wichtigsten war, daß die hohe Bevölkerungswachstumsrate das Pro-Kopf-Einkommenswachstum um einen ganzen Prozentpunkt senkte, da sie den Anteil der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter an der Gesamtbevölkerung deutlich reduzierte und zur Überbeanspruchung der ohnehin knappen Ressourcen führte.

Ein weiterer Grund für das geringere Wachstum in den Entwicklungsländern war der merkliche Konjunkturerinbruch in den achtziger Jahren, als die Pro-Kopf-Einkommen stagnierten. Das langsamere Exportwachstum war ein wichtiger Grund, aber für die Entwicklungsländer als Gruppe betrachtet ist der Abschwung ansonsten schwierig zu erklären, weil das Tempo des Rückgangs von Region zu Region deutlich differierte.

Gründe für das hohe Wachstum in Asien

Die Länder in Asien konnten während der achtziger Jahre relativ hohe Wachstumsraten aufrechterhalten, und die Hauptgründe für ihre bessere Gesamtentwicklung scheinen ein hoher Anteil der Investitionen am BIP, ein nachhaltiges Exportwachstum und hohe Schulbesuchsquoten gewesen zu sein. Die *jungen Industrieländer* verzeichneten wie andere asiatische Länder ein geringeres Exportwachstum, was sie aber durch Investitionsausweitungen und eine Begrenzung der Inflation teilweise wieder ausgleichen konnten. Auch ihre Staatsausgaben trugen positiv zum Wachstum bei, da es den Ländern gelang, hohe fiskalische Defizite und die damit zusammenhängende Fehlallokation von Ressourcen zu vermeiden. Die Hauptgründe für das bessere Ergebnis der jungen Industrieländer war jedoch, daß jegliche ungünstigen Bevölkerungswachstumseffekte fehlten und die Länder von den fortschrittlichen Technologien profitieren konnten, was durch den Beitrag des Konvergenzfaktors von über 2 Prozentpunkten angezeigt wird.



Die Entwicklungen in *Lateinamerika* sind durch große Schwankungen geprägt. In den sechziger und siebziger Jahren konnten die lateinamerikanischen Länder eine durchschnittliche Wachstumsrate von mehr als 3% erzielen, vornehmlich durch Ankurbelung der Inlandsnachfrage mittels einer expansiven Finanzpolitik. Der daraus resultierende Anstieg der Importe und der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte wurde durch Kapitalimporte finanziert, die es den Ländern ermöglichten, die ungünstigen Auswirkungen einer hohen Inflationsrate zu bewältigen. Der Preis für diese sehr kurzfristig ausgerichteten Maßnahmen wurde jedoch in den achtziger Jahren gezahlt, als – wegen der Schuldenkrise und Konsolidierungsmaßnahmen zur Senkung der öffentlichen Haushaltsdefizite – der Beitrag des Staatssektors negativ wurde und das Pro-Kopf-Einkommen um 1% abnahm. Der Außenhandel wirkte sich – besonders in den achtziger Jahren – negativ aus, was ein weiteres Zeichen für die kurzfristige und allein auf die Binnenwirtschaft gerichtete Orientierung der Wirtschaftspolitik ist.

Schwankungen und destabilisierende Maßnahmen in Lateinamerika

Die wichtigsten Gründe für das geringe Wachstum in *Afrika* waren das Fehlen jeglicher Investitionsimpulse und eine schnell wachsende Bevölkerung. Beide Faktoren sind wahrscheinlich voneinander nicht unabhängig. Wenn das Pro-Kopf-Einkommen niedrig ist, dann ist die Sparquote ebenfalls gering und reicht nicht aus, um ein stärkeres Wachstum der Investitionen zu finanzieren. Gleichzeitig ist es beinahe unmöglich, das Pro-Kopf-Einkommen auf ein Niveau anzuheben, das zu einer höheren Ersparnisbildung führt, wenn gleichzeitig die Bevölkerung um beinahe 3% pro Jahr zunimmt und der Anteil der Personen im erwerbsfähigen Alter rückläufig ist. Die Gesamtentwicklung wurde auch durch das konjunkturelle Wellental in den achtziger Jahren beeinflusst, als der ausgeprägte Rückgang beim Exportwachstum und die höhere Inflation die durchschnittlichen Wachstumsraten negativ werden ließen. Andererseits war eine gewisse Konvergenz, obgleich mit niedrigem Tempo, feststellbar, und auch die Schulbesuchsquote leistete einen positiven Beitrag. Der gemeinsame Einfluß dieser zwei Faktoren wurde jedoch durch die oben erwähnten gegenteiligen Einflüsse überdeckt.

Negative Auswirkungen des Bevölkerungswachstums in Afrika

Zusammenfassend scheinen folgende Faktoren die wichtigsten Voraussetzungen für ein wirtschaftliches Wachstum und für die Verminderung der existierenden Ungleichheiten zwischen den Industrie- und den Entwicklungsländern zu sein: eine hohe Ersparnisbildung und Investitionstätigkeit, ein starkes Exportwachstum und gut ausgebildete Arbeitskräfte. Durch ein rasches Bevölkerungswachstum entsteht die Gefahr eines Teufelskreises der Armut, in dem die Einkommenszuwächse zu niedrig sind, um das Pro-Kopf-Einkommen so weit anzuheben, daß die Spar- und Investitionsquoten erreicht würden, die für ein höheres und nachhaltigeres Wachstum notwendig sind. Vor allem hängt das Wachstum aber von geeigneten politischen Maßnahmen ab. Der Alphabetisierungsgrad der Bevölkerung ist in hohem Maße eine Frage der Ressourcen, die in die Bildung fließen. Die Fähigkeit, fortschrittliche Technologien zu übernehmen und ausländische Investoren anzuziehen, hängt ebenfalls von einer Reihe institutioneller und struktureller Bedingungen im politischen Bereich ab. In ähnlicher Weise können die Ersparnisbildung und die Investitionstätigkeit durch politische Maßnahmen beeinflusst werden, nämlich durch das Zinsniveau

Wachstumsvoraussetzungen ...

... und der grundlegende Einfluß wirtschaftspolitischer Maßnahmen

und vor allem durch Einsparungen im Staatshaushalt. Die Wirtschaftspolitik spielt ebenfalls eine Schlüsselrolle, obwohl ihr exakter Einfluß schwer zu messen ist. Expansive geld- und finanzpolitische Maßnahmen können kurzfristig Gewinne erzeugen, beinhalten aber das Risiko sich ausweitender fiskalischer und außenwirtschaftlicher Defizite und zunehmender Preissteigerungen mit nachfolgenden negativen Auswirkungen auf das Wachstum. Mittelfristig ausgerichtete Maßnahmen zur Förderung der Investitionstätigkeit und der Exporte bieten statt dessen bessere Aussichten für eine Belebung des Wachstums und die Verringerung der Einkommensungleichheiten innerhalb eines Landes wie auch zwischen verschiedenen Ländern.



## IV. Internationaler Handel und Zahlungsbilanzen

### Schwerpunkte

Durch die Ereignisse des vergangenen Jahres wurde unterstrichen, wie abhängig die nationalen Volkswirtschaften sowohl im finanziellen als auch im realen Bereich von außenwirtschaftlichen Entwicklungen geworden sind. Heute gelangt ein erheblich größerer Teil der Weltproduktion in den internationalen Handel als noch vor einem Jahrzehnt. Die Kapitalströme sind sogar noch stärker angeschwollen, und in den meisten größeren Industrieländern übertrifft der Wert der internationalen Portfoliobewegungen jetzt den der gesamten Handelstransaktionen.

Das abrupte Ende einer langen Zeit nominaler Wechselkursstabilität in Europa hat diesen Umschwung auf dramatische Weise deutlich gemacht. Die mittelfristig aufgelaufenen erheblichen Veränderungen der realen Wechselkursrelationen innerhalb Europas hatten sich bereits in den Leistungsbilanzsalden niederschlagen begonnen, als eine 1991 einsetzende Schwächung der deutschen Importnachfrage den Druck noch verstärkte. Im Herbst 1992 spitzten sich die Dinge zu: Zweifel an der Dauerhaftigkeit der bestehenden Wechselkurs- und Zinskonstellationen lösten riesige Kapitalbewegungen aus, die fünf Länder zur Aufgabe ihrer Wechselkursbindungen zwangen. Da überdies drei weitere Länder abwerteten, veränderten sich die europäischen Wechselkurse damit so radikal wie schon seit vielen Jahren nicht mehr.

Die Stagnation der Importe auf dem europäischen Kontinent fiel praktisch mit einer noch ausgeprägteren Schwäche in Japan zusammen. Trotz eines starken Anstiegs der Einfuhren in den wichtigsten angelsächsischen Ländern – gestützt auf ein wenn auch nur stockend vorankommendes Wirtschaftswachstum – entwickelte sich der Außenhandel der Industrieländer daher insgesamt recht mäßig. Das schwache Nachfragewachstum, eine höhere Arbeitslosigkeit und Überkapazitäten in vielen Sektoren haben zur Verschärfung des Wettbewerbs beigetragen. Die erneute Ausweitung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte Japans und der USA im vergangenen Jahr und das hohe Defizit in Europa bewirkten außerdem eine Verstärkung der protektionistischen Tendenzen. Dieses gesamtwirtschaftliche Umfeld war nicht sehr günstig für multilaterale Verhandlungen über eine weitere Handelsliberalisierung. Die Handelskonflikte wurden heftiger, und die bereits stark verzögerte Uruguay-Runde war bis April 1993 noch immer nicht zu einem Abschluß gebracht worden.

Gleichzeitig wurde in mehreren Regionen der Welt sichtbar, daß eine Politik der zunehmenden Integration in die Weltwirtschaft in vielerlei Hinsicht Vorteile gebracht hat. Dies zeigte sich nirgendwo deutlicher als in Asien, wo das Exportwachstum trotz der Rezession in Japan und der Stagnation in anderen Ländern hoch geblieben ist; der Handel und die Investitionen innerhalb der

Region haben sich markant ausgeweitet. Ein wichtiger Aspekt dabei ist, daß die sich fortsetzende rasche wirtschaftliche Integration Chinas mit anderen Gebieten in Südostasien erneut von einer starken Zunahme des chinesischen Handels mit den Industrieländern begleitet wurde.

In Osteuropa erhielt das Wirtschaftswachstum im vergangenen Jahr die wichtigsten Impulse von der anhaltend lebhaften Entwicklung der Exporte. Einige der baltischen Staaten, die den Internationalisierungsprozeß erst im letzten Jahr begonnen hatten, sicherten mittels energischer Maßnahmen erfolgreich die Stabilität ihrer neuen Währungen und taten damit einen ersten Schritt, um ihre Volkswirtschaften aus der starken Abhängigkeit von der ehemaligen Sowjetunion zu lösen. Ferner zog eine Reihe osteuropäischer Länder zunehmend Auslandsinvestitionen an, und zwar insbesondere Direktinvestitionen. Wie schon 1991 verzeichnete auch Lateinamerika erhebliche Kapitalzuflüsse, weil das Vertrauen ausländischer wie inländischer Investoren durch die vorangegangenen Reformen in vielen Ländern offenbar gestärkt worden war und das hohe Zinsniveau kurzfristiges Kapital anlockte. Weniger günstig entwickelten sich dagegen die Exporte, die in einigen Fällen durch überbewertete Währungen beeinträchtigt wurden, und das Leistungsbilanzdefizit der Region war im vergangenen Jahr so hoch wie seit 1982 nicht mehr.

In düsterem Kontrast zu den erfolgreichen Anpassungen in anderen Ländern stand die Entwicklung in den Nachfolgestaaten der ehemaligen Sowjetunion, die es nicht schafften, die zentralen Fragen der Außenwirtschaftspolitik anzugehen. Das Fehlen eines stabilen internationalen Wertes für den Rubel und die stark von den Weltmarktpreisen abweichenden Inlandspreise erzeugten Anreize, Exporterlöse nicht anzugeben, und es fand eine beträchtliche Kapitalflucht statt. Es geschah wenig, um eine wirtschaftliche Basis für den Handel zwischen den ehemaligen Sowjetrepubliken zu schaffen; Handelspolitik, Wechselkursregelungen und Zahlungsverkehrssysteme waren völlig ungeordnet, und die Handels- und Zahlungstransaktionen konnten sich lediglich auf verschiedene Ad-hoc-Absprachen stützen. Gleichwohl wurde die erneut bekundete offizielle Absicht, Wirtschaftsreformen durchzuführen, Anfang 1993 durch Angebote von beträchtlichen ausländischen Finanzhilfen unterstützt.

## Welthandel

### *Entwicklungen*

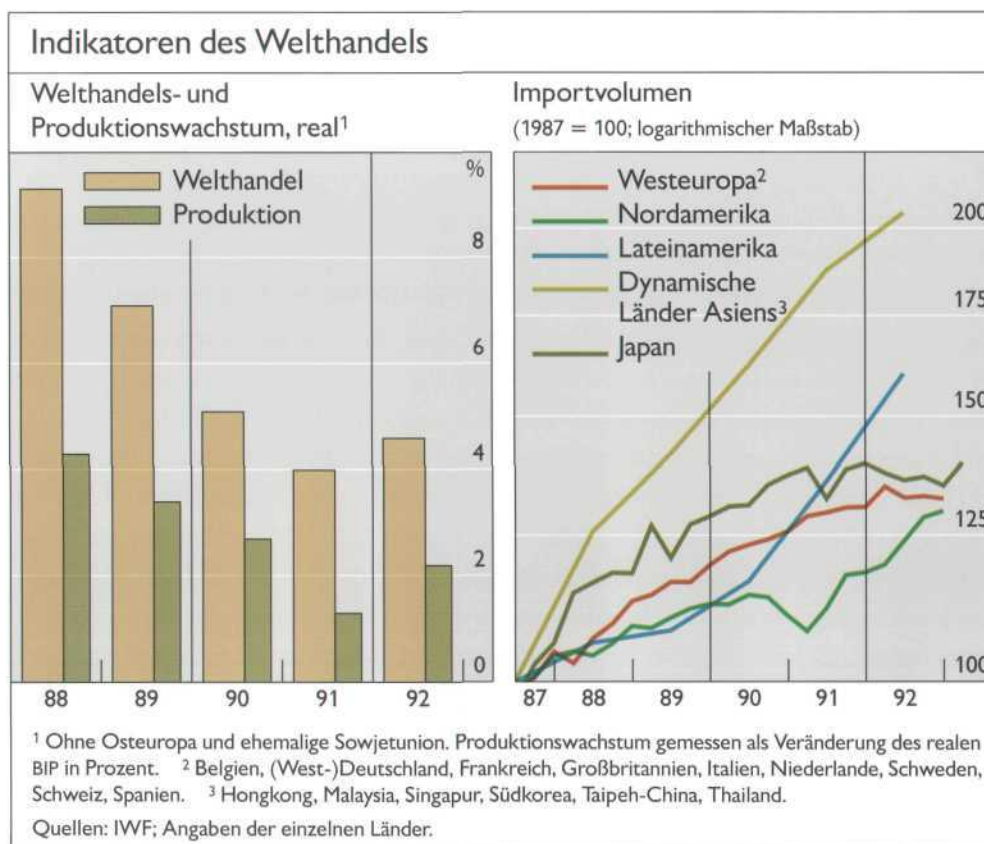
Handelswachstum in den Industrieländern schwach ...

Der Welthandel weitete sich im vergangenen Jahr erneut nur langsam aus, wobei der Handel der Entwicklungsländer wiederum wesentlich rascher zunahm als derjenige der Industrieländer. Obwohl Nordamerika nur schleppend aus der Rezession herauskam, stieg das Importvolumen der USA und Kanadas stark an. Ein deutlicher Konjunkturrückgang in Japan und Kontinentaleuropa führte jedoch dazu, daß das zusammengefaßte Importwachstum in den Industrieländern im vergangenen Jahr auf rund 4% beschränkt blieb (nach 2½% im Jahr 1991); die Exporte erhöhten sich real nur um 3%.

... aber in den Entwicklungsländern stark

Die jungen Industrieländer Asiens verzeichneten einen Anstieg ihres Importvolumens um über 12%; ihre Exporte weiteten sich um 11% aus. Somit bauten diese Länder ihre Position im Welthandel weiter aus; sie exportieren





jetzt ebensoviel wie Japan, obwohl der Wert ihrer Produktion (zu Kaufkraftparitäten gemessen) im Vergleich nicht einmal ein Drittel ausmacht. In den übrigen Entwicklungsländern nahmen die Importe um fast 10% und die Exporte um 7½% zu, wobei die asiatischen Länder (insbesondere China, Thailand und Malaysia) Marktanteile hinzugewinnen konnten. In den meisten Ländern Lateinamerikas – mit Brasilien als bemerkenswerter Ausnahme – ließen eine starke Inlandsnachfrage und eine reale Aufwertung der Währung die Importvolumina stark ansteigen. Da die Exporte wesentlich langsamer wuchsen, weitete sich das Leistungsbilanzdefizit dieser Region ganz erheblich aus. In Mexiko betrug die Lücke über \$ 20 Mrd.; am anderen Ende des Spektrums stand Brasilien mit einem Überschuß von mehr als \$ 5 Mrd. Die Ausweitung des osteuropäischen Handels mit den Industrieländern setzte sich 1992 fort; der Außenhandel der ehemaligen Sowjetunion schrumpfte weiter.

Vor dem Hintergrund der im vergangenen Jahr vergleichsweise gedämpften Weltkonjunktur stiegen die Preise industrieller Fertigwaren auf Dollarbasis um nur 4%. Die Rohstoffpreise (ohne Öl) stabilisierten sich auf einem niedrigen Niveau, nachdem sie drei Jahre lang rückläufig gewesen waren. Die Preise von Agrarerzeugnissen stiegen nach früheren Rückgängen wieder leicht an, aber die Genußmittelpreise sanken im sechsten aufeinanderfolgenden Jahr. Überkapazitäten in der Schwerindustrie drückten weiterhin auf die Preise für Metalle und Erze. Insgesamt sind die Rohstoffpreise (ohne Öl) real, d.h. mit den Exportpreisen industrieller Fertigerzeugnisse deflationiert, seit 1989 um 22% gefallen. Die weltweite Ölförderung nahm im vergangenen Jahr geringfügig zu, da der starke Produktionsrückgang in Rußland durch eine höhere Förderung im

Preise der  
Handelswaren

Nahen Osten, insbesondere in Kuwait, ausgeglichen wurde. Wegen der schwachen Nachfrage blieb der Ölpreis im Durchschnitt praktisch konstant, wenngleich es zur Jahresmitte zu einem vorübergehenden Anstieg kam. Die Terms of trade der Industrieländer verbesserten sich dadurch 1992 um fast 2%; die Entwicklungsländer mußten im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr eine Verschlechterung ihrer realen Austauschrelationen hinnehmen.

#### Dienstleistungen

In den letzten fünfzehn Jahren haben sich die Dienstleistungstransaktionen rapide ausgeweitet. Nach GATT-Berechnungen sind die kommerziellen Dienstleistungen – hauptsächlich Reiseverkehr, Transport, Kommunikation, Beratung und technische Dienstleistungen – seit 1980 sehr viel rascher gestiegen als der Warenhandel. Im vergangenen Jahr stieg der Dollarwert der kommerziellen Dienstleistungen um 8% (Warenhandel: 5½%); diese Dienstleistungen machen inzwischen fast 21% der gesamten Exporte aus und damit etwa 4 Prozentpunkte mehr als 1980.

#### Handelspolitik

1992 war kein gutes Jahr für das multilaterale Handelssystem. Die ungewöhnlich zahlreichen regionalen Vereinbarungen, die im vergangenen Jahr ausgehandelt wurden oder in Kraft traten, enthielten zwangsläufig einige diskriminierende Elemente. Noch ernster zu nehmen ist möglicherweise, daß bilaterale Ad-hoc-Vereinbarungen im Handel offenbar an Bedeutung gewonnen haben. Gleichzeitig hat es sich als schwierig erwiesen, den längst überfälligen Abschluß in der Uruguay-Runde zu erreichen, und die Handelskonflikte zwischen den wichtigsten Industrieländern haben zugenommen.

#### Regionale Vereinbarungen ...

Anfang 1993 wurden die grundlegenden Rahmenbestimmungen des EG-Binnenmarktprogramms wirksam, wodurch sich der Wettbewerb innerhalb der Gemeinschaft deutlich verstärkte. In vielen Bereichen sind jedoch noch mehrere EG-Richtlinien zu verabschieden, die nötig sind, damit der Binnenmarkt seine volle Wirkung entfalten kann; auch wenn solche Richtlinien bereits existieren, sind sie in einer Anzahl von Ländern von den Gesetzgebern noch nicht in nationales Recht umgesetzt worden. Der Entwurf für das Abkommen über die Nordamerikanische Freihandelszone (NAFTA) zwischen Kanada, Mexiko und den USA wurde im August verabschiedet; wenn das Abkommen in dieser Form ratifiziert wird, dürfte es den Handel innerhalb der Region stark fördern. Schließlich wurden eine Anzahl kleinerer regionaler Handelsvereinbarungen abgeschlossen; dem GATT wurden 1992 viel mehr solcher Vereinbarungen mitgeteilt als 1991. Hinter diesen Abkommen stand zum Teil der Wunsch nach einer autonomen Liberalisierung auf Seiten von Entwicklungsländern, in denen zuvor stark protektionistische Regime bestanden hatten.

#### ... bergen die Gefahr von Diskriminierungen ...

Alle regionalen Handelsvereinbarungen bergen allerdings fast unvermeidlich die Gefahr in sich, daß dadurch effizientere Produzenten in anderen Teilen der Welt diskriminiert werden, und einige Merkmale der jüngst abgeschlossenen Abkommen deuten darauf hin, daß hier Wachsamkeit geboten ist. Die Beibehaltung des Artikels 115 der Römischen Verträge im Vertrag von Maastricht gibt den einzelnen EG-Ländern weiterhin die Möglichkeit, mit Zustimmung der EG-Kommission Ad-hoc-Maßnahmen zum Schutz vor Importen aus Drittländern zu ergreifen. Damit entsteht die Gefahr, daß das, was für die



EG-Mitgliedstaaten ein einheitlicher Markt ist, sich für Drittländer nicht immer als einheitlich erweist. Die NAFTA wurde zwar sorgfältig so konzipiert, daß sie mit den GATT-Regelungen im Einklang steht, aber die die Meistbegünstigung regelnden Ursprungsbestimmungen sind strenger gefaßt, als es der bisherigen Praxis entspricht. Ferner soll der erforderliche lokale Wertschöpfungsanteil an Kraftfahrzeugen von 50% auf 62,5% steigen, was Kfz-Hersteller außerhalb Nordamerikas dazu bewegen soll, mehr in der Region zu produzieren und weniger aus ihren eigenen – möglicherweise kostengünstigeren – Ländern zu exportieren.

Die Zunahme bilateraler gegenüber multilateralen Verhandlungen war auch im letzten Jahr offensichtlich. Außerdem gingen solche Verhandlungen gelegentlich mit der Androhung von Sanktionen einher. Eine allem Anschein nach bestehende bilaterale Absprache, wonach die Halbleiterhersteller der USA bis Ende 1992 einen Marktanteil von 20% am japanischen Halbleitermarkt erreichen sollten, wurde eingehalten, wenn auch nur durch einen entschlossenen Endspurt im letzten Quartal. In ähnlicher Weise wurde vereinbart, die japanischen Einfuhren von Kfz-Teilen aus den USA bis Mitte der neunziger Jahre zu erhöhen. Durch die Vereinbarung zwischen der EG und Japan, die japanischen Pkw-Exporte nach Europa bis Ende der neunziger Jahre weiterhin „übergangsweise“ zu begrenzen, wurden Handelsschranken aufrechterhalten, die innerhalb der EG von Land zu Land stark unterschiedlich sind. Anfang 1993 spitzte sich eine Kontroverse zwischen den USA und der EG über die Vorschriften im öffentlichen Beschaffungswesen zu, bis hin zur Androhung von Sanktionen seitens der USA. Der vielleicht weitreichendste Streit erwuchs aus der weltweiten Stahlschwemme, die den Ruf nach Schutzmaßnahmen fast überall lauter werden ließ. In den vergangenen rund zwölf Monaten haben Europa, die USA, Kanada, Japan, Taipeh-China und Mexiko Beschränkungen für Stahlimporte und verwandte Produkte eingeführt, während ihre eigenen Stahlexporte durch die Restriktionen anderer Länder blockiert wurden.

Die Verhandlungen über den multilateralen Handel im Rahmen der Uruguay-Runde ziehen sich hin und dauern bereits über zwei Jahre länger, als ursprünglich vorgesehen war. Immerhin waren genügend Fortschritte auf dem Weg zu einer vorläufigen Einigung erzielt worden, daß Ende 1991 der Entwurf einer Schlußakte vorgelegt werden konnte. Danach zeichnete sich die weitreichendste Neuordnung des multilateralen Handelssystems seit dem Inkrafttreten des GATT ab; die Akte umfaßte rund 28 Vereinbarungen zu 15 Bereichen.

In den nachfolgenden Verhandlungen machte jedoch der Druck von Interessengruppen eine endgültige Einigung unmöglich. Die agrarpolitischen Differenzen zwischen den Industrieländern erwiesen sich als besonders hartnäckig. Eine für das Schicksal des Gesamtpakets entscheidende Hürde waren die Streitigkeiten zwischen der EG und den USA über subventionierte Agrarexporte und inländische Stützpreise, obwohl auch viele Probleme ungelöst blieben, die andere Länder betrafen (z.B. die japanischen Mengenbeschränkungen für Agrarimporte). Bei den Ölsaatenexporten der EG erreichte diese Kontroverse ihren Höhepunkt. Ölsaaten sind eines der wenigen Agrarprodukte, die bereits vom GATT erfaßt werden, und in diesem Bereich hatten die USA zwei GATT-Schiedssprüche gegen die EG-Praktiken erwirkt. Anfang November 1992 reagierten die

... ebenso wie  
bilaterale  
Abkommen

Abschluß der  
Uruguay-Runde  
verzögert

Agrarpolitische  
Differenzen

USA auf das Scheitern der bilateralen Gespräche, indem sie beim GATT die Genehmigung zur Erhebung von Strafzöllen auf EG-Güter im Wert von \$ 1 Mrd. begehrten. Diese Bedrohung wurde erst abgewendet, als die wiederaufgenommenen Verhandlungen zum Entwurf einer Ölsaatenvereinbarung zwischen den USA und der EG geführt hatten, die von Frankreich jedoch nicht akzeptiert wurde. Fortgesetzte multilaterale Gespräche über die gesamte Themenpalette hatten jedenfalls bis Anfang Mai 1993 noch keine endgültige Einigung im GATT gebracht.

Vorteile des  
Multilateralismus

Sollte es nicht gelingen, die Uruguay-Runde zu einem wirksamen Abschluß zu bringen, würde dies einen langen Schatten auf die Zukunft des Multilateralismus werfen. Die praktische Bedeutung des GATT-Systems, das das Konzept des Multilateralismus erst mit Inhalt füllt, kann kaum überschätzt werden. Die von den GATT-Vertragsparteien eingegangenen Verpflichtungen tragen dazu bei, ein stabiles Handelsumfeld zu schaffen, den Wettbewerb zu verstärken und Investitionen zu fördern. Außerdem können auf diese Weise Handelsstreitigkeiten entschärft werden. Das Drängen der Exporteure auf verbesserte Marktzugangsmöglichkeiten erzeugt Druck, Importbarrieren zu senken, was für die Verbraucher von Vorteil ist. Da Zugeständnisse, die einem einzelnen Land gemacht werden, üblicherweise auf alle GATT-Vertragsparteien ausgedehnt werden müssen (nach dem zentralen Meistbegünstigungsartikel des Abkommens), sind die Interessen von kleineren Ländern auf diese Weise viel besser geschützt als mit einem bilateralen Vertragswerk. Das ist auch der Grund, weshalb in den letzten Jahren viele Länder dem GATT beigetreten sind oder sich zur Zeit aktiv um eine Mitgliedschaft bemühen. Es wäre bedauerlich, wenn durch einen zunehmenden Bilateralismus unter den Industrieländern das Zustandekommen wahrhaft globaler GATT-Vereinbarungen beeinträchtigt würde.

## Leistungsbilanzen der Industrieländer

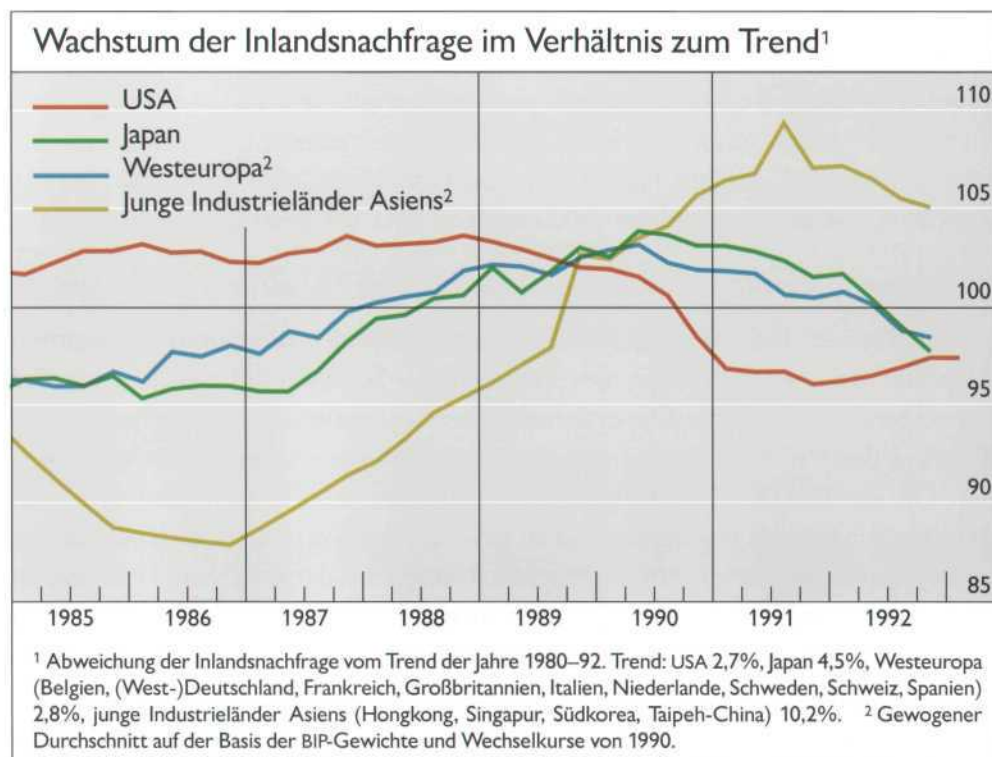
### Grundtendenzen

In den USA hohe  
Wettbewerbs-  
fähigkeit ...

Das Leistungsbilanzdefizit der USA nahm im vergangenen Jahr zum ersten Mal seit fünf Jahren zu, da die Schwächeperiode bei der Inlandsnachfrage nach drei Jahren zu Ende ging und sich der Konjunkturabschwung in den übrigen Industrieländern vertiefte. Trotzdem blieb das Defizit mit rund 1% des BIP relativ gesehen viel kleiner als Ende der achtziger Jahre, was im wesentlichen darauf zurückzuführen ist, daß die in den letzten Jahren errungene starke Wettbewerbsposition behauptet werden konnte. Betrachtet man die in der Grafik auf S. 81 dargestellten drei Maße für die realen gewogenen Wechselkurse, so wird deutlich, daß die starke Verbesserung der Wettbewerbssituation der USA, die durch die nominale Abwertung des Dollars 1985–87 zustande gekommen war, aufrechterhalten blieb. Die Lohnzuwachsrate in den USA waren relativ niedrig, und der nominale gewogene Wechselkurs des Dollars schwankte zwar, zeigte aber nach 1987 keinen weiteren Abwärtstrend. Somit führte eine nominale Veränderung der Wechselkurse zu einem dauerhaften realen Umschwung, ohne die Inflation anzufachen.

In Japan trug die ausgeprägte Schwächung der Inlandsnachfrage 1992 dazu bei, daß der Leistungsbilanzüberschuß auf über \$ 117 Mrd. anstieg, was in Dollar





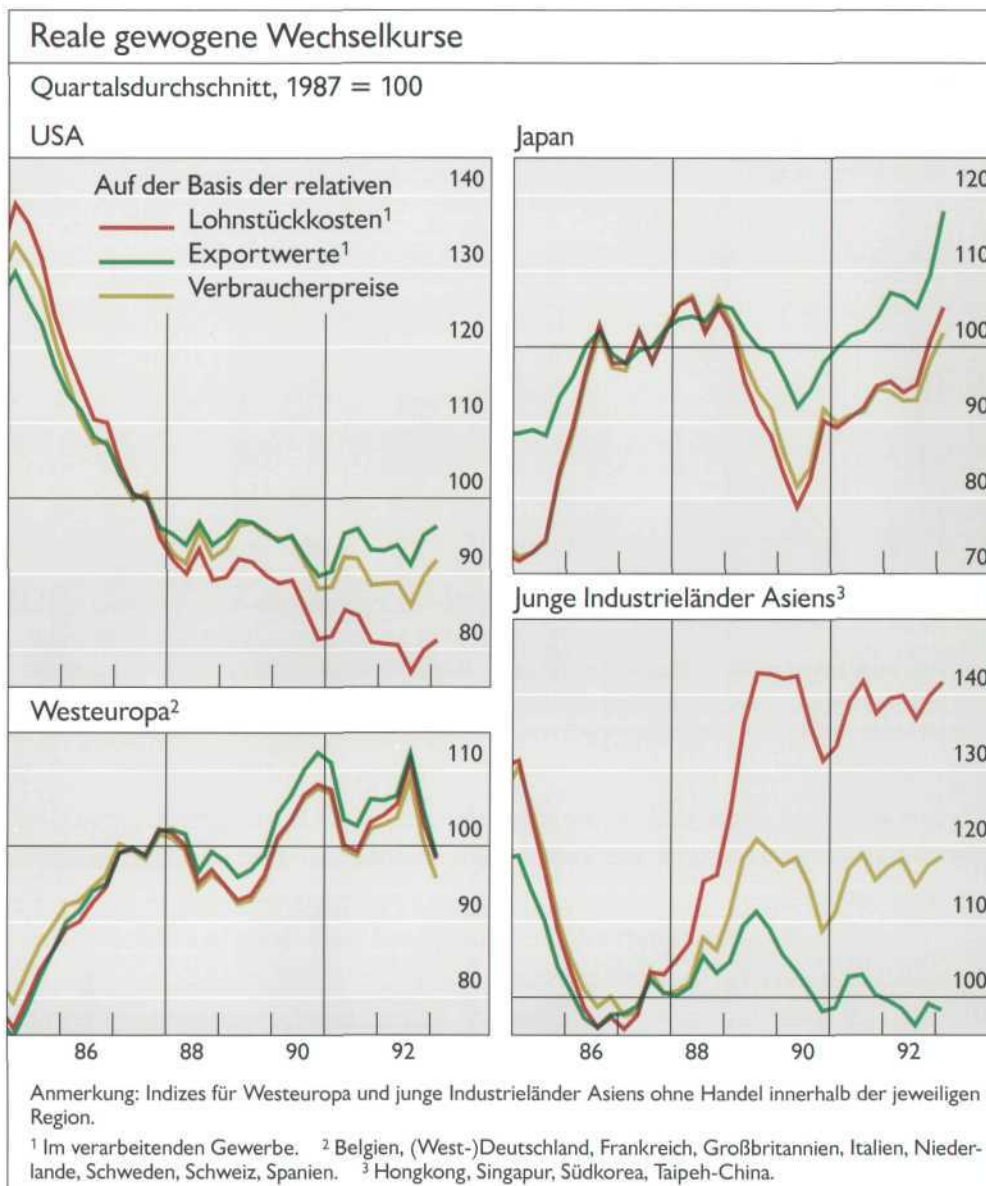
gerechnet einen historischen Höchststand darstellte und über 3% des BIP entsprach. Das Defizit der westeuropäischen Länder erhöhte sich auf fast \$ 70 Mrd., obwohl die Inlandsnachfrage auf dem europäischen Festland im Jahresverlauf mehr und mehr nachgab. Das anhaltende hohe Defizit in Europa spiegelt die Effekte der deutschen Vereinigung und allgemein die deutliche Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit Europas auf dem Weltmarkt wider. Einen Anhaltspunkt für das Ausmaß dieser Verschlechterung bietet die Grafik gegenüber; sie zeigt verschiedene Maße der realen gewogenen Wechselkurse für Europa als Ganzes (ohne innereuropäischen Handel). Abgesehen von einem kurzzeitigen Rückgang im ersten Halbjahr 1991 – als sich der Dollar vorübergehend festigte – stieg der gewogene Außenwert der europäischen Währungen Anfang der neunziger Jahre an. Mitte 1992, kurz vor dem Ausbruch der Wechselkurskrise in Europa, lagen die mit den verschiedenen Preisbasen berechneten realen gewogenen Wechselkurse zwischen 15% und 20% über den Ende der achtziger Jahre verzeichneten Niveaus.

Untersuchungen zu der *absoluten* Wettbewerbsposition – auf der Basis detaillierter Einschätzungen der Produktivität, wobei die Produktion zu internationalen Preisen bewertet wird – lassen darauf schließen, daß die Lohnstückkosten in Europa erheblich höher sind als in den USA und auch um einiges höher sein dürften als in Japan. Obwohl solche Untersuchungen nur sehr ungefähre Maße liefern, läßt eine dafür wesentliche Kalkulation vermuten, daß die durchschnittlichen Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe Mitte 1992 um 70% höher als in den USA und um 40% höher als in Japan lagen. Unter den großen europäischen Ländern waren die Lohnstückkosten in Deutschland besonders hoch.

Dieser Verlust an Wettbewerbsfähigkeit trat ein, nachdem Europa auf dem Weltmarkt bereits ein Jahrzehnt lang schlecht abgeschnitten hatte. Anfang der

... aber nicht in Europa ...

... mit seinen hohen Arbeitskosten

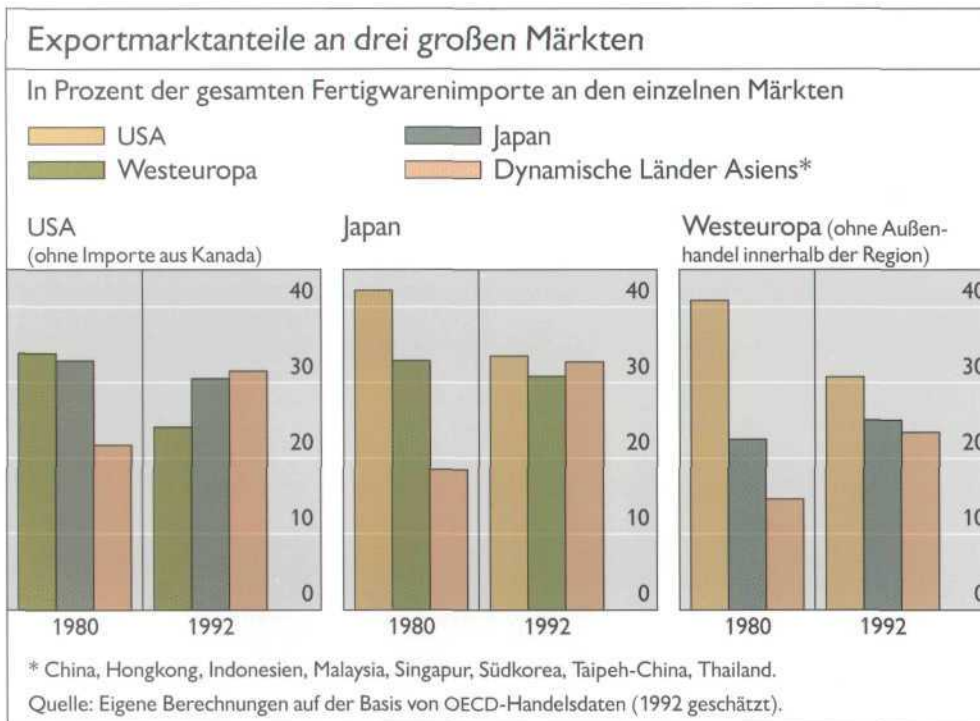


achtziger Jahre hatten die europäischen Produzenten auf dem großen US-Markt für Fertigwarenimporte einen Marktanteil von rund 33%; bis 1992 war dieser auf 24% gesunken, und Westeuropa war sowohl von Japan als auch von der Gruppe der dynamischen Länder Asiens überholt worden (s. die umstehende Grafik). Diese letztgenannte Ländergruppe ist auch auf dem japanischen und dem europäischen Markt weit vorgedrungen.

Junge Industrieländer Asiens

Ein Hauptgrund für den Vormarsch der asiatischen Länder in der Weltwirtschaft ist die Kombination aus niedrigen Arbeitskosten und raschem Produktivitätswachstum. Da sich diese Vorteile nicht sofort in den nominalen Wechselkursen niederschlugen, entstanden hohe Leistungsbilanzüberschüsse: 1987 betrug der Überschuß der jungen Industrieländer Asiens über 9% des BIP. Durch den starken Anstieg der nominalen Wechselkurse in den Jahren 1987 bis 1989 ging ein großer Teil dieses Wettbewerbsvorteils wieder verloren. Die Tatsache, daß die enorme Erhöhung der relativen Lohnstückkosten in diesem Zeitraum ohne Einfluß auf die Exportpreise blieb (s. die obenstehende Grafik), deutet allerdings darauf hin, daß die Gewinnspannen vorher sehr groß waren.





Als sich die reale Inlandsnachfrage Ende der achtziger Jahre sehr stark ausweitete, verringerte sich der Leistungsbilanzüberschuß der jungen Industrieländer spürbar.

Die Veränderungen der Wechselkurse seit dem Sommer 1992 führten dazu, daß sich die Wettbewerbsposition fast aller europäischen Staaten gegenüber den außereuropäischen Ländern erheblich verbesserte und auch innerhalb Europas große Verschiebungen stattfanden. Von den wichtigsten Regionen verzeichnete Japan den stärksten Anstieg des realen gewogenen Außenwertes seiner Währung; in den USA war die Veränderung relativ bescheiden, und die Wettbewerbsposition der jungen asiatischen Industrieländer blieb praktisch unverändert.

Jüngste Veränderungen

#### Vereinigte Staaten

Läßt man die Übertragungen im Zusammenhang mit dem Golfkrieg außer acht, weitete sich das Leistungsbilanzdefizit der USA, das von \$ 163 Mrd. 1987 auf rund \$ 46 Mrd. 1991 zurückgegangen war, im vergangenen Jahr auf fast \$ 63 Mrd. aus. Das Defizit im Außenhandel erhöhte sich auf \$ 96 Mrd., da die realen Importe stark anstiegen, nachdem sie zwei Jahre lang praktisch stagniert hatten. Die Exporte hielten sich im vergangenen Jahr recht gut, wobei eine kräftige Zunahme der Ausfuhren in Entwicklungsländer (vor allem nach Lateinamerika) die schwache Nachfrage aus den Industrieländern wettmachte.

Ausweitung des US-Defizits ...

Die Verschlechterung der realen Handelsbilanz entfiel zu einem großen Teil auf den Handel mit Computeranlagen. Nachdem die Computereinfuhren bereits in den beiden vorangegangenen Jahren kräftig zugenommen hatten, schnellten sie im vergangenen Jahr um 45% nach oben, während sich die Computereinfuhren nur halb so stark ausweiteten. Das Volumen der Investitionsgüterimporte (ohne Computer) stieg beträchtlich an; es lag im vierten Quartal um

... wegen kräftiger Zunahme der Importe

Die Leistungsbilanz der USA						
Position	1988	1989	1990	1991	1992	
					Jahr	4. Q.
	Milliarden US-Dollar					
Leistungsbilanz	-126,7	-101,1	- 90,4	- 3,7	-62,4	- 88,1
Handelsbilanz	-127,0	-115,7	-108,9	-73,4	-96,3	-103,9
Nettokapitalerträge	12,5	14,4	19,3	16,4	10,0	3,4
Übrige Dienstleistungen	12,7	25,8	32,1	45,3	55,1	51,8
Übertragungen	- 24,9	- 25,6	- 32,9	8,0	-31,4	- 39,3
Nachrichtlich:						
Ölimporte	39,6	50,9	62,3	51,2	51,4	55,0
Handelsbilanz ohne Öl <sup>2</sup>	- 76,4	- 55,3	- 39,7	-22,3	-46,1	- 48,9
	Veränderung in Prozent					
Ausfuhrvolumen	19,3	11,8	7,2	6,5	6,4	6,6 <sup>3</sup>
Einfuhrvolumen	4,0	4,4	2,2	0,7	11,0	11,0 <sup>3</sup>
Terms of trade	1,3	- 1,1	- 2,1	0,6	- 0,6	- 1,2 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Saisonbereinigt auf Jahreswerte hochgerechnet.
<sup>2</sup> Auf der Basis von Durchschnittswerten im Außenhandel von 1987.
<sup>3</sup> Veränderung gegen viertes Quartal 1991.

<sup>1</sup> Saisonbereinigt auf Jahreswerte hochgerechnet. <sup>2</sup> Auf der Basis von Durchschnittswerten im Außenhandel von 1987. <sup>3</sup> Veränderung gegen viertes Quartal 1991.

rund 13% höher als ein Jahr zuvor, während sich die Ausrüstungsinvestitionen (ohne Computer) in den USA längst nicht so stark ausweiteten. Die Konsumgüterimporte stiegen weitgehend im Gleichlauf mit dem privaten Verbrauch. Die Exporte zeigten zwar weniger Dynamik als in früheren Jahren, doch wuchsen sie nach wie vor schneller als die Auslandsmärkte, weil die Exporteure in den USA ihre solide Wettbewerbsposition aufrechterhalten konnten.

Die Verschlechterung der US-Handelsbilanz wurde beinahe zur Hälfte durch eine weitere Vergrößerung des Überschusses bei den nicht faktorgebundenen Dienstleistungen ausgeglichen, der 1992 \$ 55 Mrd. erreichte. Zu konstanten Preisen gerechnet veränderte sich der Überschuß in der Dienstleistungsbilanz dagegen nur geringfügig, da sich die Exporte, die sich in den letzten Jahren stark ausgeweitet hatten, nicht weiter erhöhten.

Die Nettokapitalerträge aus Direkt- und Portfolioinvestitionen waren im vergangenen Jahr weiter rückläufig. Zusammengekommen sanken sie auf nur \$ 10 Mrd., ein knappes Drittel des Niveaus Anfang der achtziger Jahre. Darin kommt der Umschwung in der Nettovermögensposition der USA gegenüber dem Ausland zum Ausdruck, die sich von einer Nettogläubigerposition in der Größenordnung von knapp \$ 400 Mrd. Ende 1980 in eine Nettoschuldnerposition fast gleicher Höhe Ende 1991 wandelte. Daß die Nettokapitalerträge der USA in der gesamten Zeit dennoch positiv blieben, war weitgehend auf das große Gefälle zwischen den hohen Erträgen der US-Direktinvestitionen im Ausland und den niedrigen Renditen ausländischer Direktinvestitionen in den USA zurückzuführen. So betrug die (anhand von Marktwerten berechnete) Rendite ausländischer Direktinvestitionen in den USA 1988–92 durchschnittlich knapp 1% (Mitte der achtziger Jahre: 4½%) und lag damit deutlich unter derjenigen der US-kontrollierten Unternehmen im Ausland (7½%, zuvor 10%).

Überschuß in der Dienstleistungsbilanz höher ...

... aber bei den Kapitalerträgen niedriger



## Japan

Der Anstieg des japanischen Leistungsbilanzüberschusses um \$ 45 Mrd. im Jahr 1992 entfiel zu zwei Dritteln auf eine Ausweitung des Überschusses im Außenhandel. Mit der Festigung des Yen gegenüber dem US-Dollar verbesserten sich die Terms of trade, da sich die Exportwerte in Yen gerechnet kaum veränderten, die Importwerte aber um fast 7% fielen. Außerdem bewirkte die zunehmende Konjunkturabschwächung in Japan einen Rückgang der realen Einfuhren, der im letzten Quartal im Vorjahresvergleich nahezu 3½% ausmachte. Die – in Dollar gerechneten – Importe von Maschinen und Ausrüstungen, die sich in den vorangegangenen fünf Jahren beinahe verdreifacht hatten, erreichten 1992 einen Höchststand, während die Einfuhren von Eisen- und Stahlerzeugnissen um fast ein Drittel schrumpften. Dieser Rückgang betraf alle Lieferländer mit Ausnahme Chinas, dessen Exporte nach Japan sich um fast ein Fünftel ausweiteten.

Auch das reale Wachstum der Exporte ließ spürbar nach, obwohl einige Gruppen von Ausfuhr Gütern, insbesondere Büromaschinen und Halbleiter, weiterhin eine große Dynamik zeigten. Zwar gingen die Pkw-Exporte zahlenmäßig zurück, doch stieg ihr Dollarwert stark an, da sich der Trend zu teureren Modellen fortsetzte, was teilweise mit den Mengenbeschränkungen für direkte Exporte zusammenhing. All dies deutet darauf hin, daß sich die Exportstruktur wandelt, wobei auf Güter mit hoher Wertschöpfung mehr und auf stärker standardisierte Produkte weniger Wert gelegt wird. Die Ausfuhren von Eisen- und Stahlerzeugnissen sowie von Unterhaltungselektronik entwickelten sich schlep- pend. In diesem Bereich wurde ein großer Teil der Produktion auf japanische Tochterunternehmen im Ausland verlagert, vor allem in anderen asiatischen Ländern, wo die Arbeitskosten wesentlich niedriger sind. In den letzten Jahren haben die japanischen Unternehmen außerdem die Märkte in Europa und

In Japan Rekord-  
überschuß ...

... bei Wandel  
der Export-  
struktur ...

Die Leistungsbilanz Japans						
Position	1988	1989	1990	1991	1992	
					Jahr	4. Q. <sup>1</sup>
		Milliarden US-Dollar				
Leistungsbilanz	79,6	57,2	35,8	72,9	117,6	125,7 <sup>2</sup>
Handelsbilanz	95,0	76,9	63,5	103,0	132,3	136,1 <sup>2</sup>
Nettokapitalerträge	21,0	23,4	23,2	26,7	36,2	37,1
Übrige Dienstleistungen	− 32,3	− 39,0	− 45,5	− 44,4	− 46,3	− 41,9
Übertragungen	− 4,1	− 4,2	− 5,5	− 12,5	− 4,7	− 5,5 <sup>2</sup>
Nachrichtlich:						
Ölimporte	25,8	29,8	41,3	37,8	36,4	40,2
Handelsbilanz ohne Öl <sup>3</sup>	48,3	37,7	47,8	47,3	53,6	67,1
	Veränderung in Prozent					
Ausfuhrvolumen	4,4	4,2	5,7	2,5	0,7	− 2,0 <sup>4</sup>
Einfuhrvolumen	16,7	7,9	6,0	2,8	− 0,7	− 3,4 <sup>4</sup>
Terms of trade	3,0	− 4,2	− 5,9	8,5	8,2	6,6 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Auf Jahreswerte hochgerechnet. <sup>2</sup> Saisonbereinigt. <sup>3</sup> Auf der Basis von Durchschnittswerten im Außenhandel von 1985. <sup>4</sup> Veränderung gegen viertes Quartal 1991.

<sup>1</sup> Auf Jahreswerte hochgerechnet. <sup>2</sup> Saisonbereinigt. <sup>3</sup> Auf der Basis von Durchschnittswerten im Außenhandel von 1985. <sup>4</sup> Veränderung gegen viertes Quartal 1991.

... und Anstieg  
der Kapital-  
erträge

Nordamerika zunehmend durch verbundene Unternehmen in der jeweiligen Region und weniger durch Direktexporte bedient. Anfang der neunziger Jahre war die Produktion solcher verbundenen Unternehmen auf 7% der Gesamtproduktion der japanischen Muttergesellschaften gestiegen, während sie 1985 nur 3% ausgemacht hatte.

Der größte Einflußfaktor bei der Entwicklung der Dienstleistungen und Übertragungen 1992 war der Anstieg der Nettoerträge aus Portfolioinvestitionen um fast \$ 10 Mrd. In den vorangegangenen sechs Jahren hatten sich die Nettokapitalerträge nahezu vervierfacht; die japanische Nettovermögensposition gegenüber dem Ausland war von \$ 130 Mrd. Ende 1985 auf fast \$ 400 Mrd. Ende 1991 gestiegen. Im vergangenen Jahr blieben die Zins- und Dividendeneinkünfte stabil, aber die zu leistenden Zahlungen gingen um fast \$ 8 Mrd. zurück, weil die Zinsen gesunken waren und sich die grenzüberschreitenden Verbindlichkeiten der japanischen Banken in den letzten Jahren stark verringerten.

#### *Westeuropa*

In Europa abruptes Ende des allmählichen Auseinanderlaufens realer Wechselkurse

1992 ergab sich ein größerer Bruch in der Entwicklung des Außenhandels und der Wettbewerbsposition Europas, da eine Stagnation einsetzte und die schon seit Januar 1987 anhaltende Stabilität der nominalen Wechselkurse ein Ende fand. Da die inländische Preis- und Kostenentwicklung der einzelnen Länder Ende der achtziger Jahre nur langsam konvergiert hatte, war es bei den europäischen Währungen zu beträchtlichen Verschiebungen der realen Wechselkurse gekommen. Die so entstandene Konstellation wandelte sich unter dem Einfluß großer Veränderungen der nominalen Wechselkurse ab Herbst 1992. Es gibt natürlich viele Möglichkeiten, die realen Wechselkurse zu messen, je nachdem, welcher Preisindex verwendet wird; im folgenden werden verschiedene Indikatoren angegeben, um nicht einem bestimmten zuviel Gewicht beizumessen. Auch die Auswahl des Basisjahres ist willkürlich; daher sind die unten erörterten Indizes nicht als Maße für Niveaus, sondern für Veränderungen zu interpretieren.

Die jeweiligen Veränderungen der Wettbewerbspositionen aus dem Blickwinkel der Preise und Kosten sind in der umstehenden Grafik dargestellt. Eine wichtige allgemeine Beobachtung ist, daß der gewogene Außenwert bei den jetzt frei schwankenden Währungen in jüngster Zeit stark gesunken ist, während er bei den Währungen, die ihre DM-Paritäten beibehalten haben, nur wenig gestiegen ist. Darin kommen die allgemeine Abschwächung der europäischen Währungen gegenüber dem US-Dollar und dem Yen in den letzten Monaten sowie das große Gewicht Deutschlands in den handelsgewichteten Maßen für den gewogenen Außenwert zum Ausdruck.

Deutschland:  
der Anker

Deutschland stand in den letzten Jahren im Mittelpunkt der Entwicklung, und zwar sowohl aufgrund der Ankerrolle der D-Mark in den europäischen Wechselkursvereinbarungen als auch aufgrund der erheblichen Effekte der Vereinigung auf die Importnachfrage, die in einer Reihe von europäischen Ländern das Ausmaß der Verschlechterung der Wettbewerbssituation zunächst verschleierte hatten. Schließlich sprang der deutsche Leistungsbilanzsaldo von einem beträchtlichen Überschuß in ein erhebliches Defizit um, und die Teuerungsrate stieg über den Durchschnitt der Preissteigerungsraten in den Industrieländern.



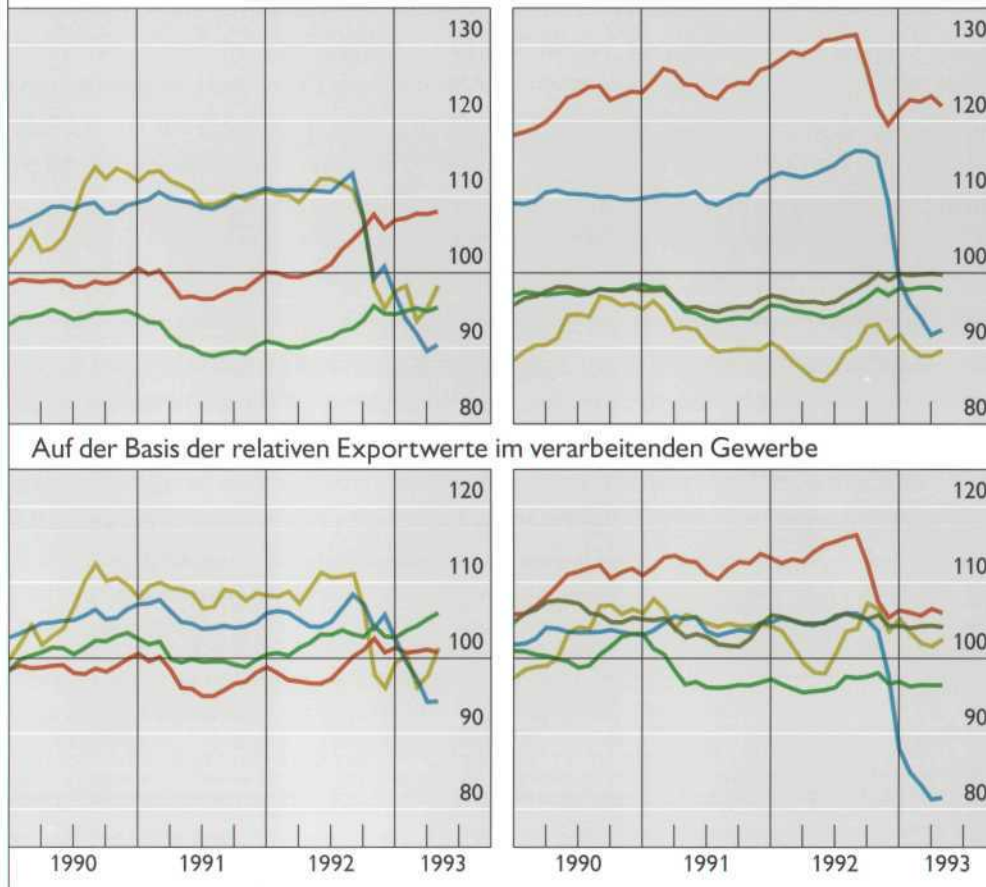
## Reale gewogene Wechselkurse in ausgewählten Ländern Europas

Monatsdurchschnitt, 1987 = 100

(West-)Deutschland  
Frankreich  
Italien  
Großbritannien

Spanien  
Niederlande  
Schweden  
Schweiz  
Belgien

Auf der Basis der relativen Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe



Bei den übrigen größeren europäischen Ländern lassen sich nach den Entwicklungstrends der vergangenen fünf Jahre zwei große Gruppen unterscheiden. Eine erste Gruppe von Ländern (Belgien, Frankreich und die Niederlande) konnte dank einer vergleichsweise niedrigen Inflationsrate und der engen Anbindung an die D-Mark die Preisposition gegenüber anderen wichtigen europäischen Ländern bewahren oder sogar verbessern. Das gleiche traf praktisch auf die Schweiz zu, wo die höhere Inflationsrate über den ganzen Zeitraum betrachtet durch eine leichte nominale Abwertung gegenüber der D-Mark kompensiert wurde. Die französische Leistungsbilanz kam Anfang der neunziger Jahre wieder annähernd ins Gleichgewicht; die drei übrigen Länder verzeichneten mehrere Jahre lang hohe und anhaltende Überschüsse: Belgien über 2% des BIP, Niederlande rund 3½%, Schweiz 4½% (Durchschnitte der letzten vier Jahre). In einer zweiten Gruppe von Ländern (Großbritannien, Italien, Schweden und Spanien) lag die Inflationsrate über dem Durchschnitt,

Länder mit niedriger Inflationsrate wettbewerbsfähiger ...

... als Länder mit hoher Inflationsrate ...

was dazu geführt hatte, daß sich die Währungen dieser Länder bis Mitte 1992 real beträchtlich aufgewertet hatten. Alle vier wiesen beträchtliche Leistungsbilanzdefizite auf. Spanien hatte das relativ größte Defizit (über 3% des BIP im Durchschnitt der letzten vier Jahre), gefolgt von Großbritannien (2½%), Schweden (knapp 2%) und Italien (unter 1½%).

... bis zur plötzlichen Korrektur ab Mitte 1992

Die in D-Mark ausgedrückten Verbraucherpreisindizes liefern ein einfaches Maß für die relative Preisentwicklung in Europa; sie sind der untenstehenden Tabelle zu entnehmen. Von 1987 bis zu den ersten drei Quartalen 1992 (also im wesentlichen vor den Unruhen an den europäischen Devisenmärkten) waren die Verbraucherpreise in den Defizitländern in D-Mark gerechnet um 25–45%, in den Überschußländern dagegen nur um 10–15% gestiegen. In Großbritannien und Schweden wurde diese Diskrepanz durch die großen Wechselkursveränderungen vom September 1992 aufgehoben. Der kumulierte Anstieg der italienischen Preise auf DM-Basis betrug im ersten Quartal 1993 nur noch 4,3%, weil ein starker Wertverlust der Lira die relativ hohe Inflationsrate während der vorangegangenen Zeit der nominalen Wechselkursstabilität mehr als ausglich; hieran gemessen verbesserte sich die Wettbewerbsfähigkeit Italiens daher deutlich gegenüber jedem der acht übrigen in der untenstehenden Tabelle aufgeführten Länder. Auch Spanien verzeichnete eine deutliche Verbesserung seiner Wettbewerbsposition gegenüber 1991/92, nicht jedoch gegenüber 1987. Über den gesamten Zeitraum gerechnet war der kumulierte Preisanstieg in Deutschland (aufgrund einer Beschleunigung des Preisauftriebs) höher als in den vier Überschußländern und (aufgrund von Wechselkursveränderungen) auch höher als in drei der vier Defizitländer.

Auswirkungen der Wettbewerbsfähigkeit in Deutschland

Die Verschlechterung der Wettbewerbsposition beginnt sich in der Leistungsbilanz *Deutschlands* niederzuschlagen. Zu konstanten Preisen schrumpfte der Überschuß im Außenhandel 1992 weiter. Obwohl die Exporteure ihre Güter nicht mehr auf die Inlandsmärkte umlenkten, verringerten sich die Exporte im vierten Quartal 1992 im Vorjahresvergleich. Die schleppende Auslandsnachfrage nach Investitionsgütern dämpfte die Ausfuhren von Maschinen, die eine Schlüsselkomponente des deutschen Exports darstellen. Die Kfz-Exporte, die 1991 eingebrochen waren, weil die Hersteller ihre Erzeugnisse zur Befriedigung der in den neuen Bundesländern aufgestauten Nachfrage

Verbraucherpreise in ausgewählten europäischen Ländern in einheitlicher Währung											
Zeitraum	Überschußländer <sup>1</sup>					(West-)Deutschland	Defizitländer <sup>1</sup>				
	Belgien	Frankreich	Niederlande	Schweiz	Durchschnitt		Großbritannien <sup>2</sup>	Italien	Schweden	Spanien	Durchschnitt
	D-Mark, 1987 = 100										
1990	108,4	109,1	104,3	107,0	107,2	106,9	114,7	115,4	119,8	130,1	120,0
1991	112,4	111,5	108,4	112,5	111,2	110,6	125,7	121,9	131,6	138,8	129,5
1992	115,1	114,6	112,4	112,5	113,6	115,0	123,8	121,9	131,8	140,6	129,5
1992 1.–3. Q.	114,8	114,4	111,9	111,9	113,3	114,6	128,0	125,5	134,7	143,9	133,0
1992 4. Q.	116,1	115,0	113,9	114,0	114,8	116,4	111,0	110,9	123,3	130,8	119,0
1993 1. Q.	117,2	116,1	113,6	112,5	114,9	118,4	109,9	104,3	111,2	132,8	114,6

<sup>1</sup> Nach dem Saldo der Leistungsbilanz 1992.    <sup>2</sup> Ohne Wohnkosten.

<sup>1</sup> Nach dem Saldo der Leistungsbilanz 1992. <sup>2</sup> Ohne Wohnkosten.



Die Leistungsbilanz Deutschlands <sup>1</sup>						
Position	1988	1989	1990	1991	1992	
					Jahr	4. Q. <sup>2</sup>
	Milliarden US-Dollar					
Leistungsbilanz	50,7	57,6	46,7	-19,8	-26,0	-33,0 <sup>3</sup>
Handelsbilanz	78,2	76,2	69,8	21,5	29,5	23,8 <sup>3</sup>
Nettokapitalerträge	5,2	11,8	17,2	18,3	10,8	14,1
Übrige Dienstleistungen	-14,6	-12,4	-17,5	-23,3	-34,2	-38,3
Übertragungen	-18,1	-18,0	-22,8	-36,3	-32,0	-32,6
<i>Nachrichtlich:</i>						
Ölimporte	14,7	16,1	21,9	23,9	22,9	21,9
Handelsbilanz ohne Öl <sup>4</sup>	57,3	55,9	41,9	6,7	5,2	- 4,3 <sup>3</sup>
	Veränderung in Prozent					
Ausfuhrvolumen	6,4	8,6	4,9	1,4	0,2	- 4,5 <sup>3,5</sup>
Einfuhrvolumen	6,0	7,7	13,9	13,9	0,7	0,6 <sup>3,5</sup>
Terms of trade	-0,1	- 2,7	1,5	- 2,3	2,4	2,8 <sup>5</sup>

<sup>1</sup> Ab Juli 1990 einschl. der Auslandstransaktionen Ostdeutschlands. <sup>2</sup> Auf Jahreswerte hochgerechnet. <sup>3</sup> Saisonbereinigt. <sup>4</sup> Auf der Basis von Durchschnittswerten im Außenhandel von 1980. <sup>5</sup> Veränderung gegen viertes Quartal 1991.

umgelenkt hatten, belebten sich wieder, Anfang 1993 zeigten sich jedoch erneute Schwächetendenzen. Das Wachstum der Exporte fiel weiter hinter das der Exportmärkte zurück, wodurch sich die Schere weiter öffnete, die sich Ende der achtziger Jahre aufgetan hatte. Das Volumen der Importe, das sich bis Anfang 1991 stark ausgeweitet hatte, stagnierte im weiteren Verlauf weitgehend und nahm gegen Ende 1992 angesichts des sich verstärkenden Konjunkturabschwungs ab.

Durch die schwächere Wettbewerbsposition hat sich auch das Defizit in der Dienstleistungsbilanz akzentuiert. Die reale Aufwertung der D-Mark hat dazu beigetragen, daß die Ausgaben für Auslandsreisen gestiegen sind (1992 in D-Mark gerechnet um 14%); die Einnahmen stagnierten, so daß das Defizit in der Reiseverkehrsbilanz um \$ 6 Mrd. zunahm. In ähnlicher Weise verschlechterte sich auch das Ergebnis in anderen Teilen der Dienstleistungsbilanz. Überdies gingen im vergangenen Jahr die Nettokapitalerträge zurück, weil sich der Zinsvorsprung Deutschlands gegenüber den USA vergrößerte, so daß die Zinsaufwendungen stärker anstiegen als die entsprechenden Erträge.

Auch in anderen europäischen Ländern wurde im vergangenen Jahr der Zusammenhang zwischen der Wettbewerbsposition und der Entwicklung in der Handels- und der Leistungsbilanz deutlich. Außer in den Niederlanden verbesserten sich die Leistungsbilanzsalden der Länder mit niedrigen Preissteigerungsraten weiter. Am auffälligsten war dies in *Frankreich*, wo sich das Defizit in einen Überschuß wandelte. Die Verbesserung des Saldos um fast \$ 10 Mrd. war fast ausschließlich auf die Dynamik des Außenhandels zurückzuführen; die Exportvolumina stiegen um rund 6%, weil die französischen Exporteure ihre Marktanteile erhöhen konnten. Das reale Importwachstum verlangsamte sich

In Frankreich  
Umschwung ...

Leistungsbilanzsalden der Industrieländer und der asiatischen Schwellenländer									
Land/Ländergruppe	Leistungsbilanz			darunter					
				Handelsbilanz			Kapitalertragsbilanz		
	1990	1991	1992	1990	1991	1992	1990	1991	1992
	Milliarden US-Dollar								
Industrieländer	-103,7	-20,9	-47,9	- 48,5	- 1,9	23,5	- 5,8	- 9,8	-21,0
USA	- 90,4	- 3,7	-62,4	-108,9	-73,4	-96,3	19,3	16,4	10,1
Japan	35,8	72,9	117,6	63,7	103,0	131,9	23,2	26,7	36,2
Westeuropa	- 13,0	-57,2	-69,6	- 19,5	-48,3	-28,7	- 9,2	-16,7	-31,8
Deutschland	46,7	-19,8	-26,0	69,8	21,5	29,5	17,2	18,3	10,8
Frankreich	- 9,8	- 6,3	2,9	- 13,0	- 9,0	1,7	- 2,9	- 5,1	- 7,9
Großbritannien	- 29,4	-11,6	-21,5	- 33,0	-18,3	-24,1	4,0	0,7	5,7
Italien	- 14,4	-21,4	-25,4	0,6	- 0,9	2,4	-13,4	-16,1	-20,2
Belgien/Luxemburg	4,6	4,5	6,3	0,6	- 0,1	0,9	0,7	1,4	1,5
Niederlande	10,2	7,7	6,7	10,3	10,7	10,8	0,8	0,9	0,5
Schweden	- 6,9	- 3,3	- 5,1	2,5	5,1	6,0	- 4,6	- 4,8	- 6,5
Schweiz	8,6	10,4	15,6	- 6,8	- 5,6	- 0,6	14,8	15,0	15,2
Dänemark	1,4	2,2	4,6	4,9	4,7	7,1	- 5,6	- 5,6	- 5,8
Finnland	- 7,0	- 6,7	- 5,1	- 0,6	1,1	2,7	- 3,7	- 4,6	- 5,3
Griechenland	- 3,6	- 1,5	- 1,9	- 12,3	-12,3	-13,7	- 1,6	- 1,7	- 2,0
Island	- 0,1	- 0,3	- 0,2	0,1	- 0,1	0,0	- 0,2	- 0,3	- 0,2
Österreich	1,2	0,1	- 0,3	- 7,9	- 9,7	- 9,7	- 1,0	- 1,5	- 1,3
Irland	0,0	1,4	2,8	3,0	3,2	5,7	- 5,2	- 4,7	- 5,4
Norwegen	4,0	5,0	2,9	8,3	8,3	7,6	- 2,7	- 2,7	- 3,6
Portugal	- 0,2	- 0,7	- 0,2	- 6,8	- 7,8	- 9,5	- 0,2	0,1	0,6
Spanien	- 15,7	-17,0	-24,8	- 29,5	-31,8	-37,3	- 3,7	- 4,2	- 6,2
Türkei	- 2,6	0,3	- 0,9	- 9,6	- 7,3	- 8,2	- 1,8	- 1,9	- 1,7
Übrige Industrieländer	- 36,0	-33,0	-33,4	16,2	16,9	16,5	-39,1	-36,3	-35,4
Australien	- 15,0	-10,1	-10,4	0,4	3,5	1,5	-14,0	-13,3	-11,2
Kanada	- 22,0	-25,5	-23,7	8,5	5,0	7,8	-20,8	-19,5	-20,6
Neuseeland	- 1,3	0,0	- 0,8	1,0	2,0	1,9	- 1,7	- 1,5	- 2,0
Südafrika	2,3	2,7	1,5	6,3	6,3	5,3	- 2,7	- 2,0	- 1,6
Schwellenländer Asiens	14,4	9,3	7,8	7,5	3,0	1,6	4,2 <sup>1</sup>	4,8 <sup>1</sup>	4,6 <sup>1</sup>
Hongkong	3,6 <sup>2</sup>	2,7 <sup>2</sup>	1,6 <sup>2</sup>	- 0,3	- 1,7	- 3,9	n.v.	n.v.	n.v.
Singapur	2,2	3,3	2,9	- 5,1	- 4,1	- 4,9	1,3	1,4	1,6
Südkorea	- 2,2	- 8,7	- 4,6	- 2,0	- 7,0	- 2,2	- 1,0	- 1,0	- 1,2
Taipeh-China	10,8	12,0	7,9	14,9	15,8	12,6	3,9	4,4	4,1

<sup>1</sup> Ohne Hongkong. <sup>2</sup> Saldo des Warenhandels und der nicht faktorgebundenen Dienstleistungstransaktionen.  
Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

auf nur noch 1%, wodurch die seit fast einem Jahrzehnt stetig fortschreitende Durchdringung des Inlandsmarktes mit Importgütern zum Stillstand kam.

In krassm Gegensatz hierzu wiesen die meisten derjenigen europäischen Länder, deren Wettbewerbsposition sich in den ungefähr fünf Jahren vor der Währungskrise verschlechtert hatte, im vergangenen Jahr ein höheres Leistungsbilanzdefizit aus. Die Fehlbeträge im Außenhandel sind vielfach



gewachsen, und durch die jahrelangen Defizite in der Leistungsbilanz sind die Nettokapitalaufwendungen gestiegen. In *Großbritannien* war die nochmalige Vergrößerung des Außenhandelsdefizits um fast \$ 6 Mrd. ein Zeichen der schlechten Wettbewerbsposition sowie des Kapazitätsabbaus im verarbeitenden Gewerbe. Trotz der noch sehr verhaltenen Erholung der Inlandsnachfrage nahmen die Importe in der ersten Jahreshälfte kräftig zu, bevor sie sich stabilisierten; das mengenmäßige Wachstum gegenüber dem Vorjahr betrug mehr als 6%, wobei die Einfuhren von Fertigwaren um 8½% stiegen. Dagegen wiesen die Exporte industrieller Erzeugnisse einen Zuwachs von nur 2½% auf, der unter dem Durchschnitt der Industrieländer liegt, obwohl einige traditionelle britische Exportmärkte im vergangenen Jahr stark expandierten und sich die Kapazität von im Auslandsbesitz befindlichen Industrieunternehmen vergrößerte. Auch *Schweden* mußte 1992 weitere Exportmarktanteile abgeben; aufgrund der sehr gedrückten Nachfrage nach Importgütern erhöhte sich der Überschuß im Außenhandel in gewissem Umfang, aber nicht ausreichend, um das rasch wachsende Defizit in der Kapitalertragsbilanz auszugleichen.

... gegenüber Verschlechterung in Großbritannien ...

... Schweden ...

*Italien* verzeichnete 1992 trotz einer bedeutenden Verschlechterung der Wettbewerbsposition bis zur Jahresmitte einen Außenhandelsüberschuß von fast \$ 2½ Mrd. Gleichwohl regte die reale Aufwertung der Lira die Importe an (das Einfuhrvolumen nahm viel schneller zu als die Inlandsnachfrage) und führte dazu, daß an den Exportmärkten weitere Marktanteile verloren gingen, wenngleich in geringerem Ausmaß als in den vorangegangenen Jahren. Überdies ließ die veränderte Wettbewerbsposition den Überschuß im Reiseverkehr weiter sinken. Die Nettokapitalertragszahlungen für die – inzwischen über 10% des BIP ausmachenden – Nettoverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland erhöhten sich, und das Defizit in der Leistungsbilanz stieg auf \$ 25 Mrd.

... und Italien

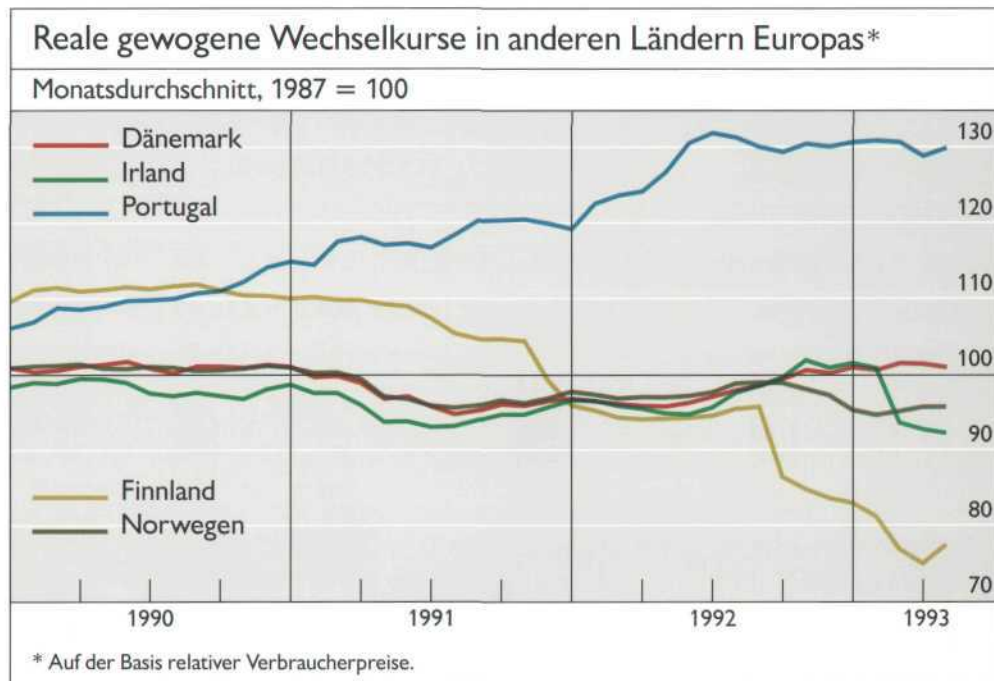
Die Entwicklung des Außenhandels in den kleineren europäischen Ländern spiegelte in einer Anzahl von Fällen recht spezifische Einflüsse wider. Von den in der nebenstehenden Grafik dargestellten Ländern verzeichnete *Finnland* in den letzten Jahren ein Leistungsbilanzdefizit von rund 5% des BIP; der Zusammenbruch der Exporte in die ehemalige Sowjetunion spielte hier eine wichtige Rolle. Der reale Wechselkurs verringerte sich nach der Abwertung im November 1991 und der Aufgabe der Wechselkursbindung im September 1992 stark. Die realen Wechselkurse *Dänemarks*, *Irlands* und *Norwegens* blieben dagegen in den letzten Jahren vergleichsweise stabil; alle drei Länder wiesen im letzten Jahr einen beträchtlichen Überschuß auf. Trotz einer erheblichen realen Aufwertung des Escudo blieb das Leistungsbilanzdefizit *Portugals* gering, da eine weitere Verschlechterung der Handelsbilanz durch eine deutliche Zunahme der EG-Transfers ausgeglichen wurde.

Kleinere europäische Länder

#### Übrige Industrieländer

Obwohl sich die Inlandsnachfrage und die Produktion in *Australien*, *Kanada* und *Neuseeland* im vergangenen Jahr nur zögernd belebten, stieg die Importnachfrage stark an; die reale Zuwachsrates lag jeweils zwischen 7% und 10%. Im Unterschied zu den meisten anderen Industrieländern waren die Märkte für Fertigwarenexporte aus diesen Ländern 1992 sehr aufnahmefähig. In Australien und Neuseeland wurde die Exportentwicklung überdies weiterhin durch die

Starke Handelsausweitung



seit 1989 verbesserte Wettbewerbsposition begünstigt. Das reale Wachstum der Fertigwarenxporte dieser beiden Länder – wie auch Kanadas, dessen Wettbewerbsfähigkeit sich erst viel später zu verbessern begann, nachdem sie sich lange Zeit verschlechtert hatte – erreichte 1992 fast 10%; die Ausfuhren von Agrarerzeugnissen und Rohstoffen weiteten sich eher langsam aus. Trotz Außenhandelsüberschüssen in Kanada und Australien blieben die Leistungsbilanzen beider Länder stark defizitär, da die Bedienung der hohen Auslandsverschuldung erhebliche Kapitalertragszahlungen an das Ausland erforderte.

## Ehemalige Staatshandelsländer

### Osteuropa

Zu den wichtigsten Bestandteilen der Reformpolitik in Osteuropa gehörten durchgreifende Maßnahmen zur Liberalisierung des Außenhandels und der Preise, die Öffnung für ausländische Investitionen und die Einführung realistischer Wechselkurse. Die Länder, die sich in einem fortgeschrittenen Stadium des Übergangs befinden und sich vor einigen Jahren für diese Politik entschieden hatten, wurden durch eine ausgeprägte Dynamik der Exporte in die Industrieländer belohnt, die sich im vergangenen Jahr erneut stark ausweiteten. In den drei Jahren bis 1992 stiegen ihre Exporte in westliche Länder in Dollar gerechnet um rund 85%, womit beträchtliche Marktanteilsgewinne verbunden waren (s. die umstehende Tabelle). In den ersten Monaten des Jahres 1993 ließen die Exporte aus dieser Region allerdings deutliche Schwächetendenzen erkennen. Wie in Kapitel III ausgeführt, war die radikale Neuorientierung im Außenhandel ein Hauptgrund dafür, daß sich der jüngste Produktionsrückgang in Grenzen hielt. Aber die Einfuhren aus westlichen Ländern nahmen im vergangenen Jahr ebenfalls stark zu, und das Außenhandelsdefizit der Region gegenüber den Industrieländern vergrößerte sich mit zunehmender Tendenz im Jahresverlauf erheblich.

Handelsboom  
in Reform-  
ländern ...



Handel Osteuropas mit den Industrieländern									
	Exporte			Importe			Handelsbilanzsaldo		
	1990	1991	1992 <sup>1</sup>	1990	1991	1992 <sup>1</sup>	1990	1991	1992 <sup>1</sup>
	Milliarden US-Dollar								
Ehemalige Sowjetunion	27,0	28,7	26,7	23,6	27,3	24,6	3,5	1,5	2,2
Ehemaliges Jugoslawien	11,5	10,9	8,8	13,8	10,5	8,6	-2,2	0,3	0,3
Übriges Osteuropa	22,2	25,7	30,3	22,0	29,5	36,9	0,2	-3,8	-6,6
Bulgarien	1,0	1,2	1,5	1,6	1,7	1,9	-0,6	-0,5	-0,4
Polen	8,5	9,5	10,7	7,7	12,6	13,5	0,8	-3,1	-2,8
Rumänien	2,6	2,3	2,3	2,4	2,3	3,1	0,2	0,0	-0,8
Tschechoslowakei	4,7	6,3	8,8	4,9	6,3	10,6	-0,2	0,1	-1,8
Ungarn	5,5	6,4	7,0	5,4	6,6	7,8	0,1	-0,2	-0,8
Nachrichtlich:	1989 = 100								
Industrieländer <sup>2</sup>				121,0	137,0	145,6			

Anmerkungen: Auf Handelsdaten der OECD-Länder basierend. Importzahlen auf cif-Basis, durch Abzug einer fob/cif-Spanne von 4% auf fob angepaßt. 1990: Ohne Handel Ostdeutschlands. Ohne bilateralen Handel zwischen der ehemaligen Sowjetunion und Finnland.

<sup>1</sup> Teilweise geschätzt. <sup>2</sup> Importe der Industrieländer gewichtet nach deren Bedeutung als Exportmarkt für die osteuropäischen Länder.

Quelle: Schätzungen anhand der OECD-Handelsstatistik.

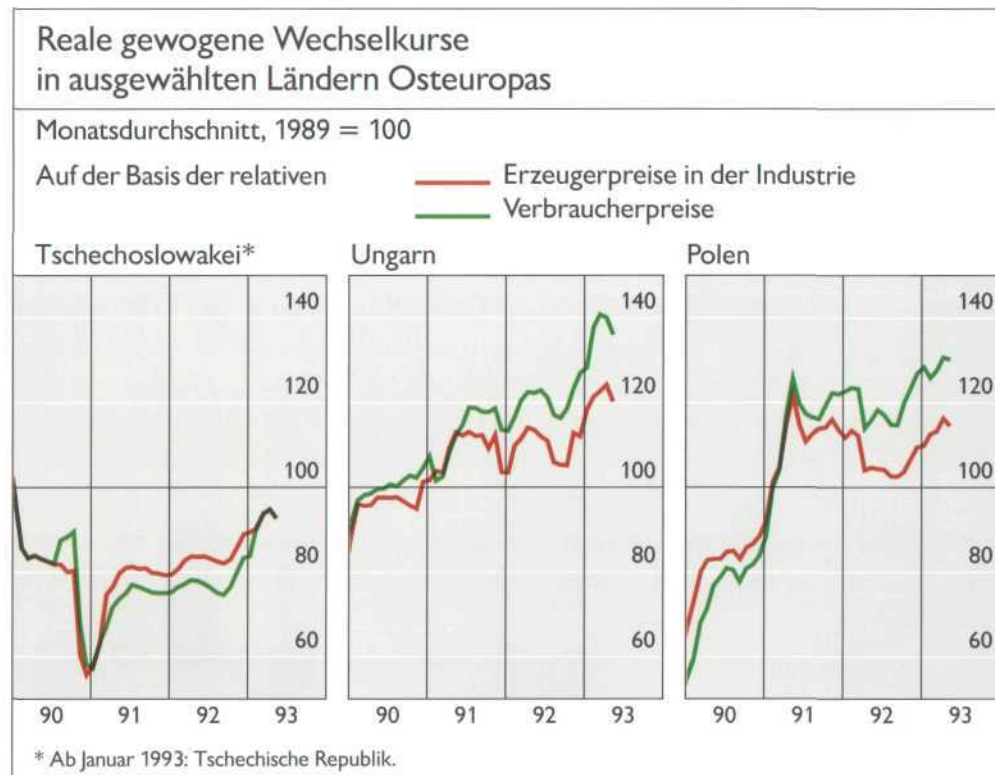
Einige der Gründe für die Dynamik der Exporte waren allen Ländern gemeinsam, die sich in einem fortgeschrittenen Stadium des Übergangs befinden. Erstens zwangen die gedrückte Inlandsnachfrage und der Wegfall traditioneller Märkte in den ehemaligen RGW-Staaten die inländischen Produzenten, auf den Westen auszuweichen. Zweitens profitierten Ungarn, Polen, die Tschechische und die Slowakische Republik aufgrund einer Anzahl von Handelsvereinbarungen von einem leichteren Zugang zu den westeuropäischen Märkten; hier sind insbesondere das Assoziierungsabkommen mit der EG und ein Abkommen mit den EFTA-Staaten zu nennen. 1992 und Anfang 1993 gab es jedoch Anzeichen dafür, daß sich vor den osteuropäischen Ländern protektionistische Barrieren aufbauten. Ihre wichtigsten Exportgüter – Agrarerzeugnisse, Eisen und Stahl, Textilien und Bekleidung – gehören zu den im Westen am stärksten abgeschirmten Produkten. Die Verhängung von EG-Restriktionen gegen Stahlimporte aus der ehemaligen Tschechoslowakei war ein Beispiel für die Grenzen der europäischen Handelsvereinbarungen. Auch die Ursprungsvorschriften für Warenexporte in die EG, die nach dem Abkommen in den Genuß der Meistbegünstigung kommen sollen, werden die Attraktivität Osteuropas als Exportbasis für ausländische Unternehmen möglicherweise schmälern.

Die divergierenden Entwicklungen der Wettbewerbspositionen sind eine wesentliche Ursache für die unterschiedliche Exportstärke. Da es keine zuverlässigen Daten über die Lohnstückkosten gibt, sind in der Grafik auf S. 93 Maße für die Wettbewerbsfähigkeit dargestellt, die auf den Produzentenpreisen für industrielle Erzeugnisse und auf den Verbraucherpreisen basieren. Wie in Kapitel III näher erörtert, dürften Verbraucherpreisindizes in Phasen der Preisliberalisierung die „echte“ Inflation tendenziell zu hoch ausweisen. Unabhängig

... bei Ausweitung der Exporte durch ...

... leichteren Marktzugang

Unterschiedliche Entwicklungen der Wettbewerbsfähigkeit in ...



... der ehemali-  
gen Tschecho-  
slowakei ...

vom gewählten Indikator steht aber fest, daß die *ehemalige Tschechoslowakei* dank einer straffen Wirtschaftspolitik die größten Erfolge bei der Eindämmung der Inflation und damit der Verteidigung ihrer Wettbewerbsposition verzeichnete. Mit einem seit Januar 1991 konstanten nominalen Wechselkurs war sie auch am erfolgreichsten bei der Steigerung ihrer Exporte in den Westen, die im vergangenen Jahr auf Dollarbasis um 40% zugenommen haben. Gleichwohl bewirkte ein Importboom, der durch einen steigenden Verbrauch der privaten Haushalte und vorgezogene Käufe angesichts bevorstehender Änderungen der Einfuhrzölle verursacht wurde, eine erhebliche Verschlechterung des Handelsbilanzsaldos.

... Polen ...

Weder Polen noch Ungarn war bei der Verteidigung seiner Wettbewerbsposition ähnlich erfolgreich. Gemessen an den Verbraucherpreisen glich die anhaltende (wenngleich rückläufige) Inflation in *Polen* sowohl den langsamen, aber stetigen Abwärtstrend des Wechselkurses als auch die offizielle Abwertung im Februar 1992 mehr als aus. Auf dieser Basis hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Polens gegenüber 1989 (d.h. bevor eine massive Abwertung des Zloty vorübergehend eine starke Unterbewertung der Währung verursachte) beträchtlich verschlechtert. Auf der Basis der Produzentenpreise betrachtet ist diese Verschlechterung zwar weit weniger ausgeprägt, doch die Wettbewerbsposition ist auf jeden Fall erheblich schwächer geworden, und das Exportwachstum war 1992 im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr bescheiden. Der Verlust an Wettbewerbsfähigkeit in *Ungarn* hat sich fortgesetzt, weil die Währungsbehörden eine Politik kleiner, in unregelmäßigen Abständen erfolgreicher Abwertungen verfolgt hatten, die das Inflationsgefälle des Landes nicht völlig kompensierten. Die daraus resultierende reale Aufwertung bremste offensichtlich das Exportwachstum 1992, und Anfang 1993 zeichnete sich

... und Ungarn



eine noch größere Schwäche ab. Zwei kleinere Abwertungen im Februar und März 1993 verhiessen jedoch für die Zukunft häufigere nominale Anpassungen mit dem Ziel, eine weitere reale Aufwertung zu verhindern.

In den Ländern, die sich noch in einem früheren Stadium des Übergangs befinden, verlief die Entwicklung uneinheitlicher. Die Exporte *Rumäniens* in den Westen, die Anfang der neunziger Jahre stark geschrumpft waren, als die frühere Politik der Zwangsexporte abgeschafft worden war, stagnierten noch immer. Trotz hoher nominaler Abwertungen war der offizielle Wechselkurs nach wie vor überbewertet, und die Exportbeschränkungen wurden beibehalten, um die inländischen Preiskontrollen zu stützen. Demgegenüber weiteten sich die Exporte *Bulgariens* rasch aus, und der frei schwankende Wechselkurs geriet sogar unter Aufwertungsdruck, der durch Devisenmarktinterventionen der Zentralbank gemildert wurde. Ende 1992 und Anfang 1993 gab die Währung dann wieder nach. Wegen der hohen Inflationsrate mußte das Land dabei im Jahresverlauf beträchtliche Einbußen an Wettbewerbsfähigkeit hinnehmen.

Gegensatz zwischen Rumänien und Bulgarien

Die Aufspaltung der ehemaligen Tschechoslowakei im Januar 1993 in die Tschechische und die Slowakische Republik brachte die Einführung neuer Währungen mit sich. Unmittelbar nach der Trennung wurde die Wechselkursparität zwar formell aufrechterhalten, aber die im bilateralen Handel verwendete slowakische Krone wurde kurz danach gegenüber der tschechischen Krone abgewertet. Von den neuen Staaten im ehemaligen Jugoslawien hatte *Slowenien*, eine nicht direkt am Konflikt beteiligte Republik mit einem relativ hohen Einkommen, im Oktober 1991 eine eigene Währung, den Tolar, eingeführt und frei schwanken lassen. Die Währungsreserven wurden durch den Verkauf staatseigenen Wohnraums gegen harte Devisen (es existierten hohe private DM-Bestände) aufgestockt. Vor dem Hintergrund einer extrem straffen Geldpolitik entstand ein beträchtlicher Leistungsbilanzüberschuß, weil die Importe zurückgedrängt wurden und die Unternehmen nur im Ausland Absatzmärkte finden konnten. So wuchsen die Währungsreserven rasch an. Trotz einer starken realen Aufwertung über weite Strecken des vergangenen Jahres stieg der Leistungsbilanzüberschuß des Landes in harter Währung auf rund 6% des BIP.

Neue Währungen

#### *Ehemalige Sowjetunion*

Trotz erheblicher wirtschaftlicher Störungen hielten sich die Exporte aus der ehemaligen Sowjetunion in die Industrieländer 1992 in Dollar gerechnet vergleichsweise gut. Das Volumen der Ölexporte in die Industrieländer scheint leicht zugenommen zu haben; der Rückgang der Ölförderung um 13% betraf daher in erster Linie den Inlandsverbrauch in Rußland und die Öllieferungen an andere ehemalige Sowjetrepubliken. Ein starker volumenmäßiger Rückgang war dagegen bei den Importen aus den Industrieländern zu verzeichnen. Faßt man die Angaben der Handelspartner zusammen, so dürfte der Außenhandelsüberschuß der ehemaligen Sowjetunion gegenüber den Industrieländern 1992 leicht angestiegen sein.

Handelsentwicklung

Dennoch blieben die Bemühungen der Währungsbehörden, den Außenwert des Rubels zu stabilisieren, erfolglos. Im ersten Halbjahr 1992 wurde der stark gesunkene Wert der Währung am lokalen Auktionsmarkt durch Inter-

Stabilisierung des Rubels scheitert

ventionen und einige Bemühungen um eine Stabilisierung der Volkswirtschaft gestützt. In diesem Zeitraum legte der Rubel tatsächlich an Wert zu (s. die Grafik auf S. 51). Zur Jahresmitte hatte die russische Regierung die verschiedenen Wechselkurse vereinheitlicht und ihre Absicht bekanntgegeben, den Außenwert der Währung zu stabilisieren. Gleichzeitig war die Zehnergruppe bereit, zu einem \$ 6 Mrd. umfassenden Stabilisierungsfonds für den Rubel beizutragen. Letztlich wurde das angekündigte Programm zur Stabilisierung der Volkswirtschaft jedoch nicht durchgeführt. Das Haushaltsdefizit weitete sich alarmierend aus, und die Zentralbank erhöhte ihre Kreditvergabe in massivem Umfang. Die Inflation beschleunigte sich, und der Rubel fiel von rund Rbl 135 je Dollar Ende Juni 1992 auf Rbl 415 Ende Dezember 1992 und Rbl 886 Mitte Mai 1993.

Kapitalflucht

Der Zusammenbruch des Rubels hatte natürlich zur Folge, daß die Exporteure nicht ohne weiteres bereit waren, wie gefordert 50% ihrer Devisenerlöse an die Behörden abzuliefern. Der Anreiz war groß, Exporterlöse zu niedrig oder gar nicht auszuweisen, und es kam zu einer erheblichen Kapitalflucht in harte Währungen (die auf russischen Bankkonten oder im Ausland gehalten wurden). Nach der BIZ-Bankenstatistik nahmen die Einlagen aus der ehemaligen Sowjetunion bei den berichtenden Banken 1992 um \$ 5,8 Mrd. zu; diese Zunahme entfiel fast ausschließlich auf die zweite Jahreshälfte, als der Rubel nach unten sackte. Wegen akuten Mangels an Währungsreserven konnte Rußland seinen Schuldendienstverpflichtungen nicht nachkommen; wie in Kapitel III ausgeführt, wurde Anfang 1993 eine Einigung über ein größeres Programm zur Schuldenerleichterung und Umschuldung erzielt.

Politischer  
Zerfall ...

Nur wenige der neuen Staaten haben es bisher geschafft, die wirtschaftlichen Folgen des politischen Zerfalls der Sowjetunion in den Griff zu bekommen. Das Ausmaß der notwendigen Umgestaltung war wahrlich entmutigend, denn die jahrzehntelange strikte Zentralverwaltungswirtschaft hatte ein gegenseitiges Tausch- und Zahlungssystem hinterlassen, das mit dem internationalen Handel in der übrigen Welt so gut wie nichts gemein hatte. Die Fixierung der Planungsbehörden auf die Ausnutzung von etwaigen Größenvorteilen hatte zu einer extremen Spezialisierung geführt, die eine massive Abhängigkeit vom Handel zwischen den Republiken zur Folge hatte, so daß eine Republik oftmals die Hälfte ihrer Produktion an andere Republiken exportierte. Der Tauschhandel nahm die Gestalt komplizierter Kompensationsgeschäfte an, die relativen Preise standen in keinem Zusammenhang mit dem Weltmarkt, und die Zahlungsmechanismen waren kaum mehr als das buchhalterische Gegenstück des zentralen Plans.

... macht Wirt-  
schaftsreformen  
erforderlich

Dieses Erbe stellte die internationale Wirtschaftspolitik vor eine vierfache Herausforderung. Erstens mußten die Handelsbeziehungen auf eine kommerzielle Grundlage gestellt werden, und vor allem mußten die Preise dem Weltmarktniveau angeglichen werden, wenn die lokalen Wirtschaftssubjekte ein geeignetes „Signal“ für die auf den Weltmärkten vorhandenen Chancen erhalten sollten. Zweitens mußten Mechanismen entwickelt werden, die den Austausch von Gütern nach dem Prinzip komparativer Vorteile statt nach staatlichen Vorgaben ermöglichten. Drittens mußte über die Art der Wechselkursregime für den Handel zwischen den Republiken entschieden werden. Schließlich mußte geregelt werden, wie Zahlungen im Handelsverkehr



abgewickelt werden sollen, solange die Währungen noch nicht konvertibel sind. In keinem dieser Bereiche wurden 1992 nennenswerte Fortschritte erzielt.

Die eklatantesten Preisverzerrungen zeigten sich bei den Energieträgern, die selbst nach sehr starken Anhebungen der realen Energiepreise im Jahresverlauf noch immer unterbewertet waren. Die Effekte mehrerer drastischer Erhöhungen der Energiepreise in Rubel wurden durch den starken Wertverfall der Währung weitgehend zunichte gemacht. Im letzten Quartal des Jahres lieferte Rußland den anderen Staaten das Öl zu etwa einem Drittel der Weltmarktpreise; allerdings gab es beträchtliche Unterschiede von Land zu Land sowie starke Schwankungen im Zeitverlauf. Obwohl die anderen ehemaligen Sowjetrepubliken auf diese Weise nicht die gesamte Verschlechterung ihrer Terms of trade zu spüren bekamen, die mit einem Übergang zu Weltmarktpreisen verbunden gewesen wäre, verzeichneten sie nichtsdestoweniger sehr hohe Defizite gegenüber Rußland.

Was die zweite Herausforderung betrifft, so blieb ein großer Teil des Handels effektiv staatlich, wobei die Geschäfte oftmals kaum mehr waren als eine reduzierte Version der Austauschbeziehungen unter der zentralen Planwirtschaft. Zwar wurde das System multipler Wechselkurse abgeschafft, doch werden die zentralisierten Importe wichtiger Rohstoffe noch immer massiv subventioniert.

Sieht man von den baltischen Staaten ab, so wurde die dritte Herausforderung, nämlich die Frage des Wechselkursregimes, umgangen, da die meisten neuen Staaten weiterhin den Rubel verwenden. Sie konnten der Versuchung zumeist nicht widerstehen, die inländische Ausgabe von Rubel zu forcieren, um Waren von anderen Republiken zu „kaufen“, ein Problem, das unvermeidbar ist, wenn mehrere Stellen unkoordiniert dieselbe Währung ausgeben. Im zweiten Halbjahr 1992 wurden jedoch einige Beschränkungen für Korrespondenzbanküberweisungen zwischen den Republiken eingeführt, durch die aus den verschiedenen inländischen Rubeleinlagen de facto unterschiedliche Währungen wurden.

Schließlich konnte die Zahlungsabwicklung im gegenseitigen Handel auch durch viele Diskussionen und zahlreiche Vorschläge nicht auf systematische Weise geregelt werden. Statt dessen wurden Ad-hoc-Vereinbarungen getroffen, mit denen vor allem erreicht werden sollte, daß die anderen Republiken hohe Minussalden auflaufen lassen und die Exporte der russischen Unternehmen bezahlen konnten – die früheren Handelspraktiken blieben damit aufrechterhalten. Anfang 1993 wurde jedoch eine Einigung über die Einführung eines Verrechnungsmechanismus auf der Basis des Rubels erzielt, und zwar in der Form einer zwischenstaatlichen Bank. Die Grundzüge der vorgeschlagenen Struktur dieser neuen Verrechnungsinstitution sehen recht begrenzte Kreditfazilitäten vor und erlauben flexible Wechselkurse.

Lediglich in den baltischen Staaten wurde die Einführung neuer Währungen durch makroökonomische Maßnahmen zur Erhaltung von deren Wert gestützt. In *Estland* wurde im Juni 1992 die Krone eingeführt, mit einem Währungsrat, der die Fremdwährungsaktiva verwaltet, um die feste Bindung an die D-Mark zu garantieren. Mit einem solchen System kann – sofern es durch die richtigen Maßnahmen unterstützt wird – selbst unter schwierigen Bedingungen

Bedarf für:

– Übergang zu Weltmarktpreisen für Energie

– Abschaffung der Importsubventionen

– Einführung eines realistischen Wechselkursregimes

– wirksames Zahlungsverkehrssystem

Erfolgreiche Einführung einer neuen Währung in *Estland* ...

rasch das Vertrauen der Öffentlichkeit in die inländische Währung hergestellt werden; durch Anlage des Gegenwertes in festverzinslichen Auslandsaktiva kann sich dieser Währungsrat darüber hinaus zumindest einen Teil des Gewinns aus der unverzinslichen Notenausgabe sichern. Die Rückgabe des estnischen Goldes aus Vorkriegszeiten und einige andere Aktiva lieferten die anfängliche Deckung in diesem System: Eine weitere Erhöhung der inländischen Geldmenge ist nur soweit möglich, wie die Auslandsaktiva des Währungsrats – ob durch einen Leistungsbilanzüberschuß oder durch Kapitalzuflüsse – zunehmen. Ein sehr straffer geldpolitischer Kurs bewirkte, daß die Zinsen für Einlagen in Kronen sehr hoch blieben und Hartwährungen zuflossen.

... und Lettland

Als Übergangsmaßnahme (bei einer noch immer hohen Inflationsrate) erklärte *Lettland* im Juli 1992 den lettischen Rubel zum einzigen gesetzlichen Zahlungsmittel. Obwohl sich die Vorgehensweise in Lettland von der in Estland insofern unterschied, als man den Wechselkurs frei schwanken ließ, waren die Haushalts- und die Geldpolitik ähnlich straff. Als die vorherige starke Dynamik der Inflation einmal gebrochen war und sichtbar wurde, daß sich der Wert der Währung an den ausländischen Devisenbörsen stabilisiert hatte, begannen die Währungsbehörden den lettischen Rubel durch eine neue endgültige Währung – den Lats – zu ersetzen. *Litauen* führte zunächst auf Rubel lautende Kupons ein, an deren Stelle Mitte 1993 eine neue Währung treten soll.

Daß sowohl Estland als auch Lettland trotz unterschiedlicher Wechselkursregime mit ihrer Stabilisierungspolitik Erfolg hatten, läßt darauf schließen, daß die Finanzpolitik und die Geldpolitik von vorrangiger Bedeutung sind, wenn es darum geht, eine Hyperinflation zu vermeiden; die Entscheidung zugunsten fester oder schwankender Wechselkurse ist sekundär. Trotz dieses Erfolgs stehen diese Länder mit ihren Bemühungen, sich aus der massiven wirtschaftlichen Abhängigkeit von Rußland zu lösen und einen enormen Anstieg der realen Energiepreise zu verkraften, aber noch vor der großen Aufgabe der außenwirtschaftlichen Anpassung.

### Junge Industrieländer Asiens und China

In den jungen  
asiatischen Indu-  
strielländern  
Handels-  
ausweitung ...

Die Ausweitung des Handels der jungen Industrieländer Asiens setzte sich 1992 mit nahezu unvermindertem Tempo fort; die Einfuhren und Ausfuhren stiegen real um über 10%. Die Entwicklungen in den vier Volkswirtschaften wichen jedoch beträchtlich voneinander ab. Während die Inlandsnachfrage in Südkorea gedämpft war und sich in Singapur abschwächte, gewann sie in Taipeh-China und Hongkong an Schwung, so daß sich die Stärke der Importnachfrage in den einzelnen Ländern deutlich unterschiedlich entwickelte.

... mit  
erheblichen  
Unterschieden

In *Singapur* ging das reale Wachstum der Importe und der Exporte im letzten Jahr aufgrund einer relativ schwachen Inlandsnachfrage, der Aufwertung der Währung und einer schleppenden Nachfrage an einigen zentralen Märkten stark zurück. In dem bedeutenden Dienstleistungssektor des Landes, vor allem im Reiseverkehr und bei den Transportleistungen, wurde wiederum ein hoher Überschuß erwirtschaftet, der das größer gewordene Defizit im Warenhandel zum Teil ausglich. Durch eine noch stärkere Flaute der Inlandsnachfrage verlangsamte sich in *Südkorea* das Importwachstum von über 17% im Jahr 1991 auf



unter 2% 1992. Die verbesserte Wettbewerbsposition hat aber offensichtlich die Exporte stimuliert; sie erhöhten sich real um 10% und damit ungefähr genauso stark wie im Vorjahr, aber bedeutend stärker als Ende der achtziger und Anfang der neunziger Jahre, als die Exporteure den dreijährigen rapiden Anstieg des realen Wechselkurses zu spüren bekamen. So verringerte sich das Leistungsbilanzdefizit Südkoreas erheblich.

Mit der fortschreitenden Integration der Volkswirtschaften Chinas, Hongkongs und Taipeh-Chinas gewann diese Ländergruppe im Welthandel weiter an Bedeutung; ihre Exporte in die Industrieländer betrugen im letzten Jahr zusammen rund \$ 137 Mrd. Die Direktinvestitionen Hongkongs und seine Stellung als offener Handelsraum haben viel zur wirtschaftlichen Umgestaltung in China beigetragen. In jüngerer Zeit führte ein Nachlassen der politischen Berührungsängste außerdem zu intensiveren wirtschaftlichen Kontakten zwischen China und Taipeh-China.

Stärkere Integration zwischen ...

Die Exporte von *Taipeh-China* (über Hongkong) nach China stiegen im vergangenen Jahr auf über \$ 6,3 Mrd.; bei stagnierenden Importen aus China verzeichnete Taipeh-China einen bilateralen Überschuß von über \$ 5 Mrd. Die Ausfuhren nach Japan und in die EG waren jedoch rückläufig, weil sich die Nachfrage an diesen Märkten deutlich abschwächte, während sich die Exporte in die USA ausweiteten. Gleichzeitig nahm die reale Inlandsnachfrage um über 9% zu, geringfügig mehr als 1991, und die Importe stiegen volumenmäßig um 17%. Der Leistungsbilanzüberschuß war mit \$ 8 Mrd. der kleinste seit acht Jahren.

... Taipeh-China ...

Auch die Dynamik der Exporte *Hongkongs* im vergangenen Jahr war zu einem großen Teil auf den Handel mit China zurückzuführen. Massive Investitionen Hongkongs in den letzten Jahren vergrößerten die industriellen Kapazitäten in China und steigerten den Handel zwischen China und Hongkong rasch; die indirekten Exporte aus China haben sich seit 1989 verdoppelt, während sich die Direktexporte aus dem Inland kaum veränderten (s. die nebenstehende Tabelle).

... Hongkong ...

Die Exporte *Chinas* stiegen 1992 nach der Einfuhrstatistik der Industrieländer auf \$ 63 Mrd., so daß sie sich gegenüber dem nur drei Jahre zuvor verzeichneten Niveau beinahe verdoppelten. Diese anhaltend ausgeprägte Zunahme der Exporte und ein wesentlich stärker als erwartet ausfallender – seinerseits mit dem Export zusammenhängender – Investitionsboom trugen zum BIP-Wachstum von etwa 13% bei. Obwohl sich die Importe erheblich ausweiteten, stieg der Überschuß Chinas gegenüber den Industrieländern auf \$ 30 Mrd. Nach der amtlichen chinesischen Statistik allerdings sank der Überschuß aus dem internationalen Handel auf \$ 5 Mrd. und damit auf die Hälfte.

... und China

Wie im letzten Jahresbericht näher ausgeführt, vollzieht sich die Integration Chinas mit der Weltwirtschaft seit über einem Jahrzehnt schrittweise, und es sind noch manche Überreste des alten planwirtschaftlichen Systems vorhanden. Für die internationalen Wirtschaftsbeziehungen sind zwei Aspekte von Bedeutung. Erstens wird der Außenhandel nach wie vor durch eine Fülle von Vorschriften und Regulierungen eingeschränkt. Das Land verfügt über kein einheitliches Handelsregime, die Importe unterliegen sowohl hohen Zöllen als auch bestimmten Mengenbeschränkungen, und die Ausfuhren werden durch besondere Vergünstigungen für Exporteure künstlich gefördert. Vor kurzem

Weiterhin Handelsschranken ...

Außenhandel Chinas						
	1980	1985	1989	1990	1991	1992 <sup>1</sup>
	Milliarden US-Dollar					
Leistungsbilanz	0,7	-11,4	-4,3	12,0	13,3	6,4
Handelsbilanz	-0,1	-13,1	-5,6	9,2	9,6	5,2
<i>Nachrichtlich:</i>						
<i>Handel mit Industrieländern<sup>2</sup></i>						
Saldo	-5,2	-11,4	9,8	18,8	24,8	30,0
Exporte	8,1	13,2	34,1	40,0	50,9	63,1
Importe	13,3	24,6	24,3	21,1	26,1	33,1
<i>Exporte Hongkongs</i>						
Eigene Exporte	13,7	16,7	28,7	29,0	29,7	30,2
Indirekte Exporte aus China	1,7	4,4	24,1	30,9	40,6	52,2
Andere indirekte Exporte	4,4	9,1	20,3	22,3	28,2	37,1

<sup>1</sup> Teilweise geschätzt. <sup>2</sup> Auf Handelsdaten der OECD-Länder basierend. Importzahlen auf cif-Basis, durch Abzug einer fob/cif-Spanne von 8% auf fob angepaßt.  
Quellen: OECD-Handelsstatistik; Angaben der einzelnen Länder.

wurden jedoch weitreichende Schritte zur Senkung der Importbarrieren unternommen, da China sich auf die Aufnahme von Verhandlungen über eine GATT-Mitgliedschaft vorbereitete. Diese Schritte dürften zu dem starken Anstieg der Einfuhren im Jahr 1992 beigetragen haben.

Ein zweiter Aspekt ist, daß die chinesische Währung nach wie vor nicht konvertibel ist. Bei der Öffnung der Volkswirtschaft zur Außenwelt haben die Verantwortlichen auf ein gespaltenes Wechselkurssystem zurückgegriffen, d.h. einen offiziellen Wechselkurs beibehalten, gleichzeitig aber den Anteil der Devisentransaktionen erhöht, die über die eher marktbezogenen „Devisenanpassungszentren“ (Foreign Exchange Adjustment Centres) abgewickelt werden dürfen. Anfang der neunziger Jahre wurden bereits rund die Hälfte der Devisentransaktionen über diese Zentren abgewickelt. Außerdem reduzierte sich der Abstand zwischen dem offiziellen Kurs und den marktbezogenen Umtauschsätzen bis Ende 1991 auf weniger als 10%; das war zurückzuführen auf beträchtliche Abwertungen des offiziellen Wechselkurses (im Dezember 1989 und im November 1990) sowie erhebliche Fortschritte auf dem Weg zur gesamtwirtschaftlichen Stabilität (mit einer wesentlich niedrigeren Inflation und der Beseitigung des Leistungsbilanzdefizits).

Diese Annäherung – die Anlaß zu der Erwartung gegeben hatte, die Verantwortlichen würden sich bald um die Vereinheitlichung der Wechselkurse bemühen – fand jedoch Anfang 1992 ein abruptes Ende. Die wichtigsten Gründe dafür waren wohl die Beschleunigung der Inflation und eine starke Zunahme der Importe sowie Befürchtungen, die für den GATT-Beitritt nötige Liberalisierung des Außenhandels würde mit einer starken Abwertung des offiziellen Kurses einhergehen. Der Abstand zwischen den beiden Kursen weitete sich fast während des ganzen letzten Jahres und in den ersten Monaten dieses Jahres aus; bis März 1993 waren die Umtauschsätze gegenüber dem offiziellen Kurs um 40% gefallen, und die Schwarzmarktkurse lagen noch tiefer. Da der offizielle Kurs so gesteuert wird, daß er weitgehend parallel zum Inflationsgefälle

... nicht-  
konvertible  
Währung ...

... und hohe  
reale  
Abwertung



zwischen China und seinen Handelspartnern sinkt, kommt dies einer hohen realen Abwertung gleich, die den jüngsten Inflationsdruck noch verstärkt hat.

## Wichtige Kapitalbewegungen

### Direktinvestitionen

Die ausländischen Direktinvestitionen der Industriestaaten gingen im vergangenen Jahr vor allem aufgrund einer starken Kürzung der japanischen Auslandsinvestitionen weiter zurück (s. die untenstehende Tabelle). Die Flut japanischer Direktinvestitionsströme in den letzten Jahren – während der Hochkonjunktur 1987–91 erreichten die Direktinvestitionen insgesamt über \$ 175 Mrd. – hat offenbar nur sehr geringe Erträge gebracht. Nach der japanischen Zahlungsbilanzstatistik beliefen sich die Kapitaleinkünfte aus Direktinvestitionen 1992 auf \$ 7,7 Mrd. Ein wichtiger Faktor, der die Erträge komprimierte, waren die erneuten Verluste bei den Investitionen in den USA (nach der Zahlungsbilanzstatistik der USA rund \$ 2 Mrd.). Die USA wurden wieder zum wichtigsten Investor; auf sie entfiel 1992 etwa ein Viertel der gesamten Direktinvestitionen aus den Industrieländern. Die US-Investitionen in Lateinamerika stiegen auf über \$ 11 Mrd.; in die EG flossen \$ 8½ Mrd.

Rückgang der Direktinvestitionen Japans

Dagegen wurden die Auslandsinvestitionen in den USA – die sich in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre auf über \$ 50 Mrd. pro Jahr belaufen hatten – 1992 negativ, weil einige frühere Investitionen liquidiert wurden. In

Weltweite Direktinvestitionen						
	1976–80	1981–85	1986–90	1990	1991	1992*
	Milliarden US-Dollar, Jahresdurchschnitt					
Abflüsse insgesamt	39,8	43,6	165,9	226,0	182,2	158,5
Industrieländer	39,2	42,1	157,4	213,0	171,1	147,1
darunter: USA	16,9	8,4	24,6	32,7	27,1	35,3
Japan	2,3	5,1	32,1	48,0	30,7	17,2
EG	16,9	20,8	74,4	99,4	90,9	82,5
Entwicklungsländer	0,6	1,5	8,5	13,0	11,1	11,4
darunter: Asien	0,1	1,1	7,5	11,4	9,5	10,4
Lateinamerika	0,2	0,2	0,6	1,0	0,8	1,0
Zuflüsse insgesamt	31,8	52,5	145,6	186,0	143,3	133,6
Industrieländer	25,2	34,9	122,6	156,2	101,8	83,9
darunter: USA	9,0	19,1	52,5	45,1	11,5	–3,9
Japan	0,1	0,3	0,3	1,8	1,4	2,7
EG	13,5	12,8	54,5	86,0	68,6	70,3
Entwicklungsländer	6,6	17,6	23,0	29,8	41,5	49,7
darunter: Asien	2,1	4,9	13,3	18,6	24,0	28,0
Osteuropa	0,0	0,0	0,1	0,3	2,4	3,3
Lateinamerika	4,1	5,0	6,3	7,3	12,0	13,0

\* Teilweise geschätzt.

Quellen: IMF, Balance of Payments Statistics; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Weiterhin hohe Direktinvestitionen in Europa...

den übrigen Industrieländern blieben die Direktinvestitionen des Auslands trotz der Rezession relativ stabil, wobei der Anteil der in EG-Ländern vorgenommenen Investitionen weiter zunahm. Dabei spielten Fusionen innerhalb Europas und die wachsende Präsenz von Unternehmen aus Nicht-EG-Ländern eine wichtige Rolle. Wiederum wurde der größte Teil der Investitionen in Großbritannien vorgenommen (\$ 19 Mrd.), gefolgt von Frankreich (\$ 16 Mrd.). Die Direktinvestitionen in Deutschland und Italien waren im vergangenen Jahr relativ gering (jeweils \$ 3–4 Mrd.), und auch die Investitionen in Spanien und Portugal erreichten nicht mehr den relativ großen Umfang der letzten Jahre.

... Asien ...

Der Schwerpunkt der Direktinvestitionsströme innerhalb Asiens verlagerte sich von Südostasien, wo das Interesse nach Jahren umfangreicher Investitionen etwas nachließ, nach China, wo die Investitionen von \$ 4,4 Mrd. 1991 auf fast \$ 7 Mrd. 1992 zunahmen und Unternehmen aus Hongkong und Taipeh-China in starkem Maße aktiv waren. Auch die Investitionen in Lateinamerika und Osteuropa stiegen deutlich an.

... und Lateinamerika

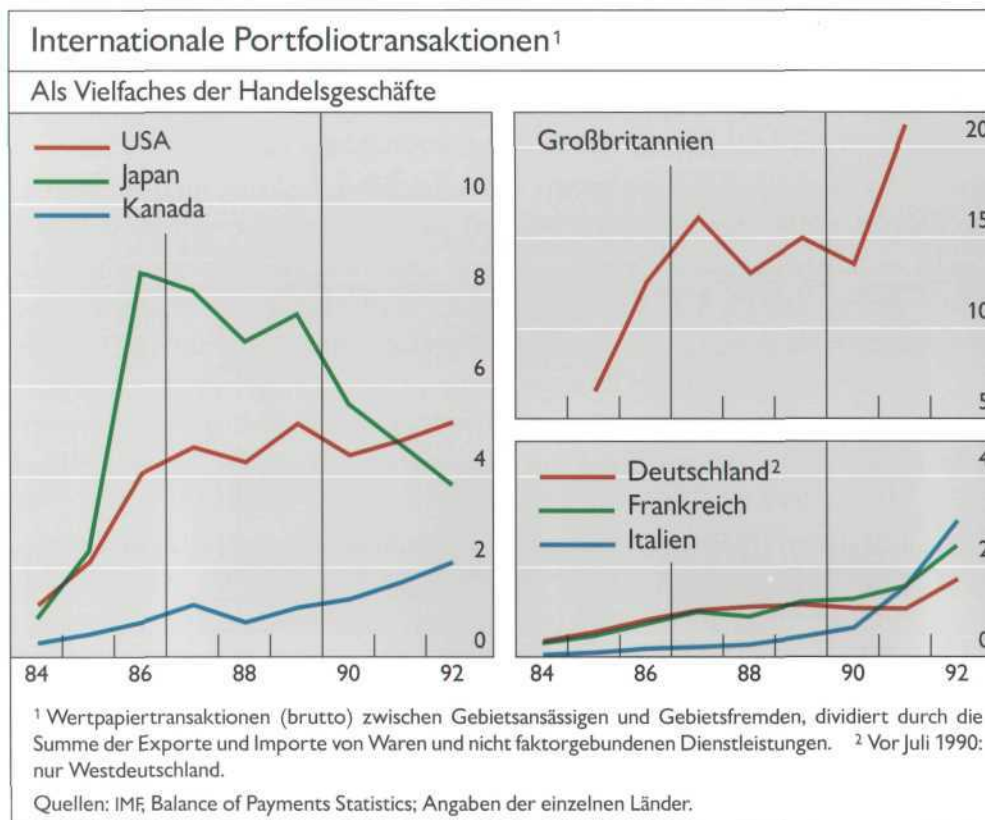
### Portfoliokapital

Höhere Portfolioinvestitionen in Europa

Der Portfoliokapitalverkehr war 1992 rückläufig, blieb aber mit Abflüssen von insgesamt \$ 238 Mrd. nach wie vor hoch (s. die untenstehende Tabelle). Die Anlagen Japans und Großbritanniens – die 1991 die größte Rolle gespielt hatten – verringerten sich im vergangenen Jahr. Die Portfolioinvestitionen der USA nahmen leicht zu, und die der Länder Kontinentaleuropas erhöhten sich stark, wobei die Deutschlands mit \$ 43 Mrd. einen neuen Rekordumfang erreichten. Die beträchtliche Ausweitung der Portfoliokapitalströme aus und nach Kontinentaleuropa ist charakteristisch für die Entwicklung in den

Portfoliokapitalverkehr der Industrieländer						
	1976–80	1981–85	1986–90	1990	1991	1992*
	Milliarden US-Dollar, Jahresdurchschnitt					
Abflüsse insgesamt	15,0	60,6	185,0	152,8	274,0	238,0
darunter: USA	5,3	6,5	13,6	28,8	45,0	48,6
Japan	3,4	25,0	85,9	39,7	74,3	34,4
Großbritannien	2,3	13,6	26,1	29,2	51,6	47,3
Übrige EG	3,8	10,4	44,4	47,2	69,2	92,3
Zuflüsse insgesamt	31,9	77,8	184,6	154,9	374,6	308,5
darunter: USA	5,2	29,4	44,7	– 0,9	51,2	65,0
Japan	5,1	12,6	26,9	34,7	115,3	8,2
Großbritannien	2,3	3,5	22,1	9,4	28,7	29,6
Übrige EG	9,7	18,5	57,3	85,0	123,6	168,9
Nachrichtlich:						
Eigenkapitalzuflüsse	5,0	12,4	24,4	– 18,0	79,0	20,0
darunter: USA	1,8	3,4	4,9	– 14,5	9,2	– 11,2
Japan	1,0	2,1	– 11,6	– 13,3	46,8	8,7
Großbritannien	0,5	1,4	10,1	2,6	5,4	9,4
Übrige EG	1,1	2,4	13,2	7,0	10,9	8,1
* Teilweise geschätzt.						
Quellen: IMF, Balance of Payments Statistics; Angaben der einzelnen Länder.						





neunziger Jahren. Sie resultiert nicht nur aus der Abschaffung von Kapitalverkehrsbeschränkungen, sondern auch aus der Lockerung von Bestimmungen über die Anlagen institutioneller Investoren in ausländischen Wertpapieren.

Die Zuflüsse in die Länder auf dem europäischen Festland verstärkten sich und machten weit über die Hälfte der Portfoliokapitalströme in die Industriestaaten aus. Dabei spielten Anleihetransaktionen die wichtigste Rolle, weil die Nettoanlagen in ausländischen Aktien stark zurückgingen. Deutlich höhere Zuflüsse verzeichneten Deutschland und Frankreich, während die Portfolioinvestitionen in Italien, Schweden und Spanien rückläufig waren. Die Kapitalströme nach Japan versiegten beinahe, weil Gebietsfremde aufgrund der niedrigen langfristigen Anleihenzinsen Nettoverkäufe japanischer Anleihen tätigten und wegen der Unsicherheit über die Verfassung des Tokioter Aktienmarktes nur in begrenztem Umfang Nettoaktienkäufe vorgenommen wurden. Gebietsfremde gaben per saldo US-Aktien ab, weil die schleppende wirtschaftliche Erholung das Vertrauen beeinträchtigte, und das Auslandsinteresse an US-Anleihen wurde fast das ganze Jahr über dadurch geschmälert, daß die langfristigen Dollarzinsen im Vergleich zu den DM-Zinsen sowie zu den mit der D-Mark verbundenen Zinsen sanken und eine Abschwächung des Dollars erwartet wurde. Als sich die Stimmung im vierten Quartal jedoch deutlich zugunsten des Dollars verbesserte, kam es zu massiven Auslandskäufen von US-Wertpapieren. Es liegen zwar keine vollständigen Zahlungsbilanzdaten über die Kapitalströme in die Entwicklungsländer vor, aber es gibt Anhaltspunkte dafür, daß die Portfolioanlagen in Entwicklungsländern, insbesondere in Südostasien und Lateinamerika, weiterhin stark waren.

Portfoliokapitalströme umfangreicher als Handelstransaktionen

Eine Folge der gestiegenen grenzüberschreitenden Wertpapieranlagen und der oftmals hohen Umsätze im Wertpapiergeschäft ist, daß die Portfoliotransaktionen inzwischen einen – bisweilen um ein Vielfaches – größeren Umfang annehmen als die Transaktionen im Zusammenhang mit Handelsgeschäften. In den USA, Japan und Großbritannien fand dieser Umschwung Mitte der achtziger Jahre statt, während er in Kontinentaleuropa noch nicht so lange zurückliegt (s. die nebenstehende Grafik). Durch das stark ausgeweitete Volumen der Portfoliokapitalströme in Europa wurden die Devisenmärkte natürlich viel empfindlicher für Stimmungsschwankungen.

### Kapitalbilanzen der wichtigsten Länder

Die Kapitalbilanz Deutschlands wurde im vergangenen Jahr dadurch geprägt, daß eine Reihe europäischer Währungen in noch nie dagewesenem Ausmaß unter Druck gerieten. Auf die genaue Abfolge der Geschehnisse im Jahresverlauf wird in Kapitel VIII eingegangen. Zusammengefaßt lassen sich drei große Zeitabschnitte unterscheiden: Zunächst war es an den europäischen Devisenmärkten relativ ruhig, es folgte eine Zeit verstärkter Spannungen, die im September einen Höhepunkt erreichten und zum Ausscheiden zweier wichtiger Währungen aus dem EWS-Wechselkursmechanismus führten, und danach hielt die Nervosität an, ohne daß es nochmals zu den vorangegangenen hochgradigen Spannungen kam.

Hohe Zuflüsse nach Deutschland während der Währungs-krise ...

In der ersten Jahreshälfte wurden das deutsche Leistungsbilanzdefizit und der aus Direkt- und Portfolioinvestitionen resultierende leichte Nettokapital-export über die deutschen Geschäftsbanken finanziert, da der sich ausweitende kurzfristige Zinsvorsprung der D-Mark gegenüber dem US-Dollar eine Verlagerung in DM-Anlagen begünstigte. Die Lage an den europäischen Finanzmärkten war vergleichsweise ruhig, und die Kapitalzuflüsse in diesem Sechsmonatszeitraum überstiegen das Leistungsbilanzdefizit nur um DM 10 Mrd. (s. die umstehende Tabelle). Als sich jedoch im Frühsommer der Dollarkurs weiter abschwächte und eine Anzahl europäischer Währungen gegenüber der D-Mark unter Druck gerieten, verstärkte sich der Kapitalstrom nach Deutschland. Die Auslandskäufe deutscher Anleihen nahmen stetig zu, während die Käufe ausländischer Wertpapiere in Deutschland rückläufig waren, und im Juli hatte sich der zuvor verzeichnete Nettokapitalexport umgekehrt. Von Ende August an verstärkte sich der Druck, als die Finanzmärkte mehrere Paritäten im EWS-Wechselkursmechanismus als nicht dauerhaft einzuschätzen begannen, und Deutschland wurde mit Zuflüssen privaten Kapitals überschwemmt. Im September (als diese Zuflüsse ihren Höhepunkt erreichten) erwarben Gebietsfremde deutsche Wertpapiere – insbesondere Anleihen – im Betrag von DM 33 Mrd. und stockten ihre Einlagen bei deutschen Banken um DM 28 Mrd. auf. Die Nettozuflüsse (einschließlich eines großen Restpostens, in den vor allem nichterfaßte Kapitaltransaktionen eingegangen sein dürften) beliefen sich auf über DM 86 Mrd., und bei einem geringen Leistungsbilanzdefizit erhöhte sich die Nettoauslandsposition der Deutschen Bundesbank um DM 82,5 Mrd.

Als die italienische Lira und das Pfund Sterling an den Devisenmärkten frei schwanken konnten und der französische Franc eine erste Phase ganz massiven



Kapitalverkehr Deutschlands								
Zeitraum	Leistungs- bilanz	Kapitalbilanz					Veränderung der Nettoauslandsposition	
		Insgesamt (einschl. Restposten)	darunter				der Deutschen Bundesbank*	der Geschäfts- banken
			Netto- direkt- investitionen	Ausländische Anlagen in deutschen Wert- papieren	Deutsche Anlagen in ausländischen Wert- papieren	Kurzfristige Trans- aktionen der Geschäfts- banken		
Milliarden D-Mark								
1992								
Januar–Juni	– 19,4	29,7	– 8,0	10,5	– 33,9	57,0	10,3	– 58,6
Juli	– 7,8	9,4	– 1,7	12,7	– 5,4	– 8,5	1,5	8,1
August	– 1,4	4,8	– 1,2	10,5	– 2,4	3,0	3,3	– 7,7
September	– 3,6	86,1	– 3,1	33,5	2,9	33,1	82,5	– 40,2
Oktober	– 2,5	– 35,5	– 0,1	21,3	– 10,6	– 24,9	– 38,0	15,3
November	– 0,7	– 0,4	– 1,9	8,3	– 9,0	– 2,2	– 1,1	– 3,7
Dezember	– 4,8	15,0	– 6,0	30,1	– 9,7	6,7	10,2	– 21,3
1993								
Januar	– 5,3	– 6,1	– 1,6	31,7	– 11,3	11,8	– 11,3	– 15,1
Februar	n.v.	n.v.	0,1	24,1	– 12,4	– 6,3	– 12,1	– 1,7
Juli 1992– Jan. 1993	– 26,2	73,3	– 15,6	148,2	– 45,5	19,0	47,1	– 64,5
* Die Veränderung der Nettoauslandsposition der Deutschen Bundesbank entspricht den zusammengefaßten Salden der Leistungsbilanz und der Kapitalbilanz.								
Quelle: Deutsche Bundesbank.								

Drucks überstanden hatte, fanden einige Rückflüsse aus der D-Mark statt. Im Oktober gingen die ausländischen Einlagen bei deutschen Banken zurück, und die DM-Ausleihungen an Gebietsfremde nahmen zu, so daß es zu einem Nettoabfluß über die Geschäftsbanken von DM 25 Mrd. kam, der die entsprechenden Zuflüsse vom September zu rund drei Vierteln wieder ausglich. Die anhaltende Unsicherheit über die anderen europäischen Währungen und die Erwartung eines Zinsrückgangs bei langfristigen DM-Papieren bewirkten jedoch, daß Gebietsfremde weiterhin in starkem Umfang deutsche Wertpapiere erwarben. Allerdings erfolgte ein erheblicher Teil dieser „Auslands“-Käufe durch ausländische Investmentfonds, die deutschen Gebietsansässigen wiederum DM-Anlagen anbieten; der Nettozufluß in der Wertpapierbilanz sank auf rund DM 11 Mrd. Insgesamt betrug der Nettokapitalexport (ohne öffentliche Stellen) im Oktober über DM 35 Mrd., so daß die im September aufgelaufenen Nettoauslandsvermögenswerte der Deutschen Bundesbank knapp zur Hälfte wieder abflossen.

Nach nur mäßigen Kapitalbewegungen im November kam es im Dezember zu weiteren beträchtlichen Zuflüssen, und die starke Nettoauslandsnachfrage nach deutschen Wertpapieren hielt bis in den Januar hinein an. Bis Anfang 1993 hatte sich nur ein Teil des massiven Kapitalimports nach Deutschland wieder umgekehrt. In den sieben Monaten von Juli 1992 bis Januar 1993 betrug der Nettozustrom privaten Kapitals mehr als DM 73 Mrd.; er war damit fast dreimal so hoch wie das Leistungsbilanzdefizit und daher mit einem Anstieg der

... anschließend  
nur teilweise  
Umkehrung

Kapitalbilanzen der USA und Japans							
Position	1988	1989	1990	1991	1992	1992	
						1. Hj.	2. Hj.
	Milliarden US-Dollar						
USA							
Kapitalbilanz	90,3	118,1	60,5	-18,9	20,7	-17,1	37,9
darunter: Direktinvestitionen	41,8	38,9	12,4	-15,6	-39,3	-21,4	-17,8
Wertpapiere <sup>1</sup>	38,7	46,3	-29,7	6,1	16,3	7,4	8,9
Bankkredite	13,9	12,1	23,8	-18,4	47,0	21,8	25,3
Restposten	-0,1	2,4	47,4	-1,1	-13,1	-36,3	23,2
Veränderung der Nettowährungsreserven <sup>2</sup>	36,3	-17,0	29,9	22,6	41,7	41,8	-0,1
Japan							
Kapitalbilanz	-64,2	-81,9	-56,6	-90,0	-118,9	-63,0	-55,9
darunter: Direktinvestitionen	-34,7	-45,2	-46,3	-29,4	-14,5	-5,7	-8,8
Wertpapiere	-66,7	-28,0	-5,0	41,0	-26,2	-0,8	-25,4
Bankkredite	44,5	8,6	-13,6	-93,5	-73,0	-65,5	-7,5
Restposten	2,8	-22,0	-20,9	-7,8	-10,5	6,9	-17,4
Veränderung der Nettowährungsreserven <sup>2</sup>	-15,5	24,7	20,9	17,1	1,4	6,7	-5,3

<sup>1</sup> Einschl. US-Schatzpapiere. <sup>2</sup> Nettowährungsreserven: Gold- und Devisenreserven abzüglich Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden; ohne Bewertungseffekte. Minuszeichen: Zunahme der Reserven.

Nettoauslandsposition der Deutschen Bundesbank in Höhe von DM 47 Mrd. verbunden.

Finanzierung des US-Defizits durch höhere Dollarwährungsreserven ...

Die Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits der USA im vergangenen Jahr fiel mit den höchsten Nettodirektinvestitionen im Ausland seit vielen Jahren zusammen. Die Hauptfinanzierungsquelle bestand in der ersten Jahreshälfte in dem Anstieg der von Währungsbehörden anderer Länder in den USA gehaltenen Aktiva um \$ 42 Mrd. (s. die obenstehende Tabelle), wobei die Aktiva der Entwicklungsländer (ohne OPEC) um \$ 22 Mrd. zunahmen, nachdem sie sich 1991 um \$ 32 Mrd. ausgeweitet hatten. Im dritten Quartal gingen die Anlagen ausländischer Währungsbehörden in den USA jedoch um über \$ 7 Mrd. zurück, als europäische Zentralbanken massive Devisenmarktinterventionen vornahmen; allerdings wurde dieser Anlagenabzug im vierten Quartal zum großen Teil wieder ausgeglichen. In der zweiten Jahreshälfte kam es zu hohen Zuflüssen über Banken, da Gebietsfremde weiterhin US-Bankkredite zurückzahlten und sich im Auslandsbesitz befindliche Banken in anderen Ländern verschuldeten (s. Kapitel V). Als der Dollar im letzten Quartal unter starken Aufwertungsdruck geriet, erwarben Gebietsfremde in großem Umfang US-Wertpapiere.

... und Zuflüsse über Banken

Japan

Die Finanzierung des höheren Leistungsbilanzüberschusses Japans erfolgte im ersten Halbjahr 1992 durch eine erneute starke Verringerung der Auslandsverbindlichkeiten japanischer Banken, die ihr internationales Geschäft weiter reduzierten. In der zweiten Jahreshälfte dürfte diese Straffung des Geschäfts – die auch 1991 die größte Rolle auf der Finanzierungsseite spielte – jedoch weitgehend abgeschlossen gewesen sein. In diesem Zeitraum verstärkte sich der Nettokapitalexport über die Wertpapierbilanz, was vor allem darauf



zurückzuführen war, daß japanische Gebietsansässige in wesentlich höherem Umfang Auslandsanleihen erwarben und gleichzeitig Gebietsfremde in beträchtlichem Maße japanische Anleihen abgaben, da sich deren Rendite im Vergleich zu der von DM- und Dollarpapieren verringerte.

### Internationale Währungsreserven (ohne Gold)

Die weltweiten Währungsreserven (ohne Gold) stiegen im vergangenen Jahr um \$ 21,8 Mrd., was einer Erhöhung um nur 2,3% entspricht; zu konstanten Wechselkursen gerechnet betrug die Veränderung 6,5%, weil sich der US-Dollar gegenüber allen Währungen mit Ausnahme des Yen befestigte. Der Bestand an Währungsgold nahm dagegen zu Marktpreisen bewertet um \$ 22 Mrd. ab (s. Kapitel V).

Geringes  
Wachstum der  
Gesamtreserven

Die massiven Devisenmarktinterventionen in Europa waren der wichtigste Einzelfaktor, der die Reserveentwicklung in den einzelnen Ländern 1992 prägte. Die Währungsreserven *Deutschlands* erhöhten sich um 44% auf \$ 91 Mrd. am Jahresende, womit Deutschland weltweit die meisten Währungsreserven besaß. Im September 1992 hatten sich die deutschen Reserven aufgrund der Unterstützung für europäische Länder, deren Währungen unter Druck geraten waren, sogar sprunghaft auf \$ 119 Mrd. ausgeweitet. Da die meisten dieser Kredite zurückgezahlt wurden, verringerten sich die Währungsreserven anschließend wieder. *Italien* verzeichnete 1992 einen erheblichen Rückgang seiner Bruttoreserven; seine Bestände schrumpften um \$ 20 Mrd. auf den niedrigsten Stand seit 1986. Die Abnahme konzentrierte sich auf die ersten acht Monate des Jahres. Nachdem Mitte September die Teilnahme der Lira am EWS-Wechselkursmechanismus ausgesetzt worden war, stiegen die Währungsreserven drei Monate lang an, fielen aber im Dezember wieder, als die Währung erneut unter Druck geriet. Die Reserven *Spaniens* sanken um über \$ 20 Mrd. und damit mehr als die jedes anderen Landes. Beträchtliche Kreditaufnahmen staatlicher Stellen begrenzten den Rückgang der Bruttoreserven *Großbritanniens* und trugen dazu bei, daß sich die Reserven *Schwedens* ausweiteten.

Reserveentwick-  
lung in Europa  
durch Interven-  
tionen geprägt

In den *Vereinigten Staaten* war die Verringerung der Devisenreserven um \$ 6 Mrd. auf eine Reihe außerhalb des Marktes abgewickelter Geschäfte mit der Deutschen Bundesbank zurückzuführen, wie sie bereits 1991 vorgenommen worden waren, um die Bestände der beiden Länder an der jeweils anderen Währung auf ein dem laufenden Bedarf entsprechendes Niveau zu reduzieren.

Die Währungsreserven (ohne Gold) der Entwicklungsländer erhöhten sich wiederum beträchtlich, wobei die Länder mittleren Einkommens in Lateinamerika und Asien einen besonders deutlichen Anstieg aufwiesen. Die größte Zunahme unter den Entwicklungsländern verzeichnete Brasilien, das seine Bestände um \$ 14,5 Mrd. aufstockte. In Asien entfiel die stärkste Ausweitung auf Malaysia, Singapur und Südkorea. Die ägyptischen Reserven stiegen auf mehr als das Doppelte und erreichten \$ 10,8 Mrd. Die Währungsreserven Saudi-Arabiens verringerten sich demgegenüber um \$ 5,7 Mrd. Die ärmsten Entwicklungsländer litten weiterhin unter ihrem akuten Mangel an internationaler Liquidität.

Entwicklungs-  
länder

Offizielle Währungsreserven (ohne Gold)					
Land/Ländergruppe	Veränderung				Stand Ende 1992
	1989	1990	1991	1992	
	Milliarden US-Dollar				
Industrieländer	30,6	87,3	-15,7	-26,0	556,1
<i>darunter: Deutschland</i>	2,4	6,8	- 4,4	27,9	90,9
<i>Japan</i>	-12,8	- 5,5	- 6,4	- 0,4	71,6
<i>USA</i>	26,8	8,7	- 5,6	- 6,4	60,3
<i>Spanien</i>	4,4	9,7	14,7	-20,4	45,5
<i>Großbritannien</i>	- 9,3	1,1	6,0	- 5,3	36,6
<i>Italien</i>	12,1	15,9	-14,0	-19,9	28,8
<i>Frankreich</i>	- 0,7	12,1	- 5,4	- 4,3	27,0
Osteuropäische Länder <sup>1</sup>	2,4	- 8,2	- 4,8	2,1	15,2
<i>darunter: Ungarn</i>	- 0,2	- 0,2	2,9	0,9	4,9
<i>Polen</i>	0,3	2,2	- 0,9	0,5	4,1
<i>Tschechoslowakei</i>	0,6	- 1,1	2,1	- 0,2	1,1
Junge Industrieländer Asiens <sup>2</sup>	5,4	6,2	15,2	9,1	139,3
<i>davon: Taipeh-China</i>	- 0,7	- 0,8	10,0	- 0,1	82,3
<i>Singapur</i>	3,3	7,4	6,4	5,8	39,9
<i>Südkorea</i>	2,8	- 0,4	- 1,2	3,4	17,1
Übrige Entwicklungsländer	7,3	34,9	54,6	36,6	271,9
<i>darunter: China</i>	- 0,6	11,6	14,1	2,7	46,4
<i>Brasilien</i>	0,6	- 0,1	0,6	14,5	22,5
<i>Thailand</i>	3,4	3,8	4,2	2,8	20,4
<i>Malaysia</i>	1,3	2,0	1,1	8,6	19,4
<i>Mexiko</i>	1,1	3,5	7,9	1,2	19,0
<i>Ägypten</i>	0,3	1,2	2,6	5,5	10,8
<i>Saudi-Arabien</i>	- 3,8	- 5,1	0,0	- 5,7	5,9
<i>Indien</i>	- 1,0	- 2,3	2,1	2,1	5,8
Insgesamt	45,7	120,2	49,3	21,8	982,5
Nachrichtlich:					
<i>Reserven nach Arten</i>					
<i>Devisen</i>	51,4	117,3	41,2	22,0	849,1
<i>IWF-Reservepositionen</i>	- 4,6	0,3	3,2	9,6	46,6
<i>SZR</i>	- 0,2	2,0	0,4	-11,7	17,7
<i>Offizielle ECU</i>	- 0,9	0,6	4,5	1,9	69,1

<sup>1</sup> Albanien, Bulgarien, ehemaliges Jugoslawien, Polen, Rumänien, ehemalige Sowjetunion, Tschechoslowakei, Ungarn. Die Angaben für Albanien und Bulgarien beziehen sich auf Einlagen bei den an die BIZ berichtenden Banken.
<sup>2</sup> Ohne Hongkong.

SZR-Bestände  
und IWF-Reser-  
vepositionen un-  
ter dem Einfluß  
der neunten  
Quotenerhöhung

Im vergangenen Jahr veränderten sich die mit dem IWF in Zusammenhang stehenden Komponenten der Reserven erheblich. Der Rückgang der SZR-Bestände der Länder um \$ 11,7 Mrd. kam durch Zahlungen von Reserveaktiva an den IWF im letzten Quartal 1992 zustande, mit denen die erhöhten Subskriptionszahlungen infolge der neunten allgemeinen Quotenüberprüfung geleistet wurden. Insbesondere Industrieländer setzten hierfür SZR ein, denn ihre auf SZR lautenden Forderungen dürften sich erhöhen, weil Länder, die Bedarf an IWF-Mitteln haben, verwendbare Währungen aufnehmen. Die Quotenerhöhung war der Hauptgrund für den Anstieg der IWF-Reservepositionen um



\$ 9,6 Mrd. Obwohl den Ländern des EWS-Wechselkursmechanismus, deren Währungen unter Druck geraten waren, höhere ECU-Kredite als je zuvor gewährt worden waren, nahm der Gesamtbestand an in *offizieller ECU* gehaltenen Reserven nur um \$ 1,9 Mrd. zu, weil über zwei Drittel der im Herbst gewährten Kredite an am EWS-Wechselkursmechanismus beteiligte Länder bis zum Jahresende zurückgezahlt worden waren.

## V. Internationale Finanzmärkte

### Schwerpunkte

In einem trüben wirtschaftlichen und finanziellen Umfeld war 1992 an den internationalen Finanzmärkten ein ereignisreiches Jahr. Starke, aber gegenläufige Kräfte bewirkten ausgeprägte Gegensätze und Schwankungen zwischen verschiedenen Sektoren und Zeitabschnitten. Die Währungsturbulenzen waren die Hauptursache für die plötzliche Unterbrechung der Abnahme der Bankausleihungen im dritten Quartal. Sie stimulierten überdies den Handel mit Wertpapieren in Währungen, die als „sicherer Hafen“ galten, zu Lasten der Hochzinssektoren. Das allgemeine Nachgeben der langfristigen Zinssätze verlieh Finanzierungen und Anschlußfinanzierungen bei den längerfristigen Instrumenten Auftrieb, freilich auf Kosten der kurzfristigen Titel. Die größere Volatilität von Wechselkursen und kurzfristigen Zinssätzen förderte ferner die Verwendung derivativer Instrumente zur Steuerung der zusätzlichen Risiken. Ein weiterer expansiver Einfluß war die erhöhte Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors zur Deckung wachsender Haushaltsdefizite und in einigen Fällen zur Wiederauffüllung erschöpfter Devisenreserven. Gleichzeitig wurden grenzüberschreitende Anlagen durch die zunehmende Institutionalisierung des Portfoliomanagements im Zusammenhang mit der Deregulierung begünstigt. Schließlich wurden diese Entwicklungen auch durch die Dynamik der asiatischen Volkswirtschaften sowie den wiedergewonnenen Zugang lateinamerikanischer Länder zu freiwillig gewährten Finanzierungen gefördert.

Andererseits gab es auch beträchtliche Hemmnisse für das Wachstum der Märkte. Erstens wirkten sich die allgemeine Wirtschaftsschwäche und die teilweise damit zusammenhängenden Bonitätsrückstufungen dämpfend auf Angebot und Nachfrage in allen Sektoren aus. Zweitens verschärfte die massive Kreditaufnahme staatlicher Stellen, zusammen mit einer stärkeren Selektion der Anlagemöglichkeiten durch die Anleger, die Verdrängung von nicht erstklassigen Schuldnern vom Markt, wobei auch einige Kreditnehmer des öffentlichen Sektors die differenzierte Kreditvergabe spürten. Drittens begrenzte die gedrückte Stimmung an den Aktienmärkten die Inanspruchnahme eigenkapitalbezogener Finanzierungen, und dies zu einer Zeit, in der Rückzahlungen rapide zunahmen. Schließlich zog auch der Wettbewerb seitens inländischer Commercial-paper-Märkte tendenziell Kreditgeschäfte vom Euromarkt ab; allerdings waren angesichts von Unterschieden bei den Rahmenbedingungen oder beim Deregulierungsprozeß selbst auch Verlagerungen zugunsten bestimmter Eurowährungssektoren festzustellen.

Noch stärker als 1991 wurde das internationale Bankgeschäft in der ersten Jahreshälfte durch das allgemeine Umfeld beeinträchtigt. Bankkrisen in mehreren Ländern, verbunden mit großen Rückstellungen für Verluste, einer Baisse an



Nettofinanzierung an den internationalen Märkten (Schätzung)							
Zusammensetzung der internationalen Nettofinanzierung	Veränderung <sup>1</sup>						Stand Ende 1992
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	
	Milliarden US-Dollar						
Grenzüberschreitende Forderungen der berichtenden Banken <sup>2</sup>	601,8	436,1	684,9	608,3	– 54,7	180,5	6 197,6
Lokale Fremdwährungsforderungen	163,0	74,8	122,2	105,9	– 48,7	–24,7	1 154,0
<i>abzüglich Wiederanlagen zwischen Banken</i>	444,8	250,9	397,1	249,2	–183,4	–39,2	3 691,6
A = internationale Nettobankkredite <sup>3</sup>	320,0	260,0	410,0	465,0	80,0	195,0	3 660,0
B = Euro-Note-Plazierungen netto	23,4	19,5	6,9	30,9	32,5	37,5	176,9
Abgeschlossene internationale Anleihebegebungen	180,5	221,6	264,7	239,8	319,7	340,0	
<i>abzüglich Tilgungen und Rückkäufe</i>	72,6	82,5	89,4	107,9	149,3	222,5	
C = internationale Nettoanleihefinanzierung	107,9	139,1	175,3	131,9	170,4	117,5	1 687,2
D = A + B + C = internationale Finanzierungen insgesamt	451,3	418,6	592,2	627,8	282,9	350,0	5 524,1
<i>abzüglich Doppelzählungen<sup>4</sup></i>	51,3	68,6	77,2	77,8	37,9	70,0	584,1
E = internationale Nettofinanzierungen insgesamt	400,0	350,0	515,0	550,0	245,0	280,0	4 940,0

Anmerkung: Per Ende September 1990 wurden erstmals die Positionen der Banken in den fünf ostdeutschen Bundesländern einbezogen, wodurch sich der verzeichnete Zuwachs der grenzüberschreitenden Forderungen der berichtenden Banken um rund \$ 20 Mrd. erhöhte. Gleichzeitig wurden Deutschland die Positionen gegenüber der ehemaligen Deutschen Demokratischen Republik zugerechnet.

<sup>1</sup> Bankfinanzierungen und (ab 1990) Euro-Note-Plazierungen zu konstanten Wechselkursen vom Quartalsende; Anleihefinanzierungen zum Wechselkurs des Ankündigungsdatums. Bestandsdaten zu jeweiligen Wechselkursen. <sup>2</sup> Banken in der Zehnergruppe sowie in Luxemburg, Dänemark, Finnland, Irland, Norwegen, Österreich, Spanien, auf den Bahamas, in Bahrain, Hongkong, auf den Kaimaninseln, den Niederländischen Antillen und in Singapur sowie die Filialen der US-Banken in Panama. <sup>3</sup> Ohne geschätzte Wiederanlagen zwischen den berichtenden Banken. <sup>4</sup> Von den berichtenden Banken übernommene internationale Anleihen, soweit in der Bankenstatistik als Forderungen gegenüber Gebietsfremden ausgewiesen; Anleihen, die von den berichtenden Banken hauptsächlich zur Unterlegung ihres internationalen Kreditgeschäfts begeben werden.

den Aktienbörsen und der Umsetzung der neuen Eigenkapitalrichtlinien, verstärkten den Rückzug der Banken. Diese Faktoren wurden allerdings später vorübergehend durch die Devisenmarkturbulenzen überdeckt, da die Banken in Europa beim Angebot und bei der Aufnahme einzelner Währungen eine bedeutende Mittlerrolle spielten.

Auch an den Wertpapiermärkten bestanden erhebliche Unterschiede zwischen einzelnen Sektoren und Zeitabschnitten. Während das große Volumen nicht beanspruchter Fazilitäten für erste Adressen dem weiteren Wachstum im Bereich der kurzfristigen Papiere Grenzen setzte, begünstigte die immer breitere Palette von verfügbaren Techniken und Instrumenten Programme mittelfristiger Euronotes (EMTN). Am internationalen Anleihemarkt saldierten sich die höhere Mittelaufnahme des öffentlichen Sektors mittels klassischer festverzinslicher Anleihen einerseits und die Rückzahlungen von eigenkapitalbezogenen Anleihen andererseits zu einer Wachstumsrate des gesamten Umlaufvolumens von 7,5%. Obwohl die langfristigen Zinssätze nachgaben, was Abschlüsse zur Sicherung der geltenden Sätze förderte, litt der Markt unter der leichteren Verfügbarkeit anderer Finanzierungsquellen, insbesondere im Rahmen von EMTN-Fazilitäten. Die Umschichtungen zu Lasten bestimmter Sektoren wäh-

rend der Währungsturbulenzen waren im Falle der ECU besonders dramatisch. Der plötzliche Stimmungsumschwung in bezug auf das Europäische Währungssystem sowie Zweifel an den Aussichten für die Ratifizierung des Vertrags von Maastricht trafen den ECU-Sektor im Juni hart, und nach dem Sommer verstärkten sich die Schwierigkeiten noch.

Der europäischen Währungskrise ist auch die explosive Zunahme des Handelsvolumens in derivativen Instrumenten an den organisierten Börsen zuzuschreiben, die zwischen August und Oktober verzeichnet wurde, als die Turbulenzen ihren Höhepunkt erreichten. Da die kurzfristigen Zinssätze volatil waren als je zuvor und an einer Reihe zugrundeliegender Kassamärkte Liquiditätsprobleme auftraten, versuchten sich die Marktteilnehmer durch die Nutzung derivativer Instrumente abzusichern. Die wichtigsten außerbörslichen Märkte für Swaps und swapbezogene Geschäfte expandierten ebenfalls weiterhin in raschem Tempo; Schwierigkeiten gab es jedoch bei den Optionen auf europäische Kreuzparitäten und bei den zinsbezogenen Optionsprodukten.

### Der internationale Bankenmarkt

Während der Währungsturbulenzen starke Ausweitung des Geschäfts ...

Die leichte Belebung des Jahreswachstums der Gesamtaggregate des internationalen Bankgeschäfts im vergangenen Jahr auf 2% war allein der außerordentlichen Expansion im dritten Quartal zuzuschreiben, als die Spannungen an den europäischen Devisenmärkten ihren Höhepunkt erreichten. Die Kapitalströme schwächten sich danach zwar eher ab, doch waren sie groß genug, um in den Aggregaten erhebliche Umschichtungen zwischen den Währungen, berichtenden Finanzplätzen und Nationalitäten der berichtenden Banken auszulösen. Läßt man diese Sondereinflüsse jedoch außer acht, blieben die Grundfaktoren, die den Rückgang von 1991 bewirkt hatten, unverändert. Insbesondere fuhren die japanischen Banken fort, ihr internationales Geschäft zu straffen; dieser Faktor überstieg den gesamten Rückgang des Interbankgeschäfts. Überdies zogen sich die nordischen Banken wegen Refinanzierungsproblemen und Rückzahlungen von Fremdwährungskrediten durch ihre Kunden vom Markt zurück. Dagegen konnten andere europäische Banken die großen Kapitalströme nutzen, die die Währungsturbulenzen mit sich brachten.

In ähnlicher Weise wurde auch die – um die Wiederanlage von Mitteln zwischen den Banken bereinigte – Expansion des Bankgeschäfts (um 6%) durch Zu- und Abflüsse von Mitteln zur Zeit der Devisenmarktkrise aufgebläht. Neben eigenen Nettoaufnahmen oder -abgaben von inländischen Mitteln und Währungsumwandlungen der berichtenden Banken während der Krise erhielt die Endkreditvergabe im Berichtsgebiet vor allem durch Rekordgeschäfte in Euro-DM mit dem deutschen Nichtbankensektor und durch eine starke Kreditnachfrage aus den USA Auftrieb. Gleichzeitig verzeichnete die Kreditvergabe an Länder außerhalb des Berichtsgebiets die höchste Zuwachsrate seit zehn Jahren, wobei einer sehr starken Kreditnachfrage der Entwicklungsländer selektiv und zu straffen Bedingungen entsprochen wurde. Sieht man einmal von der wichtigen Rolle ab, die die berichtenden Banken während der Währungskrise als Intermediäre spielten, blieb ihr internationales Geschäft insgesamt durch eine Kombination aus langsamem Wirtschaftswachstum, damit einhergehender

... an einem ansonsten gedämpften Markt



Hauptmerkmale des internationalen Bankgeschäfts					
Verwendung und Herkunft der internationalen Bankkredite	Veränderung, wechsellkursbereinigt				Stand Ende 1992
	1989	1990	1991	1992	
	Milliarden US-Dollar				
A = Forderungen an Außengebietsländer <i>darunter: an Nichtbanken</i>	- 1,7 - 11,7	-11,9 - 9,6	8,1 - 0,7	63,7 17,7	813,2 412,8
B = Forderungen an im Berichtsgebiet Ansässige	793,8	680,8	-103,9	88,2	6 421,7
1) Forderungen an Nichtbanken	229,7	284,4	100,8	89,8	1 878,6
2) Bankeigene Verwendung für Inlandskredite	167,0	147,2	- 21,3	37,6	851,5
3) Wiederanlage zwischen Banken	397,1	249,2	-183,4	-39,2	3 691,6
C = Nicht zurechenbar	15,0	45,4	- 7,6	3,8	116,8
D = A+B+C = Internationale Bruttobankforderungen insgesamt	807,1	714,2	-103,4	155,8	7 351,6
E = D-B 3) = Internationale Nettobankkredite (geschätzt)	410,0	465,0	80,0	195,0	3 660,0
A = Verbindlichkeiten gegenüber Außengebietsländern <i>darunter: gegenüber Nichtbanken</i>	57,6 29,7	92,2 37,7	- 12,4 - 12,1	11,8 - 9,5	717,4 307,1
B = Verbindlichkeiten gegenüber im Berichtsgebiet Ansässigen	720,4	626,2	-201,6	84,8	6 048,7
1) Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken*	158,1	175,7	16,4	93,0	1 241,2
2) Bankeigene Bereitstellung inländischer Mittel	148,6	165,1	20,2	64,5	1 282,3
3) Wiederanlage zwischen Banken	413,7	285,4	-238,2	-72,7	3 525,2
C = Nicht zurechenbar	45,7	32,0	55,8	25,7	419,0
D = A+B+C = Internationale Bruttobankverbindlichkeiten insgesamt	823,7	750,4	-158,2	122,3	7 185,2

\* Ab 1990 einschl. Treuhandgeldern, die über Banken in der Schweiz an den Markt gelangen.

\* Ab 1990 einschl. Treuhandgeldern, die über Banken in der Schweiz an den Markt gelangen.

schwacher Kreditnachfrage, höherem Risikobewußtsein und, in einigen bestimmten Fällen, den neuen Eigenkapitalanforderungen eingeschränkt.

#### Die berichtenden Banken und die Währungskrise

Aus der Tabelle gegenüber ist nur teilweise ersichtlich, daß die Turbulenzen an den europäischen Devisenmärkten in der zweiten Jahreshälfte beträchtliche Nettowährungsströme zwischen den nationalen Bankensystemen und den entsprechenden Euromarktsektoren auslösten. Auf der einen Seite wurden Mittel in Landeswährung in großem Umfang durch Banken in den Ländern exportiert, deren Währungen unter Druck gerieten. Am stärksten ragten diesbezüglich die Nettoexporte von heimischer Währung durch Banken in Frankreich (\$ 24 Mrd.) und Großbritannien (\$ 11 Mrd.) im dritten Quartal heraus, als die Spekulation gegen die betreffenden Währungen am stärksten war. Die Mittel wurden teilweise von anderen berichtenden Banken am Euromarkt übernommen und an den Devisenmärkten verkauft. Dies wird durch die Veränderungen der Nettofremdwährungspositionen dieser Banken veranschaulicht, insbesondere durch die Verschiebung ihrer Positionen in französischen Francs um \$ 21 Mrd., die sich

In Europa beträchtliche Umschichtungen aus Währungen unter Abgabedruck ...

damit in Nettoverbindlichkeiten umkehrten, sowie die Erhöhung ihrer Nettoverbindlichkeiten in Pfund Sterling um \$ 5 Mrd. Hier sind jedoch zwei Bemerkungen anzubringen: Erstens resultierten die Veränderungen der Nettopositionen der am Euromarkt tätigen Banken infolge von Währungsumwandlungen möglicherweise nur in geringem Maße, wenn überhaupt, aus von den Banken selbst an den Devisenmärkten eingegangenen Positionen; in der Hauptsache waren sie vermutlich der Gegenposten zu Termingeschäften, insbesondere zu Terminverkäufen dieser Währungen durch ihre Kunden. Da zweitens die Daten nur auf der Basis des Standes vom Quartalsende an die BIZ gemeldet werden, geben die ausgewiesenen Veränderungen die im Zusammenhang mit der Währungskrise eingegangenen Positionen nicht unbedingt vollständig wieder.

... in als „sicherer Hafen“ geltende Währungen

Auf der anderen Seite zeigte sich die Fluchtbewegung in als sicher geltende Währungen vor allem in den Nettokapitalimporten von Banken in Deutschland, den Benelux-Staaten, der Schweiz und – in geringerem Umfang – den USA, ferner auch in Form von Nettokäufen durch Banken außerhalb des jeweiligen Emissionslandes. Große Zuflüsse wurden von den Banken in den Benelux-Staaten verzeichnet, was einen zusätzlichen Aufwertungsdruck auf den Gulden und den belgischen Franc in den letzten Monaten des Jahres widerspiegelte. Was die D-Mark betrifft, so blieben die Nettoverbindlichkeiten der außerhalb Deutschlands ansässigen Banken im zweiten Halbjahr per saldo unverändert. Hinter diesem Nettoergebnis steht allerdings ein Rückgang um \$ 32 Mrd. im dritten Quartal, der sich in den folgenden drei Monaten, als die Spekulationen gegen andere wichtige europäische Währungen nachließen, vollständig umkehrte und mit einem Kapitalabfluß aus dem deutschen Bankensystem verbunden war. Im Schlußquartal kam es überdies zu umfangreichen Mittelexporten

Entwicklung der Nettowährungspositionen der Banken*										
Währung	Auslandspositionen in Landeswährung					Auslands- und lokale Positionen in Fremdwährung				
	Jahr		1992		Stand Ende 1992	Jahr		1992		Stand Ende 1992
	1991	1992	3. Q.	4. Q.		1991	1992	3. Q.	4. Q.	
	Milliarden US-Dollar									
US-Dollar	5,4	− 52,8	− 25,6	− 11,6	− 119,5	− 34,4	52,3	22,1	4,3	63,0
Belgischer Franc	5,5	− 3,9	− 2,9	− 1,3	− 6,8	− 6,0	1,1	− 1,1	2,5	− 6,2
D-Mark	− 11,4	− 41,4	− 20,7	9,7	60,9	0,8	− 2,3	32,2	− 31,9	− 61,4
Französischer Franc	− 12,3	37,8	24,0	10,6	− 6,1	2,2	− 34,4	− 20,6	− 5,4	− 22,3
Holländischer Gulden	2,3	− 11,2	− 4,9	− 8,6	− 0,1	− 4,8	− 3,1	0,8	0,6	− 8,4
Italienische Lira	4,4	2,3	0,3	− 3,1	− 11,7	4,8	− 2,8	− 5,7	3,9	16,0
Japanischer Yen	82,1	45,4	− 3,0	7,8	245,8	− 8,7	− 17,0	9,5	− 3,5	2,8
Pfund Sterling	5,9	14,5	11,0	− 0,7	− 47,9	− 6,7	− 0,4	− 4,7	1,9	− 13,3
Schwedische Krone	0,4	− 1,0	2,3	− 0,9	− 2,4	..	..	..	..	..
Schweizer Franken	− 6,5	− 7,2	− 2,6	− 1,9	25,4	7,9	10,0	4,6	5,2	− 4,5
Spanische Peseta	− 0,6	10,8	3,5	3,3	− 1,0	..	..	..	..	..
ECU						4,6	4,6	14,6	5,7	4,3
Anmerkung: − = Abnahme der Forderungen, Zunahme der Verbindlichkeiten; Stände: Nettoverbindlichkeiten.										
* Nur Banken in den berichtenden Industrieländern; Veränderungen zu konstanten Wechselkursen vom Quartalsende.										



des deutschen Nichtbankensektors vor der Einführung einer inländischen Zinsabschlagsteuer und zu Rückzahlungen von DM-Schulden durch Unternehmen aus den nordischen Ländern, was die Wirkungen der Auflösung von zuvor zugunsten der D-Mark eingegangenen Positionen noch verstärkte.

Von diesem allgemeinen Muster der zweiten Jahreshälfte gab es zwei wesentliche Abweichungen. Mangels eines inländischen Gegenpostens reagierten die Banken auf größere Abzüge von ECU-Einlagen durch Nichtbanken und staatliche Halter mit Neuschaffung von ECU aus den Korbwährungen. Denn während eine lebhaftere Nachfrage nach ECU-Aktiva dazu geführt hatte, daß sich die Nettoposition der berichtenden Banken von einer Aktivposition in Höhe von \$ 1 Mrd. Ende 1991 zu einer Passivposition von \$ 16 Mrd. Ende Juni 1992 wandelte, kehrte sich diese Entwicklung danach vollständig um (s. auch S. 136). Die zweite bedeutende Ausnahme unter den mit den Devisenmärkten zusammenhängenden Mittelströmen betraf den Yen-Sektor. Unberührt von der Währungskrise in Europa, wurde das Yen-Geschäft weiterhin vom Rückzug der japanischen Banken vom internationalen Markt dominiert. Da die Verbindlichkeiten stärker abnahmen als die Forderungen, weitete sich die Yen-Nettogläubigerposition der Banken in Japan gegenüber dem Ausland aus, während der Euro-Yen-Markt von einem Nettonehmer zu einem Nettoggeber dieser Währung wurde.

Abweichende  
Entwicklung am  
ECU-Markt

#### *Entwicklungen an den einzelnen Finanzplätzen*

Angesichts der soeben beschriebenen Entwicklungen überrascht der Gegensatz zwischen der starken Ausweitung der grenzüberschreitenden Bankgeschäfte in Europa und dem Rückgang der ausstehenden Positionen der Banken in anderen an die BIZ berichtenden Ländern nicht. Fast zwei Drittel des in Europa verzeichneten Zuwachses von insgesamt 9% entfielen jedoch auf die Banken in Großbritannien und Frankreich. Exporte von Mitteln in Landeswährung und Euromarktgeschäfte im Zusammenhang mit Entwicklungen bei der Währung des jeweils anderen Landes waren die wesentlichen Ursachen hierfür. Ein kräftiges Wachstum der Auslandsforderungen ergab sich auch bei den Banken in Luxemburg, dem größten Euro-DM-Platz in Kontinentaleuropa, sowie – wegen massiver Kapitalexporte in der zweiten Jahreshälfte – den Banken in Spanien. Dagegen führten die umfangreichen Zuflüsse von Landeswährung nach Deutschland und in die Niederlande dazu, daß die Auslandsverbindlichkeiten der in diesen Ländern ansässigen Banken viel stärker zunahmen als die Auslandsforderungen.

Auswirkungen  
der Währungs-  
ströme auf  
Geschäfte  
zwischen  
Finanzplätzen

An den Märkten außerhalb Europas wurde der stärkste Rückgang von den Banken in Japan verzeichnet, deren zusammengefaßte internationale Forderungen, die schon 1991 um \$ 114 Mrd. zurückgegangen waren, um weitere \$ 127 Mrd. schrumpften. Dieser Rückgang hing zwar eng mit der Lage in Japan selbst zusammen, doch wurde er noch verstärkt durch die Straffung der Positionen zwischen den Hauptsitzen der japanischen Banken und ihren ausländischen Töchtern, auf die fast die Hälfte der Gesamtreduktion entfiel. Wie schon 1991 war die Abnahme der Verbindlichkeiten viel deutlicher; infolgedessen weitete sich die Nettogläubigerposition der japanischen Banken gegenüber dem Ausland um \$ 71 Mrd. aus, was den wichtigsten Gegenposten zum Leistungsbilanzüberschuß Japans in Höhe von \$ 118 Mrd. bildete. Nettofinanzierungen für Auslands-töchter japanischer Banken und teilweise Rückzahlungen von zuvor (zur Umge-

Umfangreiche  
Nettokapital-  
ströme über  
Banken in  
Japan ...

Entwicklung an den einzelnen berichtenden Finanzplätzen										
Position der Banken in		Veränderung, wechsellkursbereinigt						Stand Ende 1992		
		1991			1992			Auslandspositionen in		Lokale Fremdwährungspositionen
		Auslandspositionen in		Lokale Fremdwährungspositionen	Auslandspositionen in		Lokale Fremdwährungspositionen	Landeswährung	Fremdwährung	
		Landeswährung	Fremdwährung		Landeswährung	Fremdwährung				
Milliarden US-Dollar										
Großbritannien	F	-10,0	-41,9	14,9	24,0	64,4	10,0	86,2	933,5	266,2
	V	-15,9	-27,5	5,4	9,5	56,7	10,8	134,1	983,7	228,4
Frankreich	F	5,5	-20,0	- 9,9	50,1	25,4	9,9	114,1	349,9	75,6
	V	17,8	0,9	- 6,7	12,3	10,6	9,4	120,2	375,5	62,8
Schweiz	F	- 8,2	1,7	- 0,2	- 8,5	14,5	- 0,2	88,0	291,6	18,9
	V	- 1,8	1,9	- 2,8	- 1,3	5,1	1,9	62,6	241,4	61,2
Luxemburg	F	0,7	17,7	0,7	1,7	38,4	13,1	6,8	325,4	59,4
	V	0,1	11,5	5,3	0,9	22,5	23,5	5,7	280,2	85,2
Deutschland	F	- 6,4	16,6	1,3	-16,0	22,1	2,8	205,4	163,2	11,5
	V	5,0	7,3	- 0,6	25,3	25,0	1,5	144,5	126,3	11,3
Belgien	F	3,2	- 1,6	1,7	- 1,7	10,6	- 2,7	14,4	182,4	51,3
	V	- 1,7	- 4,4	2,0	3,0	5,9	- 1,2	22,3	182,6	45,0
Italien	F	3,3	1,2	13,8	2,7	1,5	30,1	11,0	93,8	129,5
	V	- 1,2	26,2	1,7	0,3	30,5	27,1	22,7	221,0	43,6
Niederlande	F	6,4	0,9	6,8	- 7,7	10,1	1,9	29,6	141,0	32,7
	V	4,1	- 0,9	- 0,5	3,5	11,2	0,7	29,7	124,4	31,2
Spanien	F	1,7	6,6	4,0	10,6	14,8	11,1	15,1	53,4	36,5
	V	2,3	7,5	1,9	- 0,1	14,9	2,8	16,1	67,4	16,9
Schweden	F	0,4	- 0,9	- 3,8	1,5	- 1,7	-28,2	3,0	29,1	38,9
	V	- 0,1	- 7,5	- 0,7	2,5	-29,0	6,4	5,4	57,3	17,2
Übrige europäische Länder	F	2,6	2,2	1,1	- 2,0	9,9	- 4,2	22,3	111,3	58,4
	V	2,2	- 8,8	8,2	- 1,4	-15,4	10,4	15,4	144,4	45,4
Europäische Länder insgesamt	F	- 0,8	-17,5	30,4	54,7	210,0	43,6	595,9	2 674,6	778,9
	V	10,8	6,2	13,2	54,5	138,0	93,3	578,7	2 804,2	648,2
Japan	F	20,8	-56,7	-77,6	-28,5	-29,4	-69,0	440,8	438,4	346,2
	V	-61,4	-66,6	-40,8	-73,9	-54,9	-64,6	195,0	513,6	305,9
USA	F	1,6	5,2	..	-18,4	- 6,3	..	495,5	62,7	..
	V	- 3,8	5,0	..	34,4	3,8	..	615,0	73,0	..
Asiatische Finanzplätze	F	0,9 <sup>1</sup>	- 6,2 <sup>2</sup>	..	2,9 <sup>1</sup>	18,8 <sup>2</sup>	..	10,7 <sup>1</sup>	844,9 <sup>2</sup>	..
	V	3,6 <sup>1</sup>	-23,8 <sup>2</sup>	..	- 0,1 <sup>1</sup>	11,6 <sup>2</sup>	..	16,2 <sup>1</sup>	762,2 <sup>2</sup>	..
Übrige Finanzplätze <sup>3</sup>	F	- 0,7 <sup>4</sup>	- 1,2	- 1,4 <sup>4</sup>	0,0 <sup>4</sup>	-23,3	0,6 <sup>4</sup>	3,5 <sup>4</sup>	630,7	28,9 <sup>4</sup>
	V	- 1,6 <sup>4</sup>	1,2	- 0,3 <sup>4</sup>	- 1,1 <sup>4</sup>	-19,7	1,2 <sup>4</sup>	6,6 <sup>4</sup>	654,2	12,4 <sup>4</sup>
Insgesamt	F	21,8	-76,4	-48,7	10,7	169,8	-24,7	1 546,3	4 651,3	1 154,0
	V	-52,4	-78,0	-27,8	13,6	78,8	29,9	1 411,5	4 807,2	966,5
Anmerkung: F = Forderungen; V = Verbindlichkeiten.										
<sup>1</sup> Nur Hongkong. <sup>2</sup> Einschl. Bahrain. <sup>3</sup> Einschl. Kanada. <sup>4</sup> Nur Kanada.										

hung von inländischen Beschränkungen) über benachbarte Offshore-Zentren importierten Yen-Mitteln waren die Hauptkomponenten des Nettoabflusses.

Der Rückzug der japanischen Banken dämpfte die Expansion an anderen



asiatischen Finanzplätzen, wo diese Banken eine bedeutende Rolle spielen, und zwar trotz des blühenden Geschäfts dieser Zentren mit dem Nahen Osten und Südostasien. Ebenso entfielen auf die mit japanischen Banken verbundenen Banken in den USA 70% des \$ 25 Mrd. betragenden Rückgangs der Auslandsaktiva von Banken in den USA und ein beträchtlicher Teil der über das US-Bankensystem laufenden Nettokapitalzuflüsse von \$ 63 Mrd. Dagegen war ein geringer Nettoexport aus den USA durch Banken in US-Besitz zu verzeichnen; dahinter verbirgt sich jedoch ein weiterer Abbau der Bruttoforderungen und -verbindlichkeiten zwischen Geschäftsstellen derselben Bank, der indirekt die Ursache für das stagnierende Geschäft in den berichtenden karibischen Zentren war.

... und den USA

#### *Die Nationalitätenstruktur des internationalen Bankgeschäfts*

Da die nach der Nationalität der berichtenden Banken gegliederten Statistiken keine Aufschlüsselung nach Währungen bieten, lassen sich die wechsellkursbereinigten Veränderungen nur schätzen. Aus der dazugehörigen Tabelle können somit nur grobe Schlüsse gezogen werden. Beispielsweise dürfte der Rückgang der internationalen Forderungen der in- und ausländischen Geschäftsstellen japanischer Banken im vergangenen Jahr, der – zu laufenden Dollarwerten gerechnet – \$ 256 Mrd. betrug, zu einem Drittel Wechselkursveränderungen zuzuschreiben sein, so daß, in Yen gerechnet, eine geschätzte Abnahme von 10% verbleibt, ähnlich wie schon 1991. Der Anteil der japanischen Banken an den gesamten ausstehenden Forderungen sank weiter auf weniger als 28%, nach einem Höchststand von 38% im Jahr 1988. Über 30% des Rückgangs der internationalen Forderungen der japanischen Banken zu laufenden Dollarwerten ergaben sich am Devisenmarkt in Japan, hauptsächlich infolge von Rückzahlungen inländischer Kunden der Banken. Weitere 45% entfielen auf die Verringerung von Positionen zwischen Geschäftsstellen derselben Bank; diese Konten spielten früher bei der Umgehung inländischer Vorschriften eine Rolle. Die Abnahme bei den Auslandsforderungen war jedoch erheblich geringer als bei den Auslandsverbindlichkeiten; zieht man die traditionelle Kreditnehmerrolle der japanischen Banken am Interbankmarkt in Betracht, so hatten ihre umfangreichen Kreditrückzahlungen auf das internationale Geschäft der übrigen berichtenden Banken eine noch stärkere Auswirkung.

Weiterer Rückzug japanischer Banken ...

Auch die nordischen Banken zogen sich vom internationalen Markt zurück; die Verringerung ihres Geschäfts betrug wechsellkursbereinigt schätzungsweise 13%. Rückzahlungen von Fremdwährungskrediten durch inländische Nichtbankschuldner bewirkten eine verminderte eigene Kreditaufnahme dieser Banken am internationalen Interbankmarkt. Gleichzeitig konnte mit Hilfe staatlicher Stützungsprogramme die Abnahme ihres internationalen Geschäfts begrenzt werden; ihr Anteil an den gesamten gemeldeten Forderungen sank um 0,8 Prozentpunkte auf 3,7% zum Jahresende.

... und nordischer Banken ...

Im Durchschnitt betrug das Wachstum der internationalen Forderungen der anderen europäischen Bankengruppen wechsellkursbereinigt schätzungsweise rund 13%. Die französischen Banken verzeichneten den stärksten Zuwachs, von dem ein Viertel über die Bücher von verbundenen Instituten im Ausland (vor allem in London und Luxemburg) lief. Ihre bisherige Nettoschuldnerposition am internationalen Interbankmarkt wandelte sich in eine Netto-

... aber Geschäftserholung bei anderen europäischen Bankengruppen ...

## Art der internationalen Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken nach der Nationalität der Banken<sup>1</sup>

Nationalität		Veränderung zu laufenden Dollarwerten 1991				Veränderung zu laufenden Dollarwerten 1992				Gesamtbestand Ende 1992
		Insgesamt	davon gegenüber			Insgesamt	davon gegenüber			
			Verbundenen Niederlassungen	Anderen Banken	Nicht-banken		Verbundenen Niederlassungen	Anderen Banken	Nicht-banken	
Milliarden US-Dollar										
Japanische Banken	F	-190,0	-61,0	- 98,4	-30,6	-256,4	-114,3	- 97,8	-44,3	1 677,7
	V	-232,3	-53,2	-159,2	-19,9	-310,8	-143,4	-121,7	-45,7	1 512,7
Deutsche Banken	F	29,6	14,6	- 7,7	22,7	43,9	18,8	- 1,0	26,1	683,1
	V	28,8	14,4	- 1,3	15,7	83,9	25,1	8,9	49,9	571,6
Französische Banken	F	- 10,5	10,6	- 3,2	-17,9	91,2	10,4	61,8	19,0	657,0
	V	5,6	- 2,6	- 3,1	11,3	62,4	23,9	18,6	19,9	693,0
US-Banken	F	- 2,3	-22,1	- 3,3	23,1	7,5	- 19,8	10,0	17,3	656,3
	V	1,5	-40,1	16,2	25,4	- 2,9	- 7,8	1,1	3,8	678,7
Italienische Banken	F	21,7	7,1	- 1,5	16,1	10,4	12,0	- 2,8	1,2	407,4
	V	27,0	10,3	12,0	4,7	26,5	7,8	24,8	- 6,1	451,8
Schweizerische Banken	F	14,2	5,3	2,1	6,8	- 3,1	6,7	- 9,1	- 0,7	396,7
	V	- 4,8	10,1	- 5,7	- 9,2	1,4	- 1,6	- 2,3	5,3	391,4
Britische Banken	F	- 12,4	- 1,9	- 17,1	6,6	16,2	- 2,6	12,2	6,6	293,9
	V	- 9,6	- 2,6	- 4,2	- 2,8	10,9	- 2,0	12,7	0,2	340,3
Niederländische Banken	F	15,8	0,1	12,6	3,1	5,2	4,8	- 3,0	3,4	204,4
	V	8,9	0,8	7,8	0,3	13,5	8,4	4,1	1,0	191,1
Nordische Banken <sup>2</sup>	F	- 3,2	5,4	- 8,9	0,3	- 50,2	0,2	- 7,6	-42,8	223,5
	V	- 10,0	8,2	- 20,7	2,5	- 53,6	- 1,8	- 45,1	- 6,7	221,4
Übrige	F	32,4	- 3,8	15,8	20,4	60,5	24,1	24,4	12,0	840,0
	V	39,0	14,5	22,9	1,6	37,1	19,1	25,7	- 7,7	885,4
Insgesamt	F	-104,7	-45,7	-109,6	50,6	- 74,8	- 59,7	- 12,9	- 2,2	6 040,0
	V	-145,9	-40,2	-135,3	29,6	-131,6	- 72,3	- 73,2	13,9	5 937,4

Anmerkung: F = Forderungen; V = Verbindlichkeiten.

<sup>1</sup> Grenzüberschreitende Positionen in allen Währungen zuzüglich Fremdwährungspositionen der Banken gegenüber Gebietsansässigen in folgenden Ländern: Belgien, Luxemburg, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Großbritannien, Irland, Italien, Japan, Kanada, Niederlande, Norwegen (erst seit 1992), Österreich, Schweden, Schweiz, Spanien und USA (nur grenzüberschreitende Dollarpositionen); Angaben über die US-Banken enthalten auch die grenzüberschreitenden Positionen der Filialen von US-Banken auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Panama, Hongkong und Singapur. Die Positionen sind nach der Nationalität des Eigentums an den Banken klassifiziert. Die Positionen der Nichtbanken schließen Währungsinstitutionen und – bei den Verbindlichkeiten – CD-Emissionen und andere Wertpapierbegebungen der Banken ein. <sup>2</sup> Dänische, finnische, norwegische (erst seit 1992) und schwedische Banken.

gläubigerposition. Eine kräftige Offshore-Expansion und Nettofinanzierungen am Interbankmarkt prägten auch die Aktivität der spanischen Banken, während das von den britischen, italienischen und belgischen Banken verzeichnete Wachstum mit Rückverlagerungen von Geschäften zum Hauptsitz zusammenhing. Im Fall der deutschen und schweizerischen Banken beschränkte sich die Expansion im allgemeinen auf London oder Luxemburg; die Geschäfte von mit deutschen Banken verbundenen Instituten im Ausland erfolgten vor allem in Form von Direktgeschäften mit dem Nichtbankensektor, insbesondere mit Kunden in Deutschland.

Nach einer Abnahme im Jahr 1991 stiegen die internationalen Positionen



von US-amerikanischen und kanadischen Banken im vergangenen Jahr leicht an. Bei den kanadischen Banken war die Kreditaufnahme am Euro-Interbankmarkt zwecks Weitergabe der Mittel an Nichtbanken die Hauptursache für die Erholung. Der von den US-Banken verzeichnete geringe Zuwachs beinhaltet einen Aufschwung um 12% nach Bereinigung um geschätzte Wechselkurseffekte und Positionen zwischen Geschäftsstellen derselben Bank.

... sowie nord-amerikanischen Banken

#### Das Direktgeschäft mit dem Nichtbankensektor

Das direkte internationale Kredit- und Einlagengeschäft mit dem Nichtbankensektor im Berichtsgebiet war 1992 gegenläufigen Entwicklungen unterworfen, in denen teilweise die Währungskrise zum Ausdruck kam. Diese Krise war auf der Einlagenseite stärker spürbar, auf der die kurzfristigen Zinssätze von Euro-

Beträchtliche Veränderungen grenzüberschreitender Einlagen ...

Das Geschäft der an die BIZ berichtenden Banken mit Nichtbanken in den Ländern der Zehnergruppe									
(Wohn-)Sitzland der Nichtbankkunden	Veränderung, wechsellkursbereinigt						Stand Ende 1992		
	Grenzüberschreitende Positionen		Lokale Fremdwährungspositionen		Nachrichtlich: Inländische Bankkredite <sup>1</sup> und Geldmenge <sup>2</sup>		Grenz- über- schrei- tende Positi- onen	Lokale Fremd- währungs- positionen	Nach- richtlich: Inländisch- Bankkre- dite <sup>1</sup> und Geld- menge <sup>2</sup>
	1991	1992	1991	1992	1991	1992			
	Milliarden US-Dollar								
Forderungen:									
Japan	44,1	11,4	-19,8	-38,4	133,7	147,0	261,8	165,8	5 169,2
USA	5,6	28,1	..	..	-4,9	99,6	304,2	..	4 435,7
Deutschland	9,5	34,3	1,7	1,8	174,9	191,5	119,9	7,7	2 164,9
Frankreich	2,2	6,6	- 0,1	3,7	60,9	64,7	36,0	24,5	1 588,3
Großbritannien	5,6	1,8	16,2	- 1,7	61,7	41,2	59,9	112,3	970,1
Italien	8,0	9,8	9,1	10,1	83,1	43,3	83,9	93,3	701,2
Niederlande	4,7	- 1,7	7,0	1,6	14,9	14,3	55,9	25,0	339,3
Schweiz	- 1,3	1,9	0,2	0,4	17,5	7,4	24,6	14,1	329,9
Belgien <sup>3</sup>	0,9	0,1	- 1,2	1,3	9,2	19,5	29,1	33,9	319,6
Kanada	3,4	3,7	- 1,9	1,2	30,8	23,4	40,0	26,6	307,2
Schweden	1,5	15,0	- 1,1	-24,1	11,5	-5,0	33,8	38,2	106,2
Verbindlichkeiten:									
Japan	- 5,7	- 0,7	..	..	90,9	-4,4	16,7	..	4 135,5
USA	-12,1	-11,4	..	..	60,0	13,7	253,8	..	4 111,6
Deutschland	11,7	30,8	- 0,4	0,2	64,3	78,0	159,0	7,1	1 064,9
Frankreich	- 0,1	6,9	- 0,9	0,7	23,3	51,4	46,0	11,5	986,8
Großbritannien	3,9	- 2,2	5,5	13,8	51,3	33,4	59,5	85,1	787,8
Italien	3,2	5,4	1,0	3,9	67,9	26,6	38,4	9,0	626,7
Niederlande	4,7	7,0	0,0	0,7	11,9	15,0	57,5	23,6	239,8
Schweiz	1,3	1,5	- 0,6	1,3	8,0	7,7	57,2	52,7	271,3
Belgien <sup>3</sup>	0,0	4,4	3,9	13,3	9,1	11,4	36,2	53,6	182,7
Kanada	- 3,6	- 2,0	- 0,5	1,6	14,8	21,9	12,0	10,1	296,7
Schweden	0,6	- 0,9	- 0,1	2,6	4,6	0,5	3,1	7,0	96,8

<sup>1</sup> Ohne Fremdwährungskredite.    <sup>2</sup> Japan: M2 + CD; Großbritannien: M4; USA: M3-Tagesgeld und Eurotermindollars; Italien: M2 „erweitert“; übrige Länder: M3.    <sup>3</sup> Einschl. Luxemburg.

<sup>1</sup> Ohne Fremdwährungskredite. <sup>2</sup> Japan: M2 + CD; Großbritannien: M4; USA: M3-Tagesgeld und Eurotermindollars; Italien: M2 „erweitert“; übrige Länder: M3. <sup>3</sup> Einschl. Luxemburg.

... vor allem von  
deutschen  
Gebiets-  
ansässigen ...

währungen rasch auf Änderungen von Angebot und Nachfrage reagieren. Tatsächlich waren in praktisch allen Ländern der Zehnergruppe die Veränderungen der Offshore-Einlagen recht beträchtlich. Insbesondere entsprach der Aufbau von Auslandsguthaben durch den deutschen Nichtbankensektor fast 40% der Ausweitung von M<sub>3</sub> in Deutschland. Eine starke Auslandsnachfrage nach DM-Mitteln und die Umgehung der Zinsabschlagsteuer durch deutsche Gebietsansässige spielten hierbei die wichtigste Rolle. Auch Nichtbanken in den Benelux-Ländern bildeten umfangreiche Euroeinlagen in D-Mark oder in ihren Landeswährungen. Ferner entfielen fast 45% der Offshore-Einlagen des französischen Nichtbankensektors auf den Euromarkt für französische Francs, wo die Zinssätze stärker schwankten als auf dem inländischen Markt. Dagegen repatriierten die in den USA ansässigen Nichtbanken erneut Mittel aus dem Eurodollar-Markt, da die Eurodollar-Konten angesichts der allgemeinen Tendenz sinkender Dollarzinssätze an Attraktivität einbüßten.

... und Erholung  
im Kreditge-  
schäft aufgrund  
von Sonder-  
faktoren

Gleichzeitig erholten sich die neu vergebenen grenzüberschreitenden Kredite an Nichtbanken etwas, trotz der anhaltend schwachen Nachfrage. Dafür gab es drei Hauptgründe. Erstens erwarben die berichtenden Banken selbst in bedeutendem Umfang Wertpapiere. So waren der Großteil des zusätzlichen grenzüberschreitenden Engagements gegenüber den deutschen und den französischen Nichtbanken sowie der gesamte Zuwachs gegenüber Italien Wertpapierkäufen zuzuschreiben. Zweitens ging ein beträchtlicher Teil der neuen Mittel an Regierungen oder andere Stellen des öffentlichen Sektors. In Schweden wurden massive Rückzahlungen von Fremdwährungskrediten durch gebietsansässige Nichtbanken teilweise durch umfangreiche Konsortialkredite an die Regierung ausgeglichen (s. weiter unten). Drittens veranlaßte die Tendenz sinkender langfristiger Zinssätze viele Schuldner, sich die derzeit geltenden Sätze zu sichern. Am aktivsten waren in dieser Hinsicht US-Nichtbanken, die 28% ihrer gesamten Bankkredite am Euromarkt aufnahmen.

#### *Die Geschäftstätigkeit mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets*

Selektive Kredit-  
vergabe an  
entwickelte  
Länder ...

Die Bankkredite an Länder außerhalb des Berichtsgebiets nahmen um 8% zu, was die höchste Wachstumsrate seit zehn Jahren darstellte. Während Neuausleihungen an die nicht zur OPEC gehörenden Entwicklungsländer dabei eine wichtige treibende Kraft waren, verursachten Sonderfaktoren beträchtliche Änderungen der Positionen gegenüber anderen Gruppen. Bei den entwickelten Ländern außerhalb des Berichtsgebiets beispielsweise ergab sich der Zustrom neuer Mittel aus großen Konsortialkrediten an Australien und die Türkei sowie durch kurzfristige Kapitalzuflüsse nach Portugal. Die meisten neuen Kredite an Australien stellten Anschlußfinanzierungen dar, wobei die Forderungen um nur \$ 1,1 Mrd. stiegen und die Verbindlichkeiten um \$ 1 Mrd. abnahmen. Dagegen war der Anstieg der ausstehenden Forderungen der Banken gegenüber der Türkei um \$ 1,9 Mrd. gering, wenn man die starke Ausweitung der Einlagen dieses Landes um \$ 3,1 Mrd. betrachtet. Die Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber Portugal, dessen Beitritt zum EWS-Wechselkursmechanismus zu einem früheren Zeitpunkt des Jahres Kapitalzuflüsse ausgelöst hatte, erhöhten sich per saldo um \$ 1,2 Mrd. bzw. \$ 1,9 Mrd., nachdem ein Teil der Zuflüsse nach der Währungskrise wieder abgeflossen war.



Die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber Osteuropa weiteten sich insgesamt geringfügig aus; stärker als diese Gesamtzunahme war jedoch der Zuwachs der Forderungen gegenüber der ehemaligen Sowjetunion allein (\$ 5,8 Mrd.). Staatlich garantierte Kredite und Zinsrückstände bildeten einen großen Teil dieser Zunahme, da von den Gläubigerbanken bis zum Abschluß einer endgültigen Umschuldungsvereinbarung immer wieder Moratorien gewährt wurden. Die identifizierten Einlagen aus den Nachfolgestaaten stiegen insgesamt um den gleichen Betrag an und damit stärker als je zuvor, was vermutlich einer Kapitalflucht zuzuschreiben ist. Unter den drei Ländern, die beim Umwandlungsprozeß in Osteuropa am weitesten fortgeschritten sind, konnten Ungarn und die ehemalige Tschechoslowakei dank Leistungsbilanzüberschüssen und der Inanspruchnahme anderer Finanzierungsquellen Rückzahlungen in Höhe von \$ 1,6 Mrd. bzw. \$ 0,3 Mrd. leisten; die Nettoverschuldung der Tschechoslowakei bei den Banken wurde vor der Auflösung der Föderation auf \$ 1,1 Mrd. zurückgeführt. Blockierte Schuldenverhandlungen und weitere Anhäufungen von Zinsrückständen führten zu einem Einfrieren neuer Kredite für Polen, so daß dieses Land seine Nettobankverschuldung bis zum Jahresende um ein Drittel auf \$ 5,6 Mrd. reduzierte, nachdem es vorher seine Einlagen um \$ 2,7 Mrd. aufgestockt hatte.

... und erhöhtes Kreditengagement gegenüber der ehemaligen Sowjetunion ...

Was die OPEC-Länder anbelangt, so entfiel fast die Hälfte der gesamten Kreditströme auf den Restposten des Nahen Ostens, der die nicht aufteilbaren Positionen der Banken in den USA gegenüber der gesamten Region (insbesondere Bahrain) enthält. Die Zuwächse von Kuwait (\$ 5,2 Mrd.), Iran (\$ 3,1 Mrd.) und Saudi-Arabien (\$ 1,3 Mrd.) waren höher als der gesamte Anstieg der identifizierten Forderungen gegenüber dieser Region. Die Hauptfaktoren hierbei waren große Infrastrukturinvestitionen und Zinsrückstände auf die Handelsschulden Irans; die meisten Finanzierungen Saudi-Arabiens wurden jedoch durch einen drastischen Abbau der Einlagen dieses Landes (um \$ 17,3 Mrd.) gedeckt, während Kuwait seine Guthaben bei den berichtenden Banken um \$ 2 Mrd. erhöhte. Der einzige bedeutende OPEC-Kreditnehmer außerhalb des Nahen Ostens war Indonesien (\$ 6,2 Mrd.), das einen ähnlichen Anstieg auch bei seinen Einlagen verzeichnete; eine straffe Geldpolitik im Inland machte es für die Unternehmen günstiger, auf dem internationalen Bankkreditmarkt Mittel aufzunehmen und den Erlös umzuwandeln.

... sowie einer begrenzten Anzahl von OPEC-Ländern

Das lebhaftes Geschäft mit den nicht zur OPEC gehörenden Entwicklungsländern konzentrierte sich stark auf die größten Volkswirtschaften in Asien und Lateinamerika, während das Kreditgeschäft mit Afrika und dem Nahen Osten gedämpft blieb. Das Neukreditgeschäft mit den nicht zur OPEC gehörenden asiatischen Ländern blieb rege, wies jedoch divergierende Tendenzen auf. Einerseits gewann die Kreditvergabe an China (\$ 6,3 Mrd.), Indien (\$ 3,2 Mrd.) und Malaysia (\$ 1,9 Mrd.) an Dynamik, worin sich hauptsächlich eine stetige Inlandsnachfrage widerspiegelte. Betrachtet man die Forderungen abzüglich der Verbindlichkeiten, so setzten sich die Finanzierungen über die Banken im Falle Indiens in noch größere Kapitalimporte um (\$ 6 Mrd., d.h. mehr als das Leistungsbilanzdefizit), im Falle Malaysias jedoch in Nettoexporte (\$ 2,2 Mrd.); die Bemühungen dieses Landes, den Wertzuwachs seiner Währung zu bremsen, führten im dritten Quartal zu einer beträchtlichen Akkumulierung von Reser-

Lebhaftes Kreditgeschäft mit Asien

ven. Auf der anderen Seite schwächte sich das Wachstum der neuen Kredite an Thailand (\$ 4,8 Mrd.), Südkorea (\$ 4 Mrd.) und Taipeh-China (\$ 0,6 Mrd.) gegenüber 1991 ab. Rechnet man Forderungen minus Verbindlichkeiten, so waren die über die Banken laufenden Finanzierungsströme im Falle Südkoreas praktisch gleich null, teilweise wegen neuer Einlagen öffentlicher Stellen, saldierten sich dagegen im Falle Taipeh-Chinas zu einem Rückgang der Nettogläubigerposition um \$ 12,1 Mrd., wobei die Währungsbehörden des Landes Mittel vom Markt abzogen. Die Philippinen waren der einzige bedeutende Kreditnehmer in dieser Gruppe, der eine Verminderung seiner Bruttoverschuldung bei den Banken (um \$ 1,3 Mrd.) verzeichnete; dies war das Ergebnis von Schuldentrückkäufen im Rahmen des jüngst abgeschlossenen Umschuldungsabkommens.

Die gesamte Kreditvergabe an die lateinamerikanischen Länder (ohne OPEC-Staaten) war erstmals seit sechs Jahren positiv und erreichte mit \$ 12,1 Mrd. einen Umfang, wie er seit einem Jahrzehnt nicht mehr vorgekommen war. Forderungszuwächse waren gegenüber Brasilien (\$ 3,3 Mrd.), Argentinien (\$ 2,6 Mrd.), Chile (\$ 2,2 Mrd.), Mexiko (\$ 1,1 Mrd.), Kolumbien und

Verbesserte  
Kredit-  
beziehungen  
zu Latein-  
amerika ...

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

Position der Banken	Veränderung, wechselkursbereinigt							Stand Ende 1992
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	
	Milliarden US-Dollar							
Forderungen an:								
Nichtberichtende Industrieländer	7,2	4,8	2,1	2,9	6,0	0,4	7,4	153,4
Osteuropa	3,7	2,3	8,3	9,3	− 9,9	− 1,5	3,8	95,0
darunter: ehemalige Sowjetunion	3,6	0,3	5,5	7,5	− 6,2	1,3	5,8	58,9
OPEC	0,5	2,2	5,4	5,7	− 2,3	− 4,6	22,3	154,7
darunter: Naher Osten	− 0,9	2,2	4,5	7,6	− 0,7	− 6,7	17,9	71,3
Entwicklungsländer (ohne OPEC)	3,1	2,2	− 2,4	− 19,6	− 5,7	13,8	30,3	410,1
davon: Lateinamerika*	1,5	− 3,7	− 5,0	− 16,7	− 23,0	− 0,3	12,1	200,1
Asien	2,6	7,7	3,9	0,3	18,0	17,8	19,2	176,5
Afrika	− 0,2	− 0,6	− 0,6	− 1,8	0,0	− 1,6	0,8	22,7
Naher Osten	− 0,8	− 1,1	− 0,7	− 1,4	− 0,7	− 2,0	− 1,8	10,7
Forderungen insgesamt	14,4	11,6	13,5	− 1,7	− 11,9	8,1	63,7	813,2
Verbindlichkeiten gegenüber:								
Nichtberichtende Industrieländer	7,4	6,1	13,4	17,3	7,8	− 3,5	11,4	111,9
Osteuropa	0,2	− 0,7	4,1	0,2	− 5,9	1,3	9,7	30,7
darunter: ehemalige Sowjetunion	0,8	− 1,9	1,8	− 0,7	− 6,6	0,3	5,8	14,2
OPEC	− 22,1	19,2	11,6	14,4	25,4	− 13,9	− 9,2	218,7
darunter: Naher Osten	− 13,5	17,5	12,0	9,5	18,0	− 17,6	− 10,7	165,3
Entwicklungsländer (ohne OPEC)	12,9	24,2	12,4	25,7	64,9	3,7	0,0	356,1
davon: Lateinamerika*	0,7	6,7	3,4	4,6	19,0	− 2,9	0,3	114,9
Asien	13,1	14,0	7,7	16,5	34,6	2,1	− 7,6	163,8
Afrika	0,0	1,6	1,5	1,7	3,7	− 0,7	3,2	27,6
Naher Osten	− 0,9	1,9	− 0,2	2,9	7,6	5,2	4,0	49,8
Verbindlichkeiten insgesamt	− 1,6	48,7	41,5	57,6	92,2	− 12,4	11,8	717,4

\* Einschl. jener Länder im karibischen Raum, die nicht als Offshore-Bankplätze gelten.



Uruguay (je \$ 0,6 Mrd.) zu verzeichnen. Trotz Verzögerungen bei der Unterzeichnung eines im vergangenen Juli erzielten vorläufigen Umschuldungsabkommens zwischen Brasilien und seinen Gläubigerbanken spiegelt die ausgewiesene Veränderung der Forderungen gegenüber diesem Land nicht den vollen Umfang der Neuausleihungen wider, da im Jahresverlauf über \$ 6 Mrd. an Zinsrückständen zurückgezahlt wurden. Was die Verbindlichkeiten der Banken anbelangt, verdreifachten sich die Währungsreserven des Landes fast, was die Ausweitung der Einlagen dieses Landes um \$ 2,7 Mrd. mehr als erklärt. In anderen Ländern führten umfassende Wirtschafts- und Finanzreformen zu besseren Beziehungen gegenüber den Gläubigerbanken, und Argentinien konnte im Dezember ein Programm zur Schulden- und Schuldendienstreduzierung erfolgreich abschließen. Gleichzeitig kehrte Fluchtkapital zurück, was darin zum Ausdruck kommt, daß sich die identifizierten Einlagen von Nichtbanken aus vielen dieser Länder bei den berichtenden Banken verringerten.

Die 1992 neu nach Lateinamerika geflossenen Bankfinanzierungen betrafen vor allem kurzfristige Handelsfinanzierungen, neue Beiträge von Banken im Rahmen von Umschuldungsabkommen und einen kleinen Betrag (\$ 5 Mrd.) neuer Konsortialkredite, darunter \$ 3,2 Mrd. für mexikanische Kreditnehmer und mehrere Anschlußfinanzierungen. Andererseits wurden die Bankschulden dieser Region durch Schuldenumwandlungen, direkte Kreditverkäufe, Abschreibungen und sonstige Schuldenabbauverfahren weiter reduziert; mit Abstand die größten Transaktionen zur Schuldenreduzierung nahm Mexiko vor, dessen Regierung meldete, sie habe Bankschulden im Betrag von über \$ 7 Mrd. auf dem Sekundärmarkt zurückgekauft. Bankkredite waren somit nicht die wichtigste ausländische Finanzierungsquelle der Region, sondern dies waren vor allem Beteiligungen, Aktienkäufe und internationale Wertpapieremissionen (insgesamt rund \$ 30 Mrd.). Während der Wertpapiererwerb durch Ausländer durch ein überaus hohes Niveau der realen Zinssätze gefördert wurde, kam den Finanzierungen mittels Beteiligungen das zunehmende Privatisierungs- und Deregulierungstempo zugute.

Wichtige Angebots- und Nachfragefaktoren dämpften im vergangenen Jahr die Vergabe langfristiger Bankkredite an Lateinamerika. In erster Linie hielt die von den Banken nach wie vor geübte Zurückhaltung, wie sie in den strengen Kreditbedingungen zum Ausdruck kam, potentielle Kreditnehmer davon ab, sich an den Markt zu wenden, zumal die Zinsentwicklung die Anschlußfinanzierung mittels festverzinslicher Anleihen attraktiver machte als die meist variabel verzinslichen Konsortialkredite. Überdies bedeutete die Rückkehr von Fluchtkapital auch, daß die betreffenden Anleger ihre bei Banken im Ausland gehaltenen Aktiva durch den Kauf von Wertpapieren einheimischer Unternehmen ersetzten. Da schließlich die Gläubigerbanken die neuen Eigenkapitalstandards einhalten mußten und die staatliche Kreditnachfrage groß war, kann eine gewisse Verdrängung nicht ausgeschlossen werden.

Gleichzeitig machten die Banken bei der Konsolidierung ihres Engagements gegenüber Lateinamerika erhebliche Fortschritte, hauptsächlich mittels Kreditverkäufen und Abschreibungen. Dieses Engagement bildet nun nur noch einen kleinen Teil ihrer internationalen Aktiva. Eine freundlichere Stimmung des Marktes kam im Anstieg des Durchschnittspreises von Bankschulden aus

... aber verstärkter Rückgriff auf andere Finanzierungsquellen

Gründe für Abkehr von Bankkrediten ...

... und Frage der  
Dauerhaftigkeit

der Region zum Ausdruck; der Handel mit diesen Schulden war für einige Banken eine wichtige Einnahmenquelle. Eine Verbesserung ihrer Kreditwürdigkeit ermöglichte es wiederum einigen Ländern, die Inanspruchnahme von Bankkrediten zu reduzieren und sich ausweitende Leistungsbilanzdefizite über andere spontane Kapitalströme zu finanzieren. Diese Verbreiterung der Anlagebasis stellt die Empfänger jedoch vor neue Herausforderungen. Soweit sie zurückgekehrtem Fluchtkapital zuzuschreiben ist, darf sie nicht als dauerhafte Möglichkeit der Entwicklungsfinanzierung angesehen werden. Überdies können sich Portfolioinvestitionen als überaus volatil erweisen, wie man aus den heftigen Kursausschlägen an den lokalen Aktienbörsen ersehen kann. Schließlich stellen die internationalen Wertpapiermärkte hohe Ansprüche an die Kreditwürdigkeit, und bonitätsmäßig nicht als Anlagepapier eingestufte Titel haben nur wenig oder keine Chancen, Interesse zu wecken.

#### *Der Markt für Konsortialkredite*

Haltung der  
Banken weiter-  
hin vorsichtig  
und selektiv ...

Wie schon 1991 litt die Kreditnachfrage auf dem Markt für Konsortialkredite unter der schwachen Konjunktur, einem geringen Volumen an Fazilitäten für Fusionen und Übernahmen und dem Zugang zu leichter verfügbaren Finanzierungsquellen. Besorgnis über die Bonität von Kreditnehmern, revidierte Kreditstrategien und Druck auf die Eigenmittel veranlaßten die Banken, bei ihrer vorsichtigen und selektiven Haltung zu bleiben. Die Angebots- und Nachfragebedingungen entwickelten sich sogar in Richtung einer weiteren Verschärfung der Kreditkonditionen: Die durchschnittliche Zinsmarge bei neuen Krediten stieg, und der Durchschnitt der Laufzeiten blieb bei unter sechs Jahren; der Zeitraum bis zum Abschluß verlängerte sich, da Dokumentation, Garantien und Auflagen von den Banken gründlicher geprüft wurden, und eine wachsende Zahl von Kreditverträgen sah die Möglichkeit vor, die Margen der Banken anzupassen.

... aber Rekord-  
volumen an An-  
schlußfinanzie-  
rungen

Das Hochschnellen der angekündigten Fazilitäten von \$ 137 Mrd. 1991 auf \$ 222 Mrd. 1992 war daher auf eine Reihe von Sonderfaktoren zurückzuführen. Der wichtigste war das beispiellose Volumen an Anschlußfinanzierungen, auf die der größte Teil des für US-Kreditnehmer bereitgestellten Betrags von \$ 91 Mrd. entfiel. Ein zweiter Faktor war der Abschluß mehrerer großer Fazilitäten für staatliche und supranationale Schuldner, darunter insbesondere je ein Konsortialkredit für Schweden (ECU 8 Mrd.) und Großbritannien (ECU 5 Mrd.) im dritten Quartal im Rahmen größerer Finanzierungsprogramme. Ein dritter Faktor war die starke Inanspruchnahme des Marktes durch asiatische Länder. Die bedeutendsten Kreditnehmer dieser Gruppe waren Thailand (\$ 8,8 Mrd.) und China (\$ 7,5 Mrd.). Andererseits reduzierten eine Anzahl von Ländern ihre Inanspruchnahme von Konsortialkrediten, darunter Saudi-Arabien und Kuwait, die 1991 Jumbokredite in Rekordhöhe aufgenommen hatten, Australien, wo sich die Neufinanzierungen rezessionsbedingt verminderten, und Italien, dessen Kreditwürdigkeit unter der Liquidierung einer staatlichen Holdinggesellschaft im Juli litt.



Inländische und internationale Märkte für Commercial paper und mittelfristige Notes								
Position	Eröffnung des Marktes	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
		zum Jahresende ausstehender Betrag, in Milliarden US-Dollar <sup>1</sup>						
Märkte für Commercial paper								
USA	vor 1960	326,1	373,6	451,8	521,9	557,8	528,1	545,1
Japan	Ende 1987		13,8	73,8	91,1	117,3	99,0	98,1
Frankreich	Ende 1985	3,7	7,6	10,4	22,3	31,0	30,8	31,6
Spanien <sup>2</sup>	1982	6,3	4,3	6,3	8,3	26,1	28,4	29,3
Kanada	vor 1960	11,9	14,9	21,0	25,0	26,6	27,4	24,5
Schweden	1983	3,7	7,8	9,5	15,9	23,1	24,0	16,6
Australien <sup>3</sup>	Mitte 70er Jahre	4,1	7,5	7,9	11,1	10,9	12,3	13,8
Deutschland	Anfang 1991						5,4	10,2
Großbritannien	1986	0,8	3,8	5,7	5,7	7,4	6,9	5,8
Finnland	Mitte 1986	0,4	2,5	4,9	6,9	8,3	5,9	3,8
Niederlande	1986	0,1	0,9	1,0	0,8	2,0	2,6	2,6
Norwegen	Ende 1984	1,0	3,1	2,7	2,7	3,5	3,5	2,2
Belgien	1990					0,0 <sup>4</sup>	0,2 <sup>4</sup>	1,3 <sup>4</sup>
Inlandsmärkte insgesamt		358,1	439,8	595,0	711,7	814,0	774,5	784,9
Euro-Commercial paper	Mitte 80er Jahre	13,9	33,3	53,2	58,5	70,3	79,6	78,7
Andere kurzfristige Euronotes	Anfang 80er Jahre	15,1	16,9	13,5	11,1	19,1	26,8	37,0
Zusammen		387,1	490,0	661,7	781,3	903,4	880,9	900,6
Märkte für mittelfristige Notes								
USA	Anfang 70er Jahre	35,0 <sup>4</sup>	50,0 <sup>4</sup>	65,0 <sup>4</sup>	76,0	100,0	142,3	175,7
Großbritannien	Mitte 1990					0,7	1,9	4,9
Mittelfristige Euronotes	Mitte 80er Jahre	0,4	2,6	5,6	9,6	21,9	38,5	61,1

<sup>1</sup> Zu laufenden Wechselkursen umgerechnet. <sup>2</sup> Bis 1991 nur nicht zum Finanzsektor gehörende Institute. <sup>3</sup> Bis 1991 Zahlen zur Jahresmitte. <sup>4</sup> Schätzung.  
Quellen: Euroclear; nationale Stellen.

## Der Wertpapiermarkt

### Der Markt für kurz- und mittelfristige Notes

Auf dem Markt für kurz- und mittelfristige Euronotes fiel besonders die unterschiedliche Entwicklung der kurzfristigen Euro-Commercial paper (ECP) und der mittelfristigen Notes auf. Im ECP-Sektor verringerte sich das Volumen neuer Programme auf \$ 19 Mrd., und die Neuplazierungen stagnierten erstmals. Ferner zeigten sich bei den sonstigen kurzfristigen Euronotes – mit oder ohne Übernahmegarantie – Anzeichen eines Rückgangs, trotz umfangreicher Emissionen von Einlagenzertifikaten (CD) durch Finanzinstitute. Dagegen erreichten sowohl die angekündigten neuen Programme als auch die Plazierungen von mittelfristigen Euronotes (EMTN) einen noch nie dagewesenen Umfang. Zum Jahresende machten EMTN 35% des gesamten Euronote-Umlaufvolumens aus, verglichen mit 27% Ende 1991.

Verlagerung von ECP- zu EMTN-Finanzierung

Geringere Nachfrage nach ECP-Finanzierung

*Der Markt für Euro-Commercial paper.* Mehrere Faktoren bremsten 1992 das ECP-Geschäft. Erstens bestanden an diesem Markt schon große Fazilitäten zur Mittelaufnahme, die den Raum für ein weiteres Wachstum begrenzten, insbesondere da ein düsteres wirtschaftliches Umfeld die Nachfrage nach Betriebskapital verminderte und Bonitätsbedenken bei kurzfristigen Krediten verschärfte. Zweitens wollten sich Kreditnehmer angesichts der niedrigeren Dollarzinsen die Sätze am längeren Ende des Fristigkeitsspektrums sichern, und die Krise an den Devisenmärkten führte in mehreren Sektoren zu einem Versiegen liquider Mittel, namentlich bei der ECU und der italienischen Lira. Drittens blieben die ECP-Emissionen einem wachsenden Wettbewerb seitens inländischer Commercial-paper-Märkte ausgesetzt, insbesondere des schon länger bestehenden US-Marktes, der um \$ 17 Mrd. expandierte. An mehreren europäischen Märkten, die vor kurzem eröffnet bzw. dereguliert worden waren, nahm die Aktivität jedoch zu. Härtere Swapkonditionen führten dazu, daß die Schuldner Mittel günstiger im Inland erhalten konnten als durch Begebung von auf Dollar lautenden ECP und Umwandlung des Erlöses. Während der französische Commercial-paper-Markt der größte in Europa blieb, verdoppelte sich der deutsche Markt nahezu und erreichte \$ 10 Mrd. Die von der Deutschen Bundesbank im August eingeführten neuen Liberalisierungsmaßnahmen, die Emissionen ausländischer Nichtbanken gestatten, gaben dem Geschäft mit auf D-Mark lautenden Commercial paper inner- und außerhalb Deutschlands Auftrieb. Der DM-Sektor war dann auch neben dem Dollarsektor der einzige bedeutende ECP-Sektor, der im vergangenen Jahr expandierte. Dagegen stagnierte der Yen-Markt, der nach wie vor fast ausschließlich vom Inland bestimmt wird.

Breitere Palette von EMTN-Instrumenten ...

*Der Markt für mittelfristige Euronotes.* Die Verbreiterung des den Emittenten zur Verfügung stehenden Spektrums an Techniken und Optionen verstärkte den Wettbewerbsvorteil des EMTN-Marktes gegenüber Commercial paper und Anleihen. Beispielsweise schlossen mehrere Programme Anleiheemissionen ein, und andere sahen die Möglichkeit vor, kurzfristige Titel auszugeben. Überdies erhöhte sich die Zahl der Multiwährungsfazilitäten mit der Option, DM-Mittel aufzunehmen, als Folge der vor kurzem vorgenommenen Liberalisierung der deutschen Vorschriften. Die Einführung von Übernahmegarantien, die bisher auf kurzfristige Programme und Anleihen beschränkt waren, trug ebenfalls zum Wachstum des Marktes bei. Die EMTN sind zwar Anleihen sehr ähnlich, können aber mit derselben Dokumentation ausgegeben werden, die für das ursprüngliche Programm zusammengestellt wurde, d.h. ohne zusätzliche Kosten, und sie bieten eine breite Palette von Möglichkeiten der Mittelaufnahme, die besser auf die Bedürfnisse der Schuldner und Anleger zugeschnitten sind.

... bei begrenzter Konkurrenz aus dem Inland

Anders als am ECP-Markt beschränkte sich die inländische Konkurrenz der EMTN vor allem auf den US-Markt, der um \$ 33 Mrd. expandierte, verglichen mit \$ 11 Mrd. bei den Eurodollar-Begebungen. In anderen Ländern fehlt im allgemeinen ein voll ausgebauter einheimischer Markt für mittelfristige Notes. Der Markt für mittelfristige Notes in französischen Francs ist seit seiner Eröffnung durch strenge Regelungen eingeengt, und Ende 1992 standen nicht einmal \$ 1 Mrd. an Unternehmenstiteln aus. Im übrigen Europa war die einzige

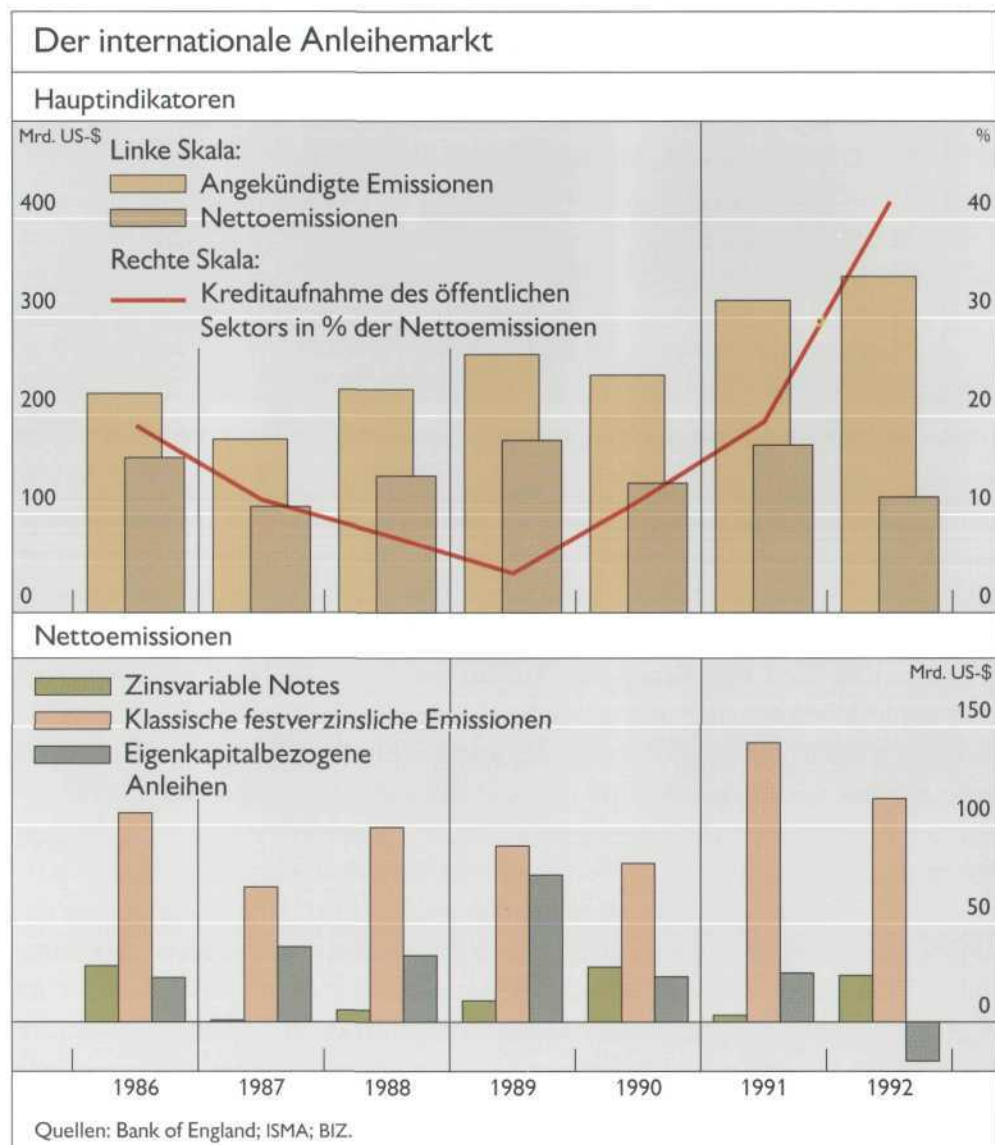


bemerkenswerte Entwicklung im kürzlich liberalisierten DM-Sektor zu verzeichnen, sowohl in Deutschland selbst als auch am Euromarkt; letzterer wuchs um \$ 2,1 Mrd. Noch ausgeprägter war das Wachstum aber am Euro-Yen-Markt (\$ 3,6 Mrd.) und am Euro-Sterling-Markt (\$ 2,8 Mrd.); an beiden Märkten dominieren inländische Emittenten. Die Märkte für Titel in ECU und italienischer Lira schrumpften dagegen nach der Währungskrise, nachdem sie sich zuvor stark ausgeweitet hatten.

#### Der internationale Anleihemarkt

Der Bedarf an Anschlußfinanzierungen und die Globalisierung der staatlichen Schuldenpolitik waren 1992 die Hauptantriebskräfte am internationalen Anleihemarkt. Die Bruttoankündigungen von Neubegabungen erreichten eine absolute Rekordhöhe von \$ 342 Mrd., das Nettowachstum betrug allerdings nur \$ 118 Mrd. (7%). Staatliche Stellen und internationale Institutionen nahmen zusammen 60% der Nettofinanzierung auf. Die Turbulenzen an den Devisenmärkten lösten erhebliche Währungsumschichtungen aus, während das

Anschlußfinanzierungen für Anleihen und Globalisierung staatlicher Mittelaufnahmen ...



schlechte Börsenklima eine ausgeprägte Abkehr von eigenkapitalbezogenen Instrumenten nach sich zog.

Gleichzeitig erreichte der Handel an den Sekundärmärkten einen noch nie dagewesenen Umfang; Cedel und Euroclear meldeten Umsätze, die im Durchschnitt fast 70% höher lagen als 1991. Trotz der Liquiditätsprobleme, die in einigen Sektoren auf dem Höhepunkt der Krise auftraten, gingen die Währungsturbulenzen mit großen Portfolioumschichtungen und heftigen Ausschlägen der Spannen einher. Die Konditionengestaltung an den nationalen und den Euromärkten näherte sich tendenziell an, und immer mehr inländische Emissionen wurden international gehandelt. Die wachsende Zahl großer Referenzemissionen von staatlichen und supranationalen Schuldnern verlieh dem Markt zusätzliche Tiefe und Liquidität.

... geben klassischen festverzinslichen Anleihen Auftrieb ...

*Klassische festverzinsliche Anleihen.* Das Bruttoemissionsgeschäft in diesem Sektor erreichte den beispiellosen Umfang von \$ 275 Mrd., doch wegen Rekordrückzahlungen war der Nettobetrag der Neuemissionen mit \$ 114 Mrd. niedriger als 1991. Mehrere starke gegenläufige Kräfte waren am Werk. Zu den Kräften, von denen der Markt profitierte, gehörten die Präferenz des öffentlichen Sektors für festverzinsliche Schulden, die Abkehr von den eigenkapitalbezogenen Instrumenten und das Nachgeben der langfristigen Zinssätze. Negativ wirkte sich aus, daß der traditionelle festverzinsliche Sektor unter dem Wettbewerb anderer Finanzierungsformen, Bonitätsrückstufungen, verminderten Swapmöglichkeiten und der Währungskrise litt.

... in ausgewählten Marktsegmenten ...

Die Krise an den Devisenmärkten löste eine jähe Verlagerung der Anlegerpräferenzen von den hochverzinslichen Währungen zu den als sicher geltenden Sektoren aus. Vor allem im ECU- und im Lira-Sektor kam es zu einem abrupten Umschwung, von raschem Wachstum in den ersten sechs Monaten zu Nettorückzahlungen. Dagegen boomte das Geschäft im Dollar- und im DM-Segment immer stärker, wobei im letzteren Fall die im August erlassenen deutschen Liberalisierungsmaßnahmen zusätzlichen Auftrieb gaben. Überdies wurde die Emissionstätigkeit in einigen Eurowährungen weiterhin durch Emittenten aus dem Land der jeweiligen Währung stimuliert. Zum Beispiel bewirkten die größere Flexibilität und die niedrigeren Kosten des Euro-Franc-Marktes, daß sich französische Emittenten von ihrem eigenen nationalen Markt abwandten, und der Euromarkt für kanadische Dollars blieb eine bevorzugte Finanzierungsquelle kanadischer Staatsbetriebe. Obgleich diese Währungen zeitweise unter Druck kamen, wurden ausländische Anleger von den gebotenen Konditionen angezogen, die in ihren Augen das Wechselkursrisiko mehr als wettmachten. Das immer größere Spektrum an Instrumenten zur Anschlußfinanzierung schließlich, das den japanischen Schuldnern zur Verfügung steht, beeinträchtigte das Geschäft im Euro-Yen-Sektor und im Auslandssektor des Schweizer Frankens, die – zusammen mit dem Dollar – von den ursprünglichen Finanzierungen dieser Schuldnergruppe am meisten profitiert hatten.

*Variabel verzinsliche Notes (FRN).* Die Erholung des FRN-Geschäfts nach Ausklammerung der Rückzahlungen war besonders ausgeprägt. Die Neuplatzierungen betrugen netto \$ 24 Mrd., verglichen mit \$ 3,5 Mrd. 1991. 62% des Gesamtvolumens waren Dollaremissionen. Die rasante Expansion läßt sich vor allem mit drei Einflüssen erklären. Erstens sahen sich Banken und sonstige



Art und Währungsstruktur internationaler Anleiheemissionen									
Sektor/Währung	Angekündigte Emissionen				Nettoemissionen				Stand Ende 1992
	1989	1990	1991	1992	1989	1990	1991	1992	
	Milliarden US-Dollar								
Klassische festverzinsliche Emissionen	150,2	166,2	256,2	275,3	89,6	80,7	142,0	113,6	1 211,4
US-Dollar	54,6	52,2	75,0	90,7	26,1	15,9	27,9	40,7	390,7
Yen	23,1	30,2	39,1	38,5	15,3	24,8	20,7	2,5	196,3
D-Mark	9,4	7,3	12,2	29,2	6,0	1,3	4,8	17,1	124,2
Schweizer Franken	5,7	15,5	13,5	13,5	−3,9	3,4	3,4	− 4,2	105,8
ECU	11,7	15,1	30,2	18,6	7,5	9,6	24,3	7,6	91,5
Pfund Sterling	11,9	9,5	17,2	18,2	10,9	7,8	14,6	9,2	71,3
Kanadischer Dollar	10,9	6,3	22,6	15,2	10,0	1,7	14,0	7,0	61,2
Französischer Franc	4,6	8,2	16,4	23,0	4,2	6,0	14,7	20,4	56,6
Andere	18,2	21,9	30,1	28,4	13,4	10,1	17,5	13,4	113,8
Variabel verzinsliche Notes	27,4	42,5	19,0	42,8	10,9	28,0	3,5	23,7	221,6
US-Dollar	10,2	15,0	4,4	25,0	−0,5	7,5	−5,1	14,7	125,4
Pfund Sterling	9,3	10,8	7,6	5,4	7,4	6,9	4,6	3,0	41,6
D-Mark	2,6	8,2	2,8	3,5	2,2	7,3	2,7	1,9	24,2
Yen	1,0	2,2	1,4	3,9	0,0	2,0	0,0	2,1	9,8
Andere	4,3	6,2	2,8	5,0	1,8	4,5	1,3	2,0	20,6
Eigenkapitalbezogene Emissionen	85,2	33,1	42,4	23,8	74,8	23,1	25,0	−19,8	254,2
US-Dollar	65,1	19,5	24,9	12,5	60,4	15,9	15,1	−20,4	164,4
Schweizer Franken	13,6	8,2	7,0	5,3	8,9	4,1	2,2	− 2,4	48,6
Andere	6,5	5,4	10,6	6,1	5,5	3,1	7,6	3,0	41,2

Quellen: Bank of England; ISMA; BIZ.

Quellen: Bank of England; ISMA; BIZ.

Finanzinstitute, einschließlich Bankholdinggesellschaften, einem dringenden Kapitalbedarf gegenüber; auf solche Institute entfiel zusammen mehr als die Hälfte der Nettoemissionen, wobei ein großer Teil in Form von nachrangigen Notes erfolgte, die gemäß der Basler Eigenkapitalvereinbarung als Eigenmittel der Klasse 2 eingestuft werden dürfen. Zweitens wurden in großem Umfang Euro-dollar-Notes mit „Collar“, d.h. mit garantiertem Höchst- und Mindestzinssatz, ausgegeben; für die Anleger waren die garantierten Erträge attraktiv, da es zu der Zeit als unwahrscheinlich galt, daß die Marktzinssätze über die vereinbarten Limits hinausgehen würden. Drittens machte es die Tendenz sinkender Swapmargen für erste Adressen in der Regel billiger, sich direkt mit Euro-FRN zu finanzieren, als zu festem Zinssatz zu emittieren und den Erlös in variabel verzinsliche Zahlungen umzuwandeln.

*Eigenkapitalbezogene Anleihen und internationale Beteiligungspapiere.* Da die Emissionsmöglichkeiten begrenzt waren und zunehmend Rückzahlungen fällig wurden, schrumpfte das umlaufende Volumen an Wandel- und Optionsanleihen erstmals, und zwar um \$ 20 Mrd. Dabei war der Rückgang bei den japanischen Emittenten noch größer als der des Gesamtmarktes. Die starke und langanhaltende Baisse an der Aktienbörse in Tokio hielt die Anleger davon ab, ihre Wandelrechte auszuüben, so daß die Emittenten fällig werdende Anleihen auf anderem Weg refinanzieren mußten. Über das ganze Jahr hinweg wurden

... zu Lasten eigenkapitalbezogener Anleihen

Emissionstätigkeit an den inländischen und internationalen Anleihemärkten										
Währung	Inlandsmärkte <sup>1,2</sup>				Internationale Märkte <sup>2</sup>				Ausstehender Betrag Ende 1992	
	Zusammen		darunter: öffentlicher Sektor		Zusammen		darunter: öffentlicher Sektor <sup>3</sup>		Inland	Inter- national
	1991	1992	1991	1992	1991	1992	1991	1992		
	Milliarden US-Dollar									
US-Dollar	538,3	558,6	400,1	446,8	37,9	35,0	10,2	28,2	6 676,2	680,5
Yen	141,5	141,6	61,6	79,2	20,6	4,8	3,5	4,7	2 888,6	207,5
D-Mark	150,3	188,8	58,0	117,2	11,2	20,5	0,8	11,7	1 234,0	168,5
Italienische Lira	117,8	71,6	104,4	63,7	9,3	6,2	4,3	1,7	734,9	24,2
Französischer Franc	31,6	36,1	18,3	26,8	15,9	21,7	4,9	6,6	525,0	64,3
Kanadischer Dollar	26,9	24,3	27,0	21,6	14,1	7,5	5,7	4,7	321,7	63,5
Pfund Sterling	13,1	44,0	14,4	42,3	20,6	11,2	4,7	4,8	254,0	121,3
Schweizer Franken	13,4	11,8	2,3	7,2	5,4	-6,4	1,7	0,6	109,5	155,5
Holländischer Gulden	13,4	14,8	15,2	15,7	0,9	4,7	-0,4	0,0	168,8	29,1
Peseta	26,1	11,8	23,5	12,0	3,0	1,6	2,4	1,6	113,1	8,9
Übrige <sup>4</sup>	103,1	78,0	68,1	58,4	31,5	10,7	20,6	7,4	1 043,7	163,9
Insgesamt	1 175,6	1 181,4	792,9	890,8	170,4	117,5	58,4	72,0	14 069,6	1 687,2

<sup>1</sup> Nur OECD-Länder (ohne Island und Türkei). <sup>2</sup> Nettoemissionen, wechselkursbereinigt. <sup>3</sup> Einschl. internationaler Institutionen. <sup>4</sup> Einschl. ECU.

Quellen: Bank of England; ISMA; nationale Stellen; BIZ.

eigenkapitalbezogene Anleihen im Betrag von nahezu \$ 40 Mrd. zurückgezahlt, die in den späten achtziger Jahren von japanischen Emittenten begeben worden waren, und 1993 werden weitere \$ 90 Mrd. fällig.

Die direkten internationalen Aktienemissionen waren mit \$ 24 Mrd. praktisch ebenso hoch wie 1991. Bis zum Sommer war das Geschäft lebhaft, danach gab es jedoch unter dem Einfluß der Turbulenzen an den Devisenmärkten und schwacher Aktienindizes tendenziell nach. Die größten Direktemittenten waren amerikanische und britische Unternehmen, während Unternehmen aus Entwicklungsländern sich weiterhin hauptsächlich des Verfahrens der „American Depositary Receipts“ bedienten (von einer US-Bank ausgegebene handelbare Instrumente auf die Verwahrstelle der Aktien eines Unternehmens). Ungünstige Börsenbedingungen veranlaßten überdies manche Regierungen, Privatisierungsprogramme hinauszuschieben, und große Aktienemissionen privater Unternehmen wurden teilweise aus demselben Grund annulliert.

#### Art und Nationalität der Emittenten

Dominanz  
öffentlicher  
Schuldner ...

Besonders auffallend an den Entwicklungen des vergangenen Jahres war erneut die Schlüsselrolle des staatlichen Sektors auf der Kreditnehmerseite des Marktes. Zentrale, regionale und lokale Gebietskörperschaften sowie sonstige Stellen des öffentlichen Sektors verzeichneten einen Rekordanteil von 42% an



# Emissionstätigkeit des privaten Sektors an den inländischen und internationalen Wertpapiermärkten<sup>1</sup>

Land/Jahr	Inlandsmärkte			Internationale Märkte				Nachrichtlich	
	Zusammen	davon		Zusammen	davon			Emissionen von Finanzinstituten	Internationale Wertpapiere <sup>3</sup>
		Commercial paper	Anleihen		Kurzfristige Euro-notes <sup>2</sup>	Mittelfristige Notes <sup>2</sup>	Anleihen		
	Nettoemissionen wechsellkursbereinigt, in Milliarden US-Dollar								
USA									
1991	144,3	6,1 <sup>4</sup>	138,2	4,5	3,7	2,6	– 1,8	58,5	7,1
1992	166,3	54,5 <sup>4</sup>	111,8	– 3,1	3,1	3,8	–10,0	72,9	6,4
Japan									
1991	53,0	–26,9	79,9	42,0	–0,1	–0,1	42,2	48,1 <sup>5</sup>	27,4
1992	61,1	– 1,3	62,4	–0,1	0,3	–0,1	– 0,3	39,4 <sup>5</sup>	25,8
Deutschland									
1991	97,7	5,4	92,3	10,7	1,1	0,2	9,4	98,5	9,7
1992	76,7	5,1	71,6	15,3	2,7	0,7	11,9	83,4	10,4
Frankreich									
1991	13,4	0,1	13,3	20,7	2,7	1,2	16,8	27,5	25,9
1992	11,9	2,6	9,3	18,2	0,0	0,8	17,4	23,2	28,3
Großbritannien									
1991	–0,9	0,4 <sup>6</sup>	–1,3	30,2	4,2	2,9	23,1	12,0	84,2
1992	3,0	1,3 <sup>6</sup>	1,7	17,6	0,3	3,9	13,4	7,9	85,4
Schweden									
1991	15,4	0,2	15,2	1,4	–1,6	0,6	2,4	14,9	13,8
1992	9,2	– 2,2	11,4	9,6	3,3	1,8	4,5	13,9	19,9
Italien									
1991	13,4	0,0	13,4	8,7	3,9	1,8	3,0	19,9	23,7
1992	7,9	0,0	7,9	0,8	–2,6	–0,1	3,5	9,5	26,1
Kanada									
1991	0,6	0,7	–0,1	6,6	0,0	0,3	6,3	–0,9 <sup>5</sup>	52,6
1992	2,3	– 0,5	2,8	–1,7	0,0	0,9	– 2,6	–2,1 <sup>5</sup>	52,2
Australien									
1991	4,9	1,7	3,2	1,0	1,5	1,7	– 2,2	4,2 <sup>5</sup>	66,5
1992	1,1	1,8	–0,7	–1,4	0,8	1,4	– 3,6	–1,4 <sup>5</sup>	65,8
Übrige									
1991	30,2	1,6	28,6	19,9	1,7	5,4	12,8	35,2	30,5
1992	17,3	4,9	12,4	22,3	1,5	9,5	11,3	23,5	33,2
Insgesamt									
1991	372,0	–10,7	382,7 <sup>7</sup>	145,7	17,1	16,6	112,0	317,9	19,8
1992	356,8	66,2	290,6 <sup>7</sup>	77,5	9,4	22,6	45,5	270,2	19,6

<sup>1</sup> Ohne Aktien. <sup>2</sup> Nettoemissionen zu laufenden Wechselkursen. Um Bewertungsänderungen bereinigt betrugen die gesamten Nettoemissionen kurzfristiger Euronotes 1991 \$ 16,4 Mrd. und 1992 \$ 12 Mrd. Für die mittelfristigen Notes lauteten die entsprechenden Zahlen \$ 16 Mrd. bzw. \$ 25,4 Mrd. <sup>3</sup> Gemessen als Anteil an den zum Jahresende an den inländischen und internationalen Märkten insgesamt umlaufenden Wertpapieren. <sup>4</sup> Einschl. mittelfristiger Notes von Unternehmen. <sup>5</sup> Ohne Emissionen von Commercial paper an den Inlandsmärkten. <sup>6</sup> Einschl. von britischen Emittenten begebener mittelfristiger Sterling-Notes. <sup>7</sup> Nur OECD-Länder (ohne Island und Türkei).

Quellen: Bank of England; ISMA; Euroclear; nationale Stellen; BIZ.

den gesamten neuen internationalen Anleihebehebungen, und weitere 20% entfielen auf internationale Institutionen. Obgleich die internationalen Anleiheemissionen öffentlicher Stellen in absoluten Zahlen groß scheinen, sind sie gemessen an der Gesamtverschuldung dieser Emittenten nach wie vor gering. Daher können selbst kleine Änderungen der staatlichen Schuldenpolitik tiefgreifende Auswirkungen auf den Markt haben. Überdies wurden die Zahlen für das vergangene Jahr durch außergewöhnliche Geschäfte aufgebläht, die damit zusammenhängen, daß einige Staaten ihre Devisenreserven wiederauffüllen mußten. Die im letzten Quartal für Großbritannien (\$ 6,6 Mrd.), Schweden (\$ 5,9 Mrd.) und Finnland (\$ 3,7 Mrd.) in Rekordhöhe arrangierten Emissionen sind Beispiele dafür. Gleichzeitig wurde durch die Diversifizierung der staatlichen Mittelbeschaffung zugunsten des Euroanleihemarktes die Verdrängung von nicht erstklassigen Schuldnern verstärkt. Der Privatsektor war das Hauptopfer dieser Marktsplaltung, vermehrt sind jedoch auch bestimmte Bereiche des öffentlichen Sektors davon betroffen.

... und Konsequenzen für den Markt

Diese Globalisierung der öffentlichen Schuldenpolitik ist offenbar nicht nur eine vorübergehende Erscheinung. Durch Inanspruchnahme der internationalen Märkte gewinnen die Staaten Zugang zu einem tieferen und liquideren Ressourcenpool als im Inland und können eine breitere Palette von Instrumenten und Techniken nutzen, was sich z.B. im wachsenden Interesse an EMTN zeigt. Obschon der Verdrängungseffekt gegenüber Schuldnern des Privatsektors nicht unterschätzt werden sollte, bringt die verstärkte Präsenz öffentlicher Stellen dem Markt beträchtliche Vorteile, indem sie das Spektrum an Referenzinstrumenten erweitert und so die Liquidität verbessert. Angesichts der Institutionalisierung der Anlagen und der zunehmenden Bedeutung der besicherten Mittelvergabe und der Wertpapierleihe wird die Liquidität zu einem Schlüsselfaktor in globalen Anlagestrategien.

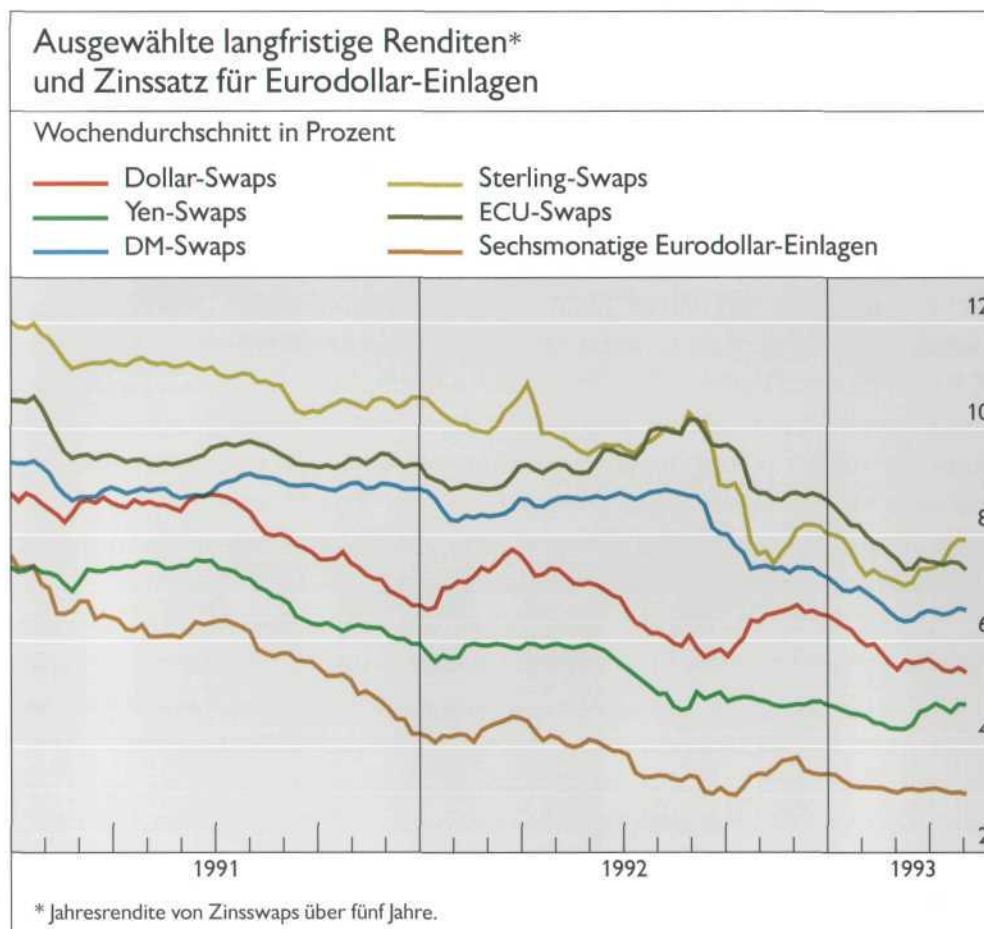
Niedrigere Mittelaufnahmen des Privatsektors ...

Die Mittelaufnahme des Privatsektors litt 1992 unter der ungünstigen Wirtschaftslage, die die Nachfrage verminderte und die Bonität beeinträchtigte, und unter leichter verfügbaren Finanzierungsalternativen. Als Beispiele sind hier insbesondere US-amerikanische, australische und japanische Industrieunternehmen zu nennen, die am Euroanleihemarkt per saldo Rückzahlungen tätigten. In allen drei Fällen verlagerte sich die Mittelbeschaffung tendenziell an den EMTN- und den Inlandsmarkt. Vor allem führten unterschiedliche Risikoeinschätzungen der Dollaranleger in Europa und den USA dazu, daß Geschäfte in die USA umgelenkt wurden. Seit April 1990, als Privatplazierungen nach der „Regulation 144A“ der Security and Exchange Commission liberalisiert wurden, nutzt eine zunehmende Anzahl ausländischer Kreditnehmer die vereinfachten US-Emissionsvorschriften, um diesen gewaltigen Markt „anzuzapfen“.

... mit Ausnahme von Emittenten aus Entwicklungsländern

Unternehmen des Privatsektors in Entwicklungsländern bildeten eine Ausnahme von diesem allgemeinen Muster; sie bauten ihre Präsenz am Markt deutlich aus. Sie sahen sich bei ihrer Mittelbeschaffung jedoch mit einer stark selektiven Haltung der Anleger konfrontiert, die oft beträchtliche Margen verlangten. Private Emittenten aus Entwicklungsländern nahmen zusammen einen Betrag von \$ 14 Mrd. auf, verglichen mit \$ 12 Mrd. 1991. Die mit Abstand meisten Mittel flossen nach Mexiko, dessen Finanzinstitute 1991 privat plazierte Einlagenzertifikate im Betrag von fast \$ 5 Mrd. ausgegeben hatten;





1992 emittierten sie wiederum \$ 5 Mrd., die mehr oder weniger zu gleichen Teilen auf Euronotes und Anleihen entfielen.

#### *Regulative Entwicklungen und die „Globalanleihe“*

Wie schon weiter oben erwähnt, wirkten sich im letzten Jahr verschiedene regulative Entwicklungen in den einzelnen Ländern auf das Geschehen an den internationalen Wertpapiermärkten aus. Die allgemeine Tendenz ging, mit einigen Ausnahmen, in Richtung eines Abbaus von Wettbewerbsungleichheiten. So unternahm die Deutsche Bundesbank im letzten Jahr Schritte, um die Emission von auf D-Mark lautenden Anleihen, Notes und Commercial paper zu erleichtern. Die neuen Vorschriften, die am 1. August in Kraft traten, gestatten die Notierung an ausländischen Börsen, die Emission nach ausländischem Recht und die Verrechnung über internationale Systeme. Auch wurde die Mindestlaufzeit von zwei Jahren für ausländische Nichtbankemissionen aufgehoben, so daß nun Gebietsfremde DM-Commercial paper begeben können. Ebenso lockerte das japanische Finanzministerium die Bedingungen, die japanische Emittenten bei der Begebung von Auslandsanleihen und ausländische Emittenten bei Begehungen am japanischen Markt erfüllen müssen.

Da jedoch weiterhin große Unterschiede zwischen nationalen Rechts- und Steuersystemen, Handelsregelungen und -praktiken sowie Verrechnungs- und Abrechnungseinrichtungen bestehen, waren die Wirkungen der Deregulierung der letzten Jahre auf die einzelnen Währungen und Länder alles andere als

Neue Deregulierungsmaßnahmen ...

... mit unterschiedlichen Implikationen für den Euromarkt

einheitlich. Im Falle des Dollars und – in geringerem Maße – des Yen bewirkte der leichtere Zugang zum inländischen Markt eine gewisse Rückkehr des Geschäfts auf Kosten des Euromarktes. Dagegen gaben die deutschen Maßnahmen, mit denen ausdrücklich eine Erweiterung des Marktes für DM-Papiere angestrebt wurde, den Emissionen am Inlands- wie am Euromarkt Auftrieb. Ebenso vertiefte sich der Eurosektor des französischen Franc, der nach Abschaffung der Devisenkontrollen im Jahr 1990 rasch expandiert hatte, im letzten Jahr weiter. Mit \$ 22 Mrd. übertraf sein Wachstum noch jenes des französischen Inlandsmarktes (ohne Staatstitel), der kostenintensiver und unflexibler blieb.

Erfolg der  
„Global-  
anleihe“ ...

Gleichzeitig ermöglichten die jüngsten regulativen Entwicklungen beim Abbau von Wettbewerbsunterschieden zwischen Euro- und Inlandsmärkten einen großen Schritt nach vorn. Der Erfolg der „Globalanleihe“ ist das beste Beispiel dafür. Dabei wird eine Emission gleichzeitig in Nordamerika, Europa und Asien aufgelegt. Globalanleihen kombinieren die Eigenschaften von inländischen Anleihen (durch die Zulassungsbedingungen) und Euroanleihen (durch die Provisionsstruktur) und können entweder über Clearingsysteme am Euromarkt (Euroclear und Cedel) oder über inländische Clearingsysteme gehalten bzw. verrechnet werden. Sie wurden im September 1989 von der Weltbank eingeführt, und Ende 1992 betrug das gesamte umlaufende Volumen an Globalanleihen \$ 37 Mrd., wovon fast \$ 15 Mrd. auf die Weltbank entfielen. Unter den Emittenten waren alle Schuldnerkategorien vertreten, und bei der Denominierung, die ursprünglich auf den US-Dollar beschränkt war, sind Titel in kanadischen und australischen Dollars sowie in Yen dazugekommen.

... und ihre  
Grenzen

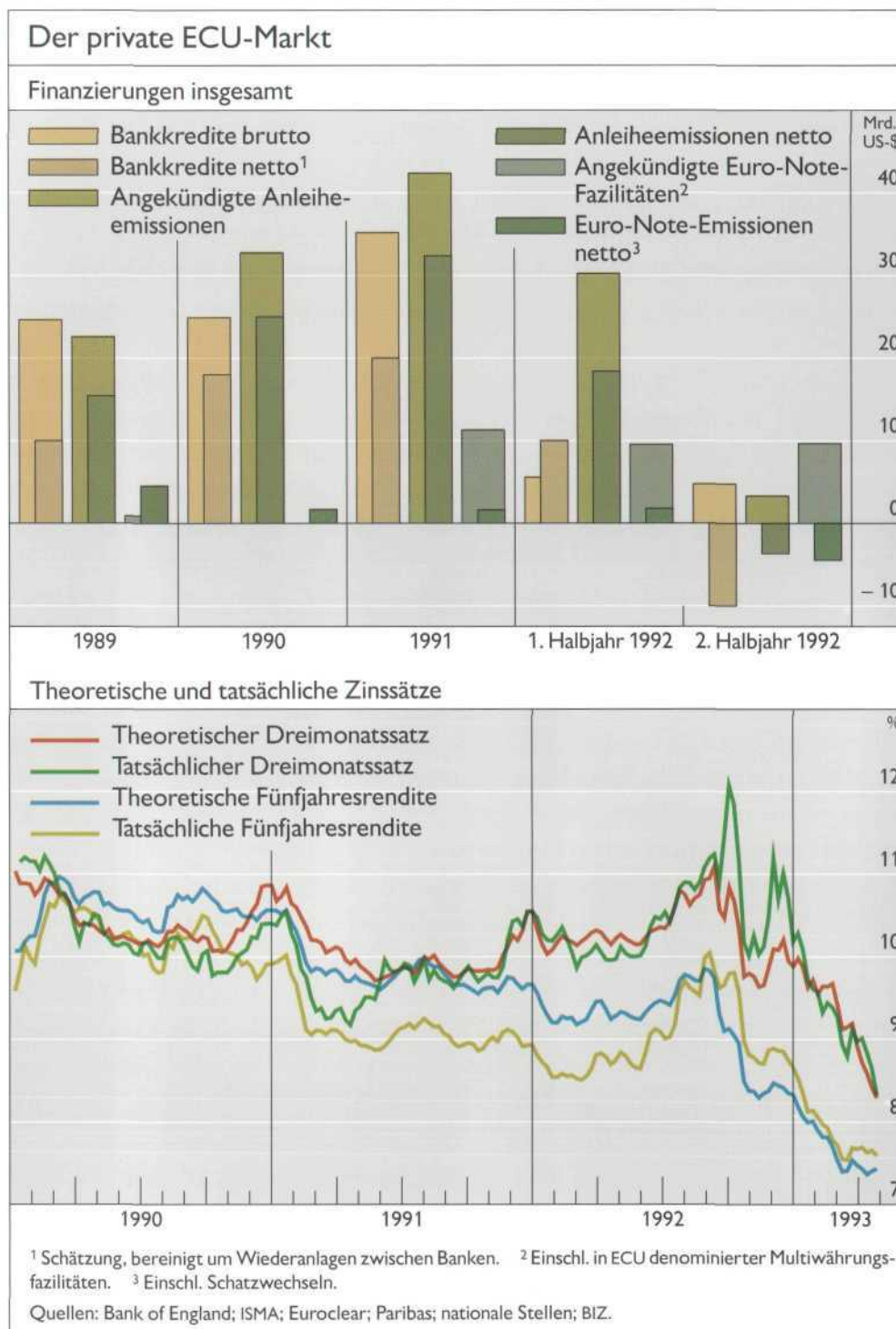
Globalanleihen erweitern die Finanzierungsmöglichkeiten der Schuldner beträchtlich und vermindern die Kosten. Die Zeichner dieser Anleihen, hauptsächlich institutionelle Anleger, zeigten sich bereit, eine niedrigere Rendite zu akzeptieren, wenn dafür eine hohe Liquidität geboten wird. Das Verfahren hat jedoch auch seine Grenzen. Um in den USA plaziert werden zu können, müssen die Emissionen die strengen US-Zulassungsvorschriften erfüllen. Überdies beschränkt sich das Emissionsgeschäft auf erste Adressen und in der Regel auf große Einzelemissionen. Schließlich können unterschiedliche Auffassungen zwischen den Finanzplätzen und unterschiedliche Aufnahmekapazitäten die Verknüpfung der Märkte einschränken. Für mehrere Globalemissionen wurde denn auch gemeldet, daß sie in der Folge fast vollständig von einem einzigen Markt aufgenommen wurden, wobei Differenzen bei den Kursfestsetzungsbedingungen auf eine begrenzte Arbitrage hinweisen.

### Der Markt für private ECU

Jäher Um-  
schwung am  
ECU-Markt ...

Die plötzliche Neubewertung der Rolle der ECU nach der dänischen Ablehnung des Vertrags von Maastricht am 2. Juni 1992 hatte erhebliche Auswirkungen auf den Markt für private ECU. Der Umschwung wirkte um so dramatischer, als die Hausstimmung nach der in Maastricht im Dezember 1991 erzielten Einigung dem ECU-Wertpapiergeschäft starken Auftrieb gegeben hatte. Im ersten Halbjahr 1992 erreichten die angekündigten internationalen Anleiheemissionen in ECU mit \$ 21 Mrd. fast ein Rekordniveau, während das





umlaufende Titelvolumen um knapp \$ 15 Mrd. und damit stärker als die übrigen Sektoren des Euroanleihemarktes zunahm. An den inländischen Märkten erreichten die von der französischen und der britischen Regierung netto neu begebenen Anleihen zusammen den Rekordbetrag von \$ 5 Mrd. Mit staatlichen und supranationalen Referenzanleihen im Gesamtbetrag von \$ 20 Mrd., die während dieser Zeit aufgelegt wurden, gewann der Markt erheblich an Tiefe und Liquidität. Insbesondere wurden zum ersten Mal zwei britische Schatzwechselemissionen mit einer Laufzeit von drei Jahren und eine französische

... von lebhaftem Wachstum im ersten Halbjahr ...

Schatzanleihe mit einer Laufzeit von dreißig Jahren begeben. Der Handel mit ECU-Papieren über Cedel und Euroclear am Sekundärmarkt lag 40% über seinem Durchschnitt von 1991. Infolge des starken Anlegerinteresses notierten die Renditen mit beträchtlichen Abschlägen von ihren theoretischen Werten.

In ähnlicher Weise führte im Bankensektor ein großer Zustrom von Einlagen von Nichtbanken und staatlichen Haltern inner- und außerhalb der EG zu einem Überhang des Mittelangebots im Vergleich zu den Möglichkeiten der Mittelvergabe. Infolgedessen wandelten sich die ECU-Gesamtpositionen der Banken, die Ende 1991 praktisch ausgeglichen gewesen waren, bis Mitte 1992 in eine Nettoverbindlichkeitsposition von ECU 16 Mrd. Druck auf die Einlagensätze, der diese unter die theoretischen Sätze sinken ließ, veranlaßte einige Banken, den Korb in seine Einzelwährungen aufzulösen.

... zu praktisch  
völligem  
Stillstand ...

Die Neuemissionen von ECU-Wertpapieren kamen nach dem 2. Juni fast völlig zum Erliegen. Am Sekundärmarkt brach das Clearingsystem der International Securities Market Association (ISMA) zusammen, und umfangreiche Liquidierungen durch institutionelle Anleger bewirkten, daß die Renditen der Referenzemissionen nicht mehr unter, sondern weit über ihrem theoretischen Niveau lagen. Emissionsprogramme für Schatzwechsel und Staatsanleihen wurden ausgesetzt, und das Geschäft in weniger liquiden Titeln trocknete praktisch aus. Der Handel mit ECU-Futures am MATIF wurde vorübergehend eingestellt, während sich die Halter von ECU-Einlagen aus dem Bankenmarkt zurückzogen.

... infolge  
wachsender  
Spannungen ...

Das Ergebnis des ersten dänischen Referendums war jedoch nur einer der Faktoren, die das Geschäft in privater ECU im zweiten Halbjahr 1992 beeinflussten. Schon zu Jahresbeginn hatte der Markt zunehmend Anzeichen einer Anspannung gezeigt. Als die anfängliche Euphorie nach der Einigung über den Vertrag von Maastricht nachließ, kam allmählich Besorgnis über dessen praktische Umsetzung auf. Unerfüllte Erwartungen von Zinssenkungen in Europa sowie von stabilen Wechselkursen verstärkten die Unsicherheit noch. Große staatliche Emissionsprogramme führten zeitweise zu Aufnahme Problemen, während ein intensiver Wettbewerb und die wachsende Zahl von Marktmachern die Gewinnmargen schrumpfen ließen. Der Abschlag fünfjähriger ECU-Anleihen gegenüber ihrer theoretischen Rendite, der zu Beginn des Jahres zwischen 50 und 75 Basispunkten geschwankt hatte, begann sich im Mai zu vermindern, als man in Frankreich von einer möglichen Volksabstimmung über den Vertrag von Maastricht zu reden begann, die dann am 5. Juni offiziell angekündigt wurde.

... mit allge-  
meiner Neu-  
einschätzung  
der ECU

Obschon sich nach der dänischen Abstimmung rasch ein starker Abgabedruck aufzubauen begann, trocknete der Markt nicht aus. Die Geschäfte am Sekundärmarkt und das am MATIF gehandelte Kontraktvolumen erreichten im Juni sogar ihren Höhepunkt. Die Spanne zwischen Marktrenditen und theoretischen Renditen verringerte sich bald und pendelte bis Ende August in einer engen Bandbreite. Danach wirkten sich vor allem folgende Faktoren dämpfend aus: Unsicherheiten über die Ratifizierung des Vertrags von Maastricht durch die Mitgliedstaaten (vor allem vor dem französischen Referendum am 20. September), ein immer stärkerer Druck auf mehrere europäische Währungen und die damit verbundenen Zinsdivergenzen zwischen einzelnen europäischen Währungen. Die Krise erreichte im September ihren Höhepunkt, als sich die



Differenz zwischen tatsächlichen und theoretischen ECU-Renditen für eine fünfjährige Laufzeit, die im August positiv geworden war, auf mehr als 1/2 Prozentpunkt ausweitete.

Dennoch gab es in der zweiten Jahreshälfte einige Anhaltspunkte für eine Widerstandsfähigkeit des Marktes. Trotz der Aussetzung vieler Emissionen fehlte die staatliche Unterstützung nicht völlig; insbesondere wurden die monatlichen Schatzwechselauktionen in Großbritannien und die an die ECU gekoppelten Anleiheprogramme in Griechenland beibehalten, wenn auch der Rhythmus im allgemeinen etwas länger war als zuvor. Überdies blieben das Sekundärmarktgeschäft und der Handel mit kurz- und langfristigen Futures im Durchschnitt über ihrem Niveau von 1991. Ferner nahmen die ECU-Aktiva der Banken weiter zu, trotz umfangreicher Einlagenabzüge durch breite Anleger-schichten, was dazu führte, daß die ECU-Verbindlichkeiten der Banken um \$ 16 Mrd. schrumpften und die Banken gezwungen waren, wieder ECU zu schaffen. Infolgedessen wandelte sich die ECU-Gesamtposition der Banken von einer Nettoverbindlichkeitsposition von \$ 16 Mrd. per Ende Juni wieder in eine Nettoforderungsposition von \$ 4 Mrd. zum Jahresende. Die Interbank-Verrechnungsgeschäfte gingen nicht nur nicht zurück, sondern im September erreichte das tägliche Umsatzvolumen sogar einen Rekorddurchschnitt von ECU 56 Mrd. Auch im weiteren Jahresverlauf blieben sie über dem Durchschnitt von 1991. Dem Verrechnungssystem kam ferner die Zusage mehrerer Zentralbanken zugute, den Teilnehmern Fazilitäten zur Kreditvergabe und -aufnahme bereitzustellen. Die Bankenliquidität wurde dadurch gefördert, daß sich die Anleger von langfristigen Anlagen abkehrten, als in beträchtlichem Umfang ECU-Anleihen zurückgezahlt wurden. Ferner wurden Großbritannien und Schweden neue, auf ECU lautende Konsortialkredite gewährt, um die Devisenreserven wiederaufzustocken und das Defizit des öffentlichen Haushalts zu finanzieren, wobei die Mittel allerdings in D-Mark und anderen nationalen Währungen in Anspruch genommen wurden.

Zu Beginn des Jahres 1993 wurde die Stimmung wieder zuversichtlicher, und Kreditnehmer und Anleger kehrten an die Märkte zurück. Im ersten Quartal betrugen die angekündigten neuen Anleiheemissionen alle, für staatliche und supranationale Stellen, \$ 4 Mrd. Ein großes Rückzahlungsvolumen, das für Neuanlagen zur Verfügung stand, war der wichtigste stimulierende Faktor, da die Expansion des ECU-Anleihemarktes nach Abzug von Tilgungen nur \$ 1,2 Mrd. betrug.

Anzeichen für Widerstands-fähigkeit des Marktes ...

... bestätigen sich Anfang 1993

## Der Markt für derivative Instrumente

### *Börsengehandelte Finanzterminkontrakte und Optionen*

Der Umsatz in an organisierten Börsen gehandelten Finanzterminkontrakten und Optionen erhöhte sich 1992 um 35% und damit deutlich stärker als im Vorjahr. Besonders kräftig war das Wachstum an den europäischen Märkten, aber auch an den Börsen in den USA und Lateinamerika sowie vielen asiatischen Börsen weiteten sich die Umsätze stark aus. In Japan dagegen ging das Geschäft im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr zurück.

Die explosionsartige Zunahme des Handels in Europa war in erster Linie

Rekordumsatz börsen-gehandelter Instrumente ...

Weltweit an organisierten Börsen gehandelte derivative Finanzinstrumente						
Instrument	Anzahl der gehandelten Kontrakte					Offene Positionen Ende 1992
	1988	1989	1990	1991	1992	
	Millionen					Milliarden US-Dollar
Zinsfutures	156,3	201,0	219,1	234,7	335,4	3 048,1
Auf kurzfristige Instrumente	33,7	70,2	75,8	84,8	130,8	2 802,3
<i>darunter: Dreimonats-Eurodollarsätze<sup>1</sup></i>	25,2	46,8	39,4	41,7	66,9	1 389,6
<i>Dreimonats-Euro-Yen-Sätze<sup>2</sup></i>	0,0	4,7	15,2	16,2	17,4	431,8
<i>Dreimonats-Euro-DM-Sätze<sup>3</sup></i>	0,0	1,6	3,1	4,8	12,2	229,2
Auf langfristige Instrumente	122,6	130,8	143,3	149,9	204,6	245,9
<i>darunter: US-Staatsanleihen<sup>4</sup></i>	73,8	72,8	78,2	69,9	71,7	31,3
<i>Französische Staatsanleihen<sup>5</sup></i>	12,4	15,0	16,0	21,1	31,1	21,0
<i>Japanische Staatsanleihen<sup>6</sup></i>	18,8	19,1	16,4	12,9	12,1	105,9
<i>Deutsche Staatsanleihen<sup>7</sup></i>	0,3	5,3	9,6	12,4	18,9	27,8
Zinsoptionen und Optionen auf Zinsfutures	30,5	39,5	52,0	50,8	64,8	1 385,4
Währungsfutures	22,1	27,5	29,1	29,2	30,7	24,5
Währungsoptionen und Optionen auf Währungsfutures	18,2	20,7	18,8	21,5	23,0	80,0
Insgesamt	227,1	288,6	319,1	336,2	453,9	4 538,0
<i>darunter: in den USA</i>	165,3	198,1	205,7	199,7	238,7	2 538,2
<i>in Europa</i>	32,6	49,0	61,0	84,4	140,5	1 055,4
<i>in Japan</i>	18,8	23,7	33,6	30,0	28,7	537,6

<sup>1</sup> 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). <sup>2</sup> Gehandelt an der TIFFE und der SIMEX. <sup>3</sup> Gehandelt am Marché à Terme International de France (MATIF) und der LIFFE. <sup>4</sup> 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). <sup>5</sup> Gehandelt am MATIF. <sup>6</sup> Gehandelt an der TSE, der LIFFE und am CBOT. <sup>7</sup> Gehandelt an der LIFFE und der Deutschen Terminbörse (DTB).

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

... inmitten von  
Geldmarkt- und  
Währungsturbulenzen ...

der Ausdruck der Absicherungsbedürfnisse, die im Zusammenhang mit der Volatilität der Zinssätze während der Währungsturbulenzen aufkamen. Der rasante Anstieg war jedoch auch Schwierigkeiten bei Absicherungsgeschäften an den Kassamärkten sowie dem Schrumpfen der Liquidität an den außerbörslichen Märkten für zins- und devisa-bezogene derivative Instrumente zuzuschreiben. Bei weitem am stärksten war das Umsatzwachstum bei den kurzfristigen Zinsinstrumenten. Der Umsatz in Terminkontrakten auf kurzfristige Zinssätze in D-Mark und französischen Francs stieg auf mehr als das Doppelte seines früheren Höchststandes, wobei der Handel allein im September etwa ein Sechstel des gesamten Jahresumsatzes ausmachte. Auch das Geschäft mit den wichtigsten Zinsterminkontrakten und den damit verbundenen Optionen auf langfristige europäische Staatsanleihen weitete sich in dieser Zeit erheblich aus, ebenso der Umsatz an den kleineren Futuresmärkten in Italien, Spanien und den nordischen Ländern.

Die Turbulenzen lieferten ein weiteres Beispiel für die Rolle der Zinsterminkontrakte als Liquiditätsstütze für die zugrundeliegenden Kassamärkte, vor



allem in unruhigen Zeiten. In einer Reihe von Ländern, deren Währungen unter Druck kamen, wurde die Liquidität bei Kassainstrumenten ohne entsprechende Futureskontrakte stärker beeinträchtigt als an den Märkten, an denen Futures angeboten wurden, was entlang der ganzen Renditenstrukturkurve für Staatstitel zu anomalen Kursbildungen führte. Einige Börsen, namentlich jene in Frankreich, Italien und Spanien, reagierten darauf mit der Einführung neuer Futureskontrakte, um Lücken im Fristigkeitsspektrum zu schließen.

Trotz der Intensität des Drucks auf die Wechselkurse weiteten sich die Umsätze in den an organisierten Börsen gehandelten Währungsfutures und -optionen um bescheidene 5% bzw. 7% aus. Diese Märkte lagen in der Vergangenheit etwas im Schatten der außerbörslichen Märkte für Devisentermininstrumente und Optionen. Liquiditätsprobleme in den europäischen Kreuzparitätssegmenten dieser außerbörslichen Märkte im September und Oktober führten jedoch zu einer Verlagerung des Geschäfts an die organisierten Märkte, so daß sich der Umsatz börsengehandelter Optionen auf die wichtigsten Währungen des europäischen Wechselkursverbunds im September auf das Doppelte seines üblichen Niveaus erhöhte. Die Umsätze ließen jedoch nach, als sich die Liquiditätslage an den außerbörslichen Märkten gegen Jahresende verbesserte.

#### Außerbörsliche Märkte

Obgleich einige Segmente während und nach der europäischen Währungskrise erhebliche Rückschläge erlitten, nahm das Geschäft an den wichtigsten außerbörslichen Märkten weiterhin rasch zu.

... mit Futures als Liquiditätsstütze für Kassamärkte ...

... und Mildefungsfaktor für Liquiditätsprobleme an einigen außerbörslichen Märkten

Zusammensetzung der im ersten Halbjahr 1992 arrangierten neuen Währungsswaps					
Währung	Gesamter zugrunde- liegender Kapital- betrag <sup>1,2</sup>	davon		darunter	
		Gegen US-Dollar <sup>2</sup>	Gegen an- dere Wäh- rungen <sup>2</sup>	End- verwender	Festzins/ variabler Zins <sup>2</sup>
	Milliarden US-Dollar				
Yen	38,0	26,0	12,1	26,6	16,2
Schweizer Franken	26,3	8,8	17,5	21,5	7,0
D-Mark	24,4	10,7	13,7	19,7	9,0
ECU	19,8	11,4	8,4	17,1	9,7
Kanadischer Dollar	16,4	13,8	2,6	15,2	7,3
Pfund Sterling	15,5	8,2	7,3	13,5	5,2
Italienische Lira	15,3	8,5	6,8	11,8	8,7
Zwischensumme	155,7	87,4	68,3	125,4	63,0
Andere	49,9	19,2	30,7	35,6	22,3
abzüglich: Doppelzahlungen von Nichtdollarswaps	-49,5		-49,5	-39,1	-16,1
Insgesamt	156,1	106,6	49,5	121,9	69,2

<sup>1</sup> Hypothetischer zugrundeliegender Kapitalbetrag, auf dem die Swapzahlungen basieren.    <sup>2</sup> Bereinigt um Doppelzahlungen aufgrund der Meldungen der ISDA-Mitglieder.

Quelle: ISDA.

Märkte für ausgewählte außerbörslich gehandelte derivative Instrumente <sup>1</sup>						
Instrument	Neu arrangierte Kontrakte					Aus- stehende Beträge Ende 1991
	1988	1989	1990	1991	1. Hj. 1992	
	Milliarden US-Dollar					
Zinsswaps	568,1	833,5	1 264,3	1 621,8	1 318,3	3 065,1
Währungsswaps <sup>2</sup>	124,2	178,1	212,8	328,4	156,1	807,2
Andere swapbezogene Derivative <sup>3</sup>	..	335,5	292,3	382,7	293,6	577,2
Insgesamt <sup>4</sup>	..	1 347,1	1 769,4	2 332,9	1 768,0	4 449,5

<sup>1</sup> Zugrundeliegende Kapitalbeträge der Kontrakte. <sup>2</sup> Bereinigt um Meldungen beider Seiten; einschl. Zinsswaps zwischen mehreren Währungen. <sup>3</sup> Caps, Collars, Floors und Swaptions. <sup>4</sup> Ohne andere außerbörsliche Instrumente wie Zinsterminkontrakte, Währungsoptionen, Devisentermingeschäfte sowie aktien- und rohstoffbezogene Derivative.

Quelle: ISDA.

Starke Zunahme von Zinsswaps zwischen Finanzinstituten ...

*Zins- und Währungsswaps.* Im ersten Halbjahr 1992, der letzten Periode, für die Zahlen verfügbar sind, wurden neue Zinsswaps im Rekordbetrag von \$ 1 318 Mrd. (hypothetischer zugrundeliegender Kapitalbetrag) arrangiert, d.h. nur 20% weniger als im gesamten Jahr 1991. Ursächlich für diesen Boom waren sowohl die lebhaftete Tätigkeit an den zugrundeliegenden Märkten für Schuldtitel als auch die weiter zunehmende Verwendung von Swaps durch Finanzinstitute für das Risikomanagement und für Refinanzierungszwecke. Auf der Seite der Endverwender weitete sich das Geschäft mit Finanz- und Wirtschaftsunternehmen in Europa und den USA sowie mit öffentlichen Stellen deutlich aus. Auf europäische Finanzinstitute entfiel im ersten Halbjahr 1992 denn auch fast ein Drittel aller neuen Endverwenderswaps, gegenüber 24% 1991, während das Geschäft mit asiatischen Gegenparteien aus dem Finanzsektor zurückging. Es wurden fast ebenso viele neue Swapgeschäfte in anderen Währungen wie in US-Dollar selbst abgeschlossen, was auf die weltweit zunehmende Verwendung von Zinsswaps hinweist. Ein besonders kräftiges Wachstum wurde in den Sektoren D-Mark, französischer Franc und italienische Lira verzeichnet, doch partizipierten auch die meisten anderen Währungen an dem Boom.

... und in Nichtdollarwährungen ...

Hauptmerkmale des Marktes für Zinsswaps							
Marktsegment	US-Dollar	Yen	D-Mark	Pfund Sterling	Schweizer Franken	Französischer Franc	Andere
	Zugrundeliegender Kapitalbetrag in Milliarden US-Dollar						
Ausstehende Swaps Ende 1991 nach Gegenpartei: Endverwender Interbank*	831,0	214,0	152,2	147,3	72,9	99,0	206,4
	675,0	264,9	111,2	106,3	64,7	16,6	103,6
Neue Swaps im ersten Halbjahr 1992 nach Gegenpartei: Endverwender Interbank*	360,1	76,9	53,3	41,8	18,5	60,1	89,9
	321,9	113,8	49,0	43,9	20,7	9,0	59,4

\* Swaps zwischen ISDA-Mitgliedern bereinigt um Doppelzählungen.  
Quelle: ISDA.



Das Wachstum am Markt für Währungsswaps, das 1991 jenes am Markt für Zinsswaps übertroffen hatte, ließ im ersten Halbjahr 1992 nach. Die neuen Swaps mit Yen gingen stark zurück, und auch bei den Kontrakten über Schweizer Franken und US-Dollar war das Geschäft rückläufig. Auffallend war die ausgeprägte Verminderung des Anteils der zwischen den wichtigsten Swap-händlern arrangierten neuen Swaps. Auf der Seite der Endverwender bauten die Finanzinstitute ihren Anteil ebenfalls ab, und das Wachstum konzentrierte sich auf öffentliche Stellen in Europa sowie Unternehmen aus den USA und Asien.

... jedoch Rückgang bei Währungsswaps

*Andere swapbezogene derivative Instrumente.* Parallel zum Wachstum des Marktes für Zinsswaps expandierten auch die Märkte für swapbezogene Instrumente kräftig. Umfangreiche, mit den niedrigen US-Zinssätzen ausgestattete Neuemissionen am Kapitalmarkt schlugen sich in einem großen Volumen von auf Dollar lautenden Zins-Caps nieder; sie wurden an Emittenten variabel verzinslicher Instrumente verkauft, die die niedrigen Sätze festschreiben wollten. Auch die Kombinationen aus Caps und Floors legten zu, was teilweise mit der Zunahme von variabel verzinslichen und mit Zinslimits nach oben und unten ausgestatteten Emissionen zusammenhing. Die an den Interbankmärkten gehandelten Swaptions in europäischen Währungen verzeichneten ebenfalls einen kräftigen Zuwachs, da sich immer mehr die Ansicht durchsetzte, daß in Europa Zinsänderungen bevorstünden. Im zweiten Halbjahr schwächte sich der Swaptionshandel jedoch ab, da die Turbulenzen an den Geld- und Devisenmärkten Absicherung und Preisgestaltung immer schwieriger machten.

Expansion swapbezogener Instrumente

#### *Sonstige Entwicklungen*

Was den Handel an organisierten Börsen betrifft, so setzten sich im Berichtsjahr zwei Tendenzen fort, die sich in den letzten Jahren herausgebildet hatten. Einerseits verschärfte sich der Wettbewerb um Marktanteile unter den organisierten Börsen und zwischen Börsen und außerbörslichen Märkten weiter. In Europa wurden Futures auf spanische Staatsanleihen fast gleichzeitig in Barcelona und London eingeführt. Ebenso wurde der Handel mit Kontrakten auf mittelfristige deutsche Anleihen zur gleichen Zeit in Frankfurt und in London aufgenommen. Andererseits breitete sich die Erkenntnis aus, daß eine Fragmentierung des Handels auch die Liquidität aushöhlt und Geschäfte zu den außerbörslichen Instrumenten abwandern läßt, was dazu führte, daß neue Börsenallianzen angekündigt wurden. Der *Marché à Terme International de France* (MATIF) und die Deutsche Terminbörse (DTB), die zweit- bzw. drittgrößte Börse in Europa, vereinbarten zu Beginn dieses Jahres, ihren Mitgliedern den Handel mit bestimmten Instrumenten der anderen Börse zu gestatten und weitere Verknüpfungen ihrer Märkte und Handelsregelungen zu prüfen. Das Chicago Board of Trade (CBOT) und die London International Financial Futures Exchange (LIFFE) zogen ebenfalls eine gegenseitige Notierung einiger ihrer Produkte in Betracht. Diese Allianzen kommen zu jener hinzu, die im letzten Jahr zwischen vier kleineren europäischen Börsen geschlossen wurde, und ergänzen Globex, das weltweit rund um die Uhr tätige automatisierte Bildschirmhandelssystem, das den Händlern über ein einziges elektronisches Medium Zugang zu einer Reihe von Kontrakten gibt. Die Anreize, die solche

Verstärkter Wettbewerb zwischen organisierten Börsen...

... motiviert neue Allianzen zur Verhinderung von Handelsaufsplitterungen...



... und verspricht  
für die Zukunft  
stärkere Kon-  
vergenz ...

... vielleicht  
sogar zwischen  
außerbörslichen  
und organisier-  
ten Märkten

Beseitigung eini-  
ger rechtlicher  
Unklarheiten ...

... jedoch  
zunehmendes  
Interesse der  
Aufsichts-  
behörden ...

Allianzen bei der Durchsetzung gemeinsamer Handels- und Clearing-Usancen bieten, dürften in den kommenden Jahren zu größerer Konvergenz unter den Börsen und stärker integrierten Futures- und Optionsmärkten führen.

Die Abwanderung des Handels an die außerbörslichen Märkte veranlaßte einige Börsen, namentlich in den USA, die Einführung von Kontrakten in Erwägung zu ziehen, die ähnlich flexibel sind wie die außerbörslichen Instrumente, gleichzeitig aber in bezug auf Clearingeinrichtungen und Preistransparenz die Vorteile der börsengehandelten Kontrakte aufweisen. Auch kamen wieder Pläne für die Einrichtung von Clearinghäusern für außerbörsliche Kontrakte ins Gespräch. Solche Einrichtungen könnten das mit den außerbörslichen Instrumenten verbundene Gegenparteirisiko vermindern, das zu einer hochgradigen Konzentration dieses Geschäfts auf eine kleine Anzahl von Firmen mit hohem Rating geführt hat. Unternehmen mit niedrigerer Bonitätseinstufung hätten dann auch weniger Anreiz, mit eigenen Mitteln ausgestattete, im Derivatengeschäft tätige Tochtergesellschaften, die dann ein AAA-Rating erhalten, zu gründen, was in letzter Zeit vielfach angestrebt wurde. Es sind Zweifel daran geäußert worden, ob die mit solchen Tochtergesellschaften verbundenen Kapitalkosten zu rechtfertigen sind und ob sie gegenüber der Ansteckungsgefahr immun sind, die in Konglomeraten auftritt, wenn eine der Konzerngesellschaften in Schwierigkeiten gerät. Bankaufsichtsbehörden haben überdies Vorbehalte gegenüber der Bindung von Kapital und Sicherheiten der Muttergesellschaft in solchen Einheiten zugunsten bestimmter Gegenparteien geäußert.

Im Berichtsjahr konnten auch einzelne der rechtlichen Unsicherheiten, unter denen einige Segmente der Märkte für derivative Instrumente litten, beseitigt werden. Die International Swap Dealers Association (ISDA) veröffentlichte ihre neue Rahmenvereinbarung, die die Rechte und Pflichten von Swapgeschäftsparteien bei einem Ausfall klärt. In den USA kam es – im Zusammenhang mit der Erneuerung der Aufsichtsbefugnisse der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) durch den Kongreß – zu einem Streit darüber, ob ein Swap als Futureskontrakt anzusehen ist und somit an den organisierten Börsen gehandelt und der entsprechenden Aufsicht unterstellt werden sollte. Eine – letztlich nicht getroffene – Regelung, daß Swaps als Futureskontrakte zu definieren seien, hätte jedoch die Rechtmäßigkeit und Durchsetzbarkeit von Swaps mit US-Gegenparteien in Frage gestellt. Damit wäre eine ähnliche Situation entstanden wie nach dem britischen Urteil, das die von britischen Kommunalbehörden eingegangenen Swapgeschäfte für nichtig erklärte, es wäre jedoch ein viel größerer Teil des Swapmarktes betroffen gewesen.

Äußerungen des Interesses an den florierenden außerbörslichen Märkten von seiten der Aufsichtsbehörden vervielfachten sich im vergangenen Jahr; sie ergaben sich aus einer Reihe von Untersuchungen über die mit diesem Geschäft verbundenen Risiken oder veranlaßten erst solche Studien. Keine dieser Studien bestritt den Wert der derivativen Instrumente für Zwecke der Risikoabsicherung, vielmehr konzentrierte sich die Besorgnis der Aufsichtsinstanzen auf vier Bereiche: die Angemessenheit des Risikomanagements auf der Stufe der einzelnen Firmen, die Liquiditäts- und sonstigen Annahmen als Ausgangsbasis für Preisgestaltung und Handel von derivativen Produkten, die von den Derivativen geförderten immer stärkeren Verknüpfungen zwischen den Märkten und



die mangelnde Transparenz der Märkte für derivative Instrumente selbst. Wie berechtigt einige dieser Sorgen sind, zeigte sich an den Schwierigkeiten, die zur Zeit der Krise im EWS-Wechselkursmechanismus an den Märkten für Optionen und optionsbezogene Devisen- und Zinsinstrumente auftraten. Zahlreiche Optionskontrakte auf EWS-Kreuzparitäten wurden zu oder außerhalb von den Limitkursen des Wechselkursmechanismus abgeschlossen, als die Währungen sich noch innerhalb ihres Kursbands bewegten. Solange die Leitkurse als tragfähig galten, wurde eine Absicherung seitens der Stillhalter von Optionen als unnötig angesehen. Als jedoch die Unsicherheit über die Glaubwürdigkeit der Leitkurse wuchs, wurden diese Positionen plötzlich zu Risikoengagements. Dies löste hektische Absicherungsbemühungen aus, wodurch die attackierten Währungen noch stärker unter Druck gerieten. Preisgestaltung und Absicherung von Optionen wurden immer schwieriger, da die größere Volatilität der zugrundeliegenden Kurse die Preisgestaltungsmodelle obsolet werden ließ und sich die Liquidität an den Geldmärkten der geschwächten Währungen verknappte. Dies vergrößerte die implizite Volatilität und die Spannen am Markt für Währungsoptionen und brachte den Handel während fast des ganzen Monats September zum Stillstand. Die Interventionen der Zentralbanken ermöglichten es zwar einigen Stillhaltern von Optionen, ihre Positionen zu decken, doch andere erlitten durch die darauffolgenden Abwertungen beträchtliche Verluste.

... und durch die EWS-Krise verstärkte Besorgnis

Es gibt Anzeichen dafür, daß die Turbulenzen viele Marktteilnehmer veranlaßten, ihre Preisgestaltungsmodelle und ihr Risikomanagement zu überprüfen und ihre Präsenz an oft stark konzentrierten Märkten neu zu beurteilen. Die von den Turbulenzen am härtesten getroffenen Marktsegmente verzeichneten seither Geschäftseinbußen, und die Spreads, die sich während der Krise stark ausweiteten, blieben groß.

## Gold

Trotz einer deutlich höheren Nachfrage in Asien sank der Goldpreis im vergangenen Jahr erneut. Die Käufe für industrielle und ähnliche Zwecke, vor allem für die Schmuckherstellung, überstiegen die westlichen Fördermengen noch mehr als 1991. Durch umfangreiche Abgaben von Währungsgold und verschiedene goldbezogene Finanztransaktionen erhöhte sich das Angebot, während die Nettoabsorption durch andere Länder, insbesondere China, die auf den westlichen Märkten verfügbaren Mengen verminderten.

Glanzlose Preisentwicklung

Die Minenförderung in den westlichen Ländern erhöhte sich um 3,7%, verglichen mit 1,7% 1991. Die Erhöhung verteilte sich breit, mit größeren Fördermengen sowohl in den neuen, kostengünstigeren Minenregionen als auch in Südafrika und den USA. Die Umkehrung des Abwärtstrends im größten Produzentenland der Welt läßt sich dem Wertverlust des Rand gegenüber dem US-Dollar und einigen bescheidenen Produktivitätsverbesserungen zuschreiben; beides förderte die Rentabilität der Gewinnung. Das Nettoangebot aus goldbezogenen Transaktionen erhöhte das Marktangebot um schätzungsweise 150 Tonnen.

Erhöhte Minenförderung ...

Die Informationen über Goldtransaktionen in Rußland und China sind nach wie vor lückenhaft. Immerhin weisen die verfügbaren Daten darauf hin, daß die

Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)					
Position	1988	1989	1990	1991	1992
	Tonnen				
Goldgewinnung der westlichen Welt <sup>1</sup>	1 550	1 680	1 745	1 775	1 840
<i>Südafrika</i>	621	608	605	601	614
<i>USA</i>	201	266	294	294	322
<i>Australien</i>	157	204	243	236	240
<i>Kanada</i>	135	160	167	177	157
<i>Brasilien</i>	102	101	84	79	77
<i>Papua-Neuguinea</i>	37	34	34	61	71
<i>Chile</i>	27	29	33	33	40
<i>Indonesien</i>	12	11	13	18	40
<i>Andere</i>	258	267	272	276	279
Veränderung der offiziellen Goldbestände <sup>2</sup>	−175	175	35	70	320
Nettoangebot aus Finanztransaktionen <sup>1,3</sup>	330	140	240	40	150
Andere Anbieter <sup>4</sup>	260	300	350	250	−100
Insgesamt (= geschätzte nichtmonetäre Verwendung)	1 965	2 295	2 370	2 135	2 210
<i>Nachrichtlich:</i>	Jahresdurchschnitt in US-Dollar je Unze				
<i>Goldpreis</i>					
<i>zu jeweiligen US-Dollars</i>	437	381	384	362	344
<i>zu konstanten US-Dollars<sup>5</sup></i>	99	82	79	71	66

<sup>1</sup> Gemäß Veröffentlichung der Gold Fields Mineral Services Ltd. (London). <sup>2</sup> Gemäß Meldung an den IWF; − = Zunahme der offiziellen Bestände. <sup>3</sup> Einschl. Goldausleihungen, Terminverkäufen und Optionsabsicherung. <sup>4</sup> Den westlichen Ländern von der ehemaligen Sowjetunion, China und einigen kleineren Förderländern gelieferte Nettomenge. <sup>5</sup> Deflationiert mit dem Index der US-Verbraucherpreise (1953 = 100).

... durch Nettoabsorption Chinas aufgewogen

Beträchtliche Verkäufe von Währungsgold

ehemalige Sowjetunion den westlichen Märkten weiterhin bedeutende Mengen lieferte, trotz Produktionsschwierigkeiten und einer gemeldeten Erhöhung der Währungsgoldbestände. Dagegen scheint es, daß China sehr viel mehr Gold absorbierte, als dem Markt von der ehemaligen Sowjetunion geliefert wurde. Obschon die Förderung in China weiter gesteigert wurde, stärkten das kräftige Wirtschaftswachstum, ein größer werdender Inflationsdruck und ein völliger Mangel an Finanzaktiva mit einer positiven realen Rendite die Nachfrage in diesem Land.

Der Nettowährungsgoldbestand nahm 1992 um 320 Tonnen ab; dies ist der größte Rückgang seit 1979. Ein großer Teil dieses Rückgangs war die Folge des Verkaufs von 202 Tonnen durch Belgien im Juni. Da jedoch ein Teil des Goldes, das Gegenstand von Swapgeschäften mit dem EFWZ gewesen war, zurückkehrte, sanken die Bestände dieses Landes nicht um den vollen Betrag seiner Verkäufe. Die zweitgrößte Abnahme war jene der Reserven Kanadas um 94 Tonnen; zum Jahresende betrugen die kanadischen Goldreserven noch 309 Tonnen (verglichen mit 630 Tonnen vor zehn Jahren). Die gesamten Bestände an Währungsgold nahmen in den ersten Monaten von 1993 weiter ab,



was vor allem auf die Abwicklung von Terminverkäufen von 400 Tonnen im November zurückzuführen war, die die niederländische Zentralbank abgeschlossen hatte.

Die nichtstaatliche Nachfrage nach Gold war 1992 insgesamt stärker, vor allem aufgrund gesteigerter Käufe in Asien. Abgesehen davon, daß sie zu einem geringfügigen und kurzfristigen Anstieg des Goldpreises im Juli und erneut im September beitrugen, verstärkten die beträchtlichen Turbulenzen an den Devisenmärkten die Attraktivität des Goldes kaum. Selbst als die Turbulenzen am stärksten waren, wurde das Gold in einer recht engen Bandbreite gehandelt. Die Preisvolatilität von Tag zu Tag nahm 1992 sogar weiter ab; die Standardabweichung der täglichen prozentualen Veränderung der Notierungen fiel auf nur noch 0,49, von dem schon tiefen Wert von 0,70 ein Jahr zuvor.

1992 geringe  
Preisvolatilität

Im ersten Quartal 1993 verharrten die Preise in einer engen Handelsbandbreite von \$ 326–338. Im folgenden trieben jedoch vielbeachtete Transaktionen einiger prominenter Anleger, eine kräftige laufende Verbrauchsnachfrage und erneutes Anlageinteresse den Preis Mitte Mai plötzlich auf fast \$ 382, den höchsten Stand seit 28 Monaten.

## VI. Geldpolitik: Binnenwirtschaftliche und außenwirtschaftliche Aspekte

### Schwerpunkte

Vor dem Hintergrund der sich ausbreitenden Rezession und der Währungsturbulenzen in Europa wurde die Geldpolitik im vergangenen Jahr in vielen Industrieländern gelockert, wenn sich auch die Zeitpunkte und die Umstände unterschieden. In den USA und in Japan wurden die kurzfristigen Zinssätze in dem Bemühen um eine Unterstützung des Wirtschaftswachstums weiter gesenkt; in Deutschland wurden sie beginnend im September herabgeschleust. In vielen europäischen Ländern wurde die Geldpolitik von Mitte 1992 an gestrafft, um Wechselkursbindungen abzustützen, und anschließend mit unterschiedlichem Tempo wieder gelockert.

In einigen europäischen Ländern sahen sich die Währungsbehörden mit ernststen Zielkonflikten konfrontiert. Auf der einen Seite wollten sie an ihrem mittelfristig ausgerichteten geldpolitischen Konzept festhalten, das dazu dient, den Wechselkurs stabil und die Inflation unter Kontrolle zu halten. Auf der anderen Seite wurden ihre Optionen durch die Schuldenlast des privaten Sektors sowie die Schwäche der Produktion und Beschäftigung zunehmend eingengt. In einer Reihe von Ländern führten Abwertungen oder Wechselkursfreigaben dazu, daß Zwischenzielgrößen geändert wurden oder für die Geldpolitik an Bedeutung verloren. In einigen Ländern ist man jetzt bemüht, die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik wiederherzustellen, indem man sie auf geänderte Wechselkursniveaus oder auf andere Anker zu gründen sucht, seien es monetäre Aggregate oder explizite Inflationsziele. Man muß sehen, wie erfolgreich die verschiedenen neuen Ansätze sein werden.

Die europäischen Währungsbehörden reagierten auf den Druck, dem ihre Währungen im Laufe des Jahres ausgesetzt waren, mit beträchtlichen Devisenmarktinterventionen und – in unterschiedlichem Ausmaß – mit Zinserhöhungen. Umfangreiche Interventionen an den Devisenmärkten erschwerten die Geldpolitik sowohl in Ländern, die Kapitalzuflüsse erfuhren, als auch in solchen, aus denen Kapital abfloß. Die Entwicklungen des vergangenen Jahres zeigten eindeutig, daß die Möglichkeit des Festhaltens an bestehenden Wechselkursbindungen vornehmlich von der Bereitschaft und Fähigkeit der verantwortlichen Instanzen abhängt, die Geldmarktsätze selbst dann anzuheben, wenn dies binnenwirtschaftlichen Überlegungen widerspricht. Die Erfahrungen verschiedener Länder deuten darauf hin, daß bei Zielkonflikten die Antwort auf die Frage, ob man an seinem Wechselkursziel festzuhalten vermag, zum großen Teil davon abhängt, über welche Instrumente man verfügt und wie die entscheidenden inländischen Kreditkosten auf Veränderungen von Geldmarktsätzen reagieren. Letztlich jedoch geriet der Vorsatz mehrerer Währungsbehörden, bei einer sich dramatisch wandelnden Marktverfassung einen anhaltenden Zinsanstieg



hinzunehmen, ins Wanken, weil die Kosten, um mit Wechselkursverzerrungen und divergierenden konjunkturellen Bedingungen fertig zu werden, ohne Wechselkursanpassung zu hoch wurden.

## Ziele der Geldpolitik und Indikatoren ihrer Ausrichtung

Die in den letzten Jahren aufgetretenen Schwierigkeiten bei der Verwendung monetärer Aggregate als geldpolitisches Zwischenziel haben in den USA, Japan, Australien und einigen anderen Ländern zu einer Geldpolitik geführt, die auf einem breiten Spektrum von Indikatoren basiert. In einer Reihe von Ländern hatten die Probleme ihre Ursache zunächst hauptsächlich in den direkten Auswirkungen der Deregulierung und Innovation im Finanzsektor auf die Vorhersehbarkeit der Geldnachfrage und die Art und Weise, wie die monetären Aggregate auf die Zinspolitik reagierten. In jüngster Zeit beeinträchtigten Probleme von Einlageninstituten in den USA sowie starke Preisschwankungen von realen Vermögenswerten in Japan und einigen europäischen Ländern die Eignung monetärer Aggregate als Frühindikatoren für Inflation und Produktion. Mehrere Zentralbanken haben in den letzten Jahren zunehmend größeres Gewicht auf das eigentliche Ziel der Preisstabilität gelegt, da sie sich außerstande sahen, ihre Politik primär anhand der Entwicklung der monetären Aggregate zu erklären. In Kanada und Neuseeland wurde die angestrebte Reduzierung der Inflation mit konkreten Zielvorgaben bekanntgemacht. Auch in Großbritannien, Schweden und Finnland wurden quantifizierte Inflationsziele veröffentlicht, nachdem diese Länder ihre Wechselkursbindungen im vergangenen Jahr ausgesetzt hatten.

Da die Preisbildung an den Güter- und Arbeitsmärkten nicht sofort auf Änderungen der monetären Bedingungen reagiert, kann die Geldpolitik kurzfristig einen direkten Einfluß auf die Produktion haben. Das Potential für solche Effekte – und damit die Ausrichtung der Geldpolitik – wird oft anhand der Entwicklungen kurzfristiger Zinssätze beurteilt. Je nach der Größe und Offenheit der Volkswirtschaft sind bei der Beurteilung der potentiellen Wirkung der Geldpolitik auch Wechselkurseffekte zu berücksichtigen, denn der Wechselkurs stellt einen wichtigen Kanal dar, über den die Geldpolitik die gesamtwirtschaftliche Nachfrage beeinflusst. In den Industrieländern mit seit langem frei schwankenden Wechselkursen – USA, Kanada, Schweiz und Australien – wurde der Kurs der Geldpolitik, wie er in den Entwicklungen der kurzfristigen Zinssätze und des Wechselkurses zum Ausdruck kommt, im vergangenen Jahr weiter gelockert. In mehreren dieser Länder wurde der Einfluß monetärer Anstöße auf die Wirtschaftsaktivität allerdings weiterhin durch die verzögerte Reaktion anderer Zinssätze auf Rückgänge der kurzfristigen Geldmarktsätze abgeschwächt.

In den meisten europäischen Ländern hatten sich Wechselkursfestsetzungen für einige Jahre als nützlich erwiesen, um eine Konvergenz der Inflationsraten zu erreichen. In Deutschland ist die Zinspolitik über viele Jahre hinweg dazu eingesetzt worden, dem heimischen Inflationsdruck zu begegnen, wobei Geldmengenziele weiterhin eine erhebliche Rolle bei den geldpolitischen Entscheidungen spielten. Das hatte zur Folge, daß die kurzfristigen Geldmarktsätze bis Mitte September 1992 anstiegen. In anderen europäischen Ländern wurde

Geldpolitik auf der Basis eines breiten Indikatorenpektrums ...

... im vergangenen Jahr weiter gelockert

Wechselkursziele und Ausrichtung der Geldpolitik in europäischen Ländern

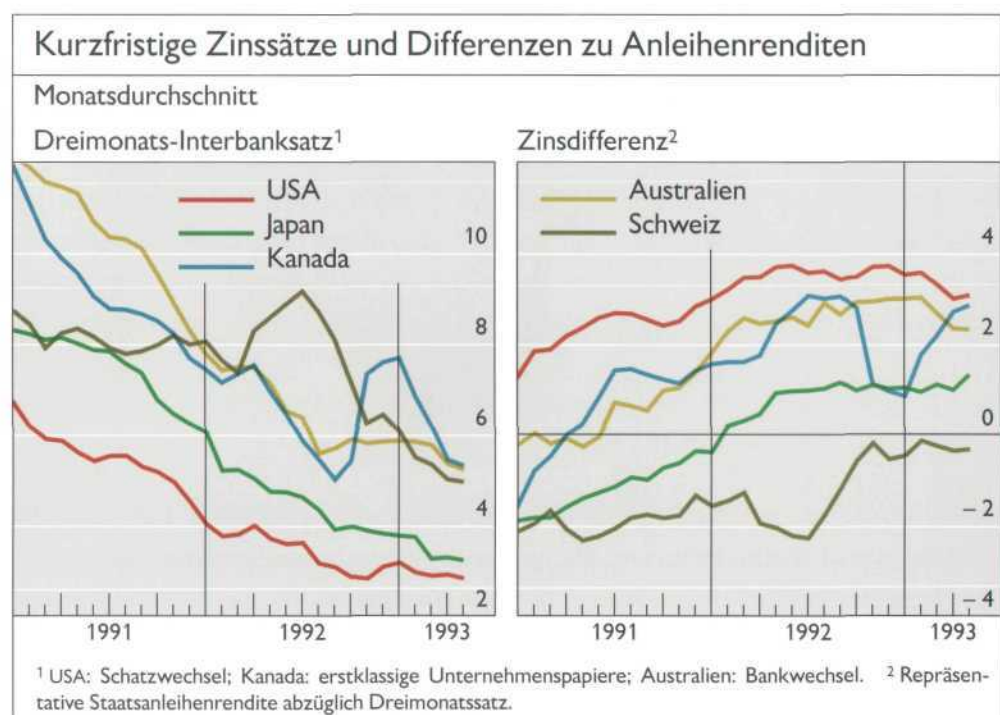
der Kurs der Geldpolitik in hohem Maße von den bestehenden Wechselkursverpflichtungen bestimmt. In den meisten dieser Länder wurde die Geldpolitik im letzten Jahr wesentlich von der Devisenmarktkrise im September beeinflusst. Als die Verteidigung der Wechselkursfestsetzungen Erhöhungen der Geldmarktsätze erforderte, spitzten sich die Konflikte mit den kurzfristigen wirtschaftspolitischen Zielsetzungen im Inland zu. Dies war insbesondere in Großbritannien, Schweden, Italien und Irland der Fall. Die schrittweise Lockerung der deutschen Geldpolitik nach Mitte September ermöglichte anschließend Senkungen der kurzfristigen Zinssätze in einer Reihe von Ländern, die im EWS-Wechselkursmechanismus verblieben. In Ländern, die ihre Währungen im vergangenen Jahr freigaben, wurden nach der Aussetzung der Wechselkursfixierung die kurzfristigen Zinssätze in unterschiedlichem Umfang gesenkt, wobei die meisten der Währungen eine beträchtliche Abwertung erfuhr.

### Geldpolitik in Ländern mit seit langem frei schwankenden Wechselkursen

In den USA, Japan, Kanada und Australien ließen die Zentralbanken die kurzfristigen Zinssätze angesichts der Wirtschaftsschwäche seit einiger Zeit erheblich sinken. In Kanada und Australien kam es zu einem bemerkenswerten Rückgang der Inflation. Zwischen Anfang 1992 und Frühjahr 1993 wurden die kurzfristigen Zinssätze in allen diesen Ländern sowie in der Schweiz per saldo weiter zurückgeführt.

Zinspolitische Lockerung in den USA...

Eine weitere deutliche Lockerung der Zinspolitik in den USA gegen Ende 1991 brachte den Tagesgeldsatz auf ungefähr 4%, verglichen mit der Spitze von nahezu 10% im April 1989. Angesichts der beträchtlichen Unterauslastung





der Kapazitäten und der finanziellen Hemmnisse für die Wirtschaftserholung erachtete das Federal Reserve System unbeschadet der bekannten Wirkungsverzögerungen der Geldpolitik eine Beschleunigung des Tempos der wirtschaftlichen Erholung als vereinbar mit weiteren Fortschritten in Richtung Preisstabilität. Als sich abzeichnete, daß die erfolgte Lockerung die Wirtschaftsaktivität noch nicht in dem erwarteten Ausmaß stimuliert hatte, senkte die Federal Reserve den Tagesgeldsatz in drei Schritten auf etwa 3% im September 1992. Der amtliche Diskontsatz lag seit Juli mit 3% auf dem niedrigsten Stand seit 1963.

Auch die Bank of Japan war bestrebt, eine wirtschaftliche Erholung und eine Verbesserung der Bilanzpositionen im privaten Sektor durch Unterstützung von Rückgängen der kurzfristigen Marktzinssätze zu erleichtern. Sie senkte ihren Diskontsatz schrittweise von 6% im Juni 1991 auf 2½% im Februar 1993; dieses Niveau war zuvor nur im Zeitraum von 1987 bis 1989 erreicht worden. Die von der Regierung zwischen August 1992 und April 1993 angekündigten expansiven finanzpolitischen Maßnahmen trugen wohl dazu bei, die der Geldpolitik auferlegte Last in einem Maße zu reduzieren, wie es in den meisten anderen Ländern aufgrund finanzpolitischer Zwänge ausgeschlossen ist.

... Japan ...

In Kanada wurden die kurzfristigen Zinssätze angesichts der tiefen Rezession und der offensichtlich erreichbaren veröffentlichten Inflationsziele zwischen März und August 1992 den niedrigeren vergleichbaren US-Zinssätzen angenähert. Stark erhöht wurden die kurzfristigen Zinssätze, als der kanadische Dollar – im September im Zusammenhang mit dem Verfassungsreferendum sowie im November unter dem Einfluß der Besorgnis über das Budgetdefizit und die finanziellen Probleme einiger großer kanadischer Unternehmen – unter schweren Abwärtsdruck geriet. Als der Druck Anfang 1993 nachließ, wurden die Geldmarktsätze gesenkt. In Australien wurden die kurzfristigen Zinssätze von Januar 1990 bis Juli 1992 kräftig herabgesetzt, und der gewogene Außenwert des australischen Dollars schwächte sich beträchtlich ab. Die Tagesgeldsätze blieben anschließend unverändert, bis sie im März 1993 von 5¾% auf 5½% zurückgenommen wurden.

... Kanada ...

... Australien ...

In der Schweiz mußten die kurzfristigen Zinssätze Anfang 1992 erhöht werden, um einer ausgeprägten Schwächung des Schweizer Frankens gegenüber der D-Mark zu begegnen; sie wurden aber deutlich gesenkt, als sich die Währung anschließend im Gefolge der Krise im EWS-Wechselkursmechanismus befestigte.

... und der Schweiz

#### *Entwicklungen der Geldmengen*

Die ungewöhnlich schwache Erholung der Wirtschaftsaktivität in Nordamerika und die Rezession in Japan warfen weiterhin Fragen auf über den Einfluß finanzieller Engpässe und die Wirksamkeit der Geldpolitik bezüglich der Stimulierung der Produktion. Während einige Beobachter argumentierten, daß das im vergangenen Jahr in den USA verzeichnete schnelle Wachstum von M1 ein Wiederaufleben der Inflation ankündigen könnte, meinten andere, daß das langsame Wachstum der Bankkredite und der weitgefaßten Geldmengenaggregate in den USA und in Japan einen Bedarf an stärkerer monetärer Belebung anzeige.

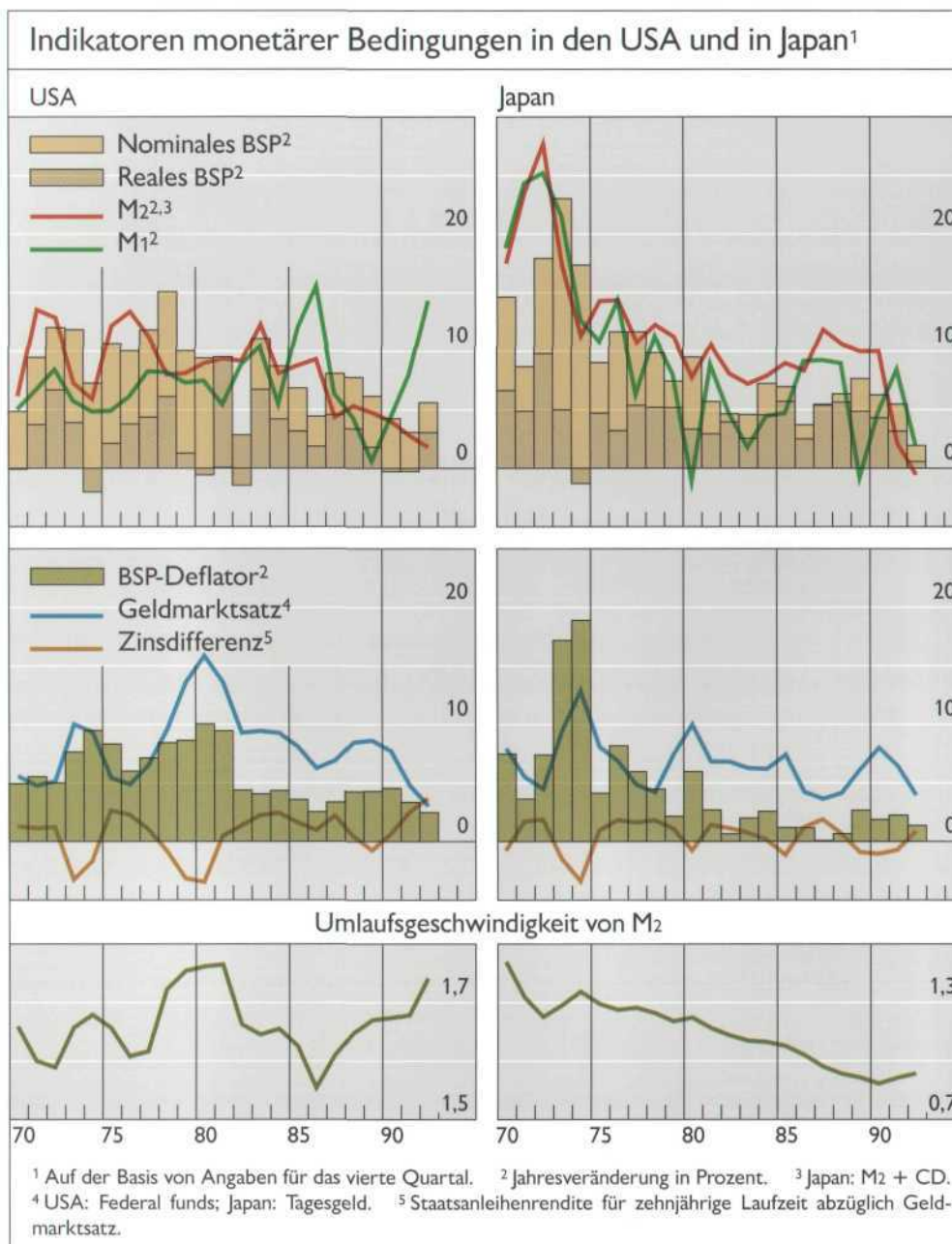
Veröffentlichte Zielvorgaben der Geldpolitik							
		USA			Japan	Schweiz	Kanada
		M2	M3	TDNS	M2+CD	NBG	CP
		Veränderung viertes Quartal gegen viertes Quartal des Vorjahres in Prozent <sup>1</sup>					
1992	Zielvorgabe <sup>2</sup>	2½–6½	1–5	4½–8½	ca. 0	–0,6	2–4
	Ergebnis	1,8	0,3	4,9	–0,5	–1,0	2,1
1993	Zielvorgabe <sup>2</sup>	2–6	½–4½	4½–8½	<1 <sup>3</sup>	1,0	1½–3½
Anmerkung: TDNS = gesamte Inlandsverschuldung der nichtfinanziellen Sektoren; NBG = Notenbankgeldmenge; CP = Verbraucherpreise.							
<sup>1</sup> Kanada: Dezember gegen Dezember des Vorjahres für 1992, Zwölfmonatszeitraum bis Juni 1994 für 1993. <sup>2</sup> TDNS in den USA: nur angestrebter Bereich; M2+CD in Japan und NBG in der Schweiz: nur Projektion. Der Wert für die Schweiz für 1993 ist nur eine mittelfristige Norm. <sup>3</sup> Zweites Quartal gegen zweites Quartal des Vorjahres.							
Quelle: Angaben der einzelnen Länder.							

Gründe für  
Wachstums-  
schwäche von  
M2 in den  
USA ...

Tatsächlich vertrauen die Zentralbanken in diesen Ländern nicht mehr nur auf ein einziges Aggregat als hauptsächliche Richtschnur für die Geldpolitik.

In den vergangenen zwei Jahren ließ das schwache Wachstum von M2 in den USA und von M2+CD in Japan Entwicklungen beim Kreditangebot und bei der Kreditnachfrage erkennen, die die Schwäche der Wirtschaft widerspiegeln. Allerdings haben sich die Nachfragebeziehungen für diese Aggregate fundamental verändert, wie es in dem ungewöhnlichen Anstieg der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes bei gleichzeitig fallenden kurzfristigen Zinssätzen im letzten Jahr zum Ausdruck kommt. In den USA, wo der Gegensatz zu bisherigen Erfahrungen besonders auffallend war, dürfte die Erklärung teilweise darin zu finden sein, daß der Abstand zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinssätzen größer war als je zuvor. Gleichwohl wiesen neue Aggregate, in die die Anteile der Nichtbanken an Aktien- und Anleiheinvestmentfonds einbezogen worden waren – die 1991 und 1992 stark zunahmen –, keine stabile Beziehung zu Preisen und Produktion auf. Vielmehr spiegelte der mit der Zinsrückbildung einhergehende unerwartete Anstieg der Umlaufgeschwindigkeit von M2 zum einen das Tempo wider, mit dem Banken ihre Einlagenzinssätze in Reaktion auf die fallenden Marktsätze senkten. Zum anderen kam darin eine Neigung der privaten Haushalte zum Ausdruck, Mittel, die anderenfalls vielleicht in M2-Komponenten gehalten worden wären, zur Rückzahlung von Krediten zu verwenden, nachdem die Banken Schritte unternommen hatten, um die Spanne zwischen ihren Kredit- und Einlagenzinssätzen auszuweiten. Die Änderung der Umlaufgeschwindigkeit der Geldmenge ist daher in großem Maße der Reaktion von Einlageninstituten auf Verluste im Kreditgeschäft zuzuschreiben, die einen Rückgang ihres Anteils an der gesamten Mittelaufnahme und Mittelvergabe an den Finanzmärkten zur Folge hatte. Da die Beziehung zwischen dem Wachstum von M2 und dem Nominaleinkommen eine deutliche Wandlung zu erfahren schien, war die Geldpolitik im letzten Jahr nicht darauf ausgerichtet, das M2-Wachstum von einer Unterschreitung der Untergrenze des offiziellen Zielkorridors abzuhalten. Da nach der Ansicht der Federal Reserve die Sondereinflüsse auf die Umlaufgeschwindigkeit in der nächsten Zeit – wenn auch mit abnehmender





Intensität – wahrscheinlich anhalten würden, senkte sie die Geldmengenzielkorridore für 1993, betonte aber, daß dies keine Änderung der Politik bedeute.

Der Rückgang von M<sub>2</sub>+CD in Japan 1992, nach einem sehr langsamen Wachstum 1991, spiegelte zu einem Teil die Umkehrung einer vorangegangenen zinsbedingten Ansammlung von Termineinlagen des Unternehmenssektors wider, die durch Bankkredite finanziert worden war, sowie Umschichtungen zwischen Einlagen bei Banken und im Postsystem. Die Bank of Japan schrieb allgemein den Anstieg der Umlaufgeschwindigkeit von M<sub>2</sub>+CD teilweise den verminderten Bemühungen der Banken zu, ihre Kredite und Einlagen auszuweiten, und teilweise den Auswirkungen der starken Preisschwankungen bei realen Vermögenswerten auf die Nachfrage nach Einlagen sowohl für Transaktionszwecke als auch zur Vermögenshaltung. Die in den letzten Jahren größer gewordene Reagibilität der deregulierten Einlagenzinssätze gegenüber Verän-

... und M<sub>2</sub>+CD  
in Japan

derungen von Marktsätzen hat es schwieriger gemacht, die Geldmenge zu kontrollieren.

Die von der schwachen Ausweitung der traditionellen Geldmengen ausgehenden irreführenden Signale machten es für die Zentralbanken noch schwerer zu erklären, weshalb die Geldpolitik in einer Rezession nicht mehr gelockert wurde. Doch die Schwierigkeiten, denen sich die Zentralbanken bei der Rechtfertigung ihrer Politik gegenübersehen, werden voraussichtlich sogar noch zunehmen, sobald eine Stärkung der Wirtschaftstätigkeit nach Zinserhöhungen verlangt, sofern es dann nicht möglich sein wird, auf monetäre Aggregate zu verweisen, deren Entwicklung die Notwendigkeit einer geldpolitischen Straffung unterstreicht.

#### *Entwicklungen an den Kreditmärkten*

Finanzielle  
Hemmnisse für  
Wirtschafts-  
erholung in  
den USA ...

In den USA traten gegen Ende letzten Jahres Anzeichen dafür auf, daß die finanziellen Hemmnisse für das Wirtschaftswachstum abnahmen. Erhebungen der Federal Reserve deuteten darauf hin, daß die Anforderungen für Bankausleihungen nicht weiter verschärft und in einigen Fällen gelockert wurden. Die Abstände zwischen den Zinssätzen für Bankkredite und dem Tagesgeldsatz blieben indes ungewöhnlich groß. Immerhin hatten die breiten Zinsspannen die Gewinne der Banken aufgepolstert und damit ihre Mittelbeschaffung an den Eigen- und Fremdkapitalmärkten erleichtert. In den zurückliegenden zwei Jahren, in denen die Ausweitung von Bankkrediten schwach war, erwarben die Banken in erheblichem Umfang Staatspapiere; eine ähnliche Aufstockung ihres Wertpapierportfolios hatte es in einigen vorangegangenen Rezessionen gegeben. Die Banken scheinen jetzt gut gerüstet zu sein, um die private Kreditnachfrage zu befriedigen, wenn diese sich erholt. Im letzten Jahr hielten sich auch Lebensversicherungs- und Finanzierungsgesellschaften beim Angebot an Unternehmenskrediten zurück, weil sie bestrebt waren, die Struktur ihrer Bilanz zu verbessern. Allerdings hatten Schwierigkeiten von Pkw-Finanzierungsgesellschaften bei der Mittelbeschaffung keine Auswirkungen auf die Verfügbarkeit und die Kosten von Verbraucherkrediten; sie wurden durch eine stärkere Verbriefung von Konsumentendarlehen kompensiert. Die Finanzmärkte paßten sich den geschrumpften Aktivitäten der Einlageninstitute an; dies gilt insbesondere auf dem Gebiet der Hypothekarfinanzierung und milderte weiterhin etwaige Auswirkungen auf das verfügbare Finanzierungsvolumen. Höhere Aktien- und Anleihenkurse begünstigten hohe Emissionen durch Wirtschaftsunternehmen, die zum Teil zur Tilgung von Bankschulden verwendet wurden. Die auf das Einkommen bezogenen Verschuldungsquoten im Unternehmenssektor und bei den privaten Haushalten fielen, und die Schuldendienstlasten nahmen beträchtlich ab, worin sich auch der Zinsrückgang widerspiegelt.

... Japan, Kanada  
und Australien

Im vergangenen Jahr schwächte sich die Wirtschaftstätigkeit in Japan ab und blieb auch in Kanada und Australien schwach. In allen drei Ländern war der konjunkturelle Anpassungsprozeß durch Rückgänge bei den Preisen für Vermögenswerte gekennzeichnet, nachdem es hier zuvor zu starken Erhöhungen gekommen war, sowie durch eine schwache Kreditnachfrage, die mit bilanziellen Umstrukturierungen im Unternehmenssektor verbunden war. In Japan blieb die Verschuldung der privaten Haushalte trotz des Preisverfalls bei



Wachstum von Krediten und Wertpapierbeständen bei Banken <sup>1</sup>							
Land/Jahr	Insgesamt	Wertpapiere		Kredite			
		Staatspapiere	Übrige	Insgesamt	Unternehmenskredite	Immobilienkredite	Privatkredite
	Veränderung des Jahresendstands als Jahresrate in Prozent						
USA							
1975 (Rezession)	4,4	35,2	3,4	-0,5	-3,7	3,3	2,4
1981 (Rezession)	5,5	5,1	4,0	5,9	9,1	8,2	1,8
1983-89	8,9	7,4	1,3	10,2	7,5	14,9	9,9
1991	3,8	23,7	0,6	-0,2	-4,1	3,4	-4,3
1992	3,7	17,9	-1,9	0,4	-3,2	2,5	-2,3
Japan							
1975 (Rezession)	14,1	155,6	14,7	12,1	n.v.	n.v.	n.v.
1982 (Rezession) <sup>2</sup>	8,0	3,6	4,4	9,0	9,3	13,5	5,0
1983-89	10,0	8,8	9,9	10,1	6,8	21,8	15,0
1991	4,2	-8,2	5,3	5,0	3,2	4,4	6,1
1992	2,8	9,5	1,6	2,4	1,8	1,8	1,7

<sup>1</sup> USA: Geschäftsbanken; Japan: Einlageninstitute (die Aufgliederung der Kreditkategorien bezieht sich auf alle Banken). <sup>2</sup> Wachstumsrezession.  
Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

Vermögenswerten niedrig. Bilanzielle Anspannungen erfuhren vornehmlich Unternehmen im Immobiliensektor und Finanzinstitute. Außer bei den Immobiliendarlehen scheint die schwache Kreditnachfrage die Hauptursache für das sehr langsame Wachstum der Bankausleihungen 1992 gewesen zu sein. Dennoch haben die Auswirkungen von Aktienkursrückgängen auf die Bankbilanzen und das Problem notleidender Ausleihungen bei kleinen und mittelgroßen Banken die Frage aufgeworfen, ob durch eine geldpolitische Lockerung in naher Zukunft zu einer wirtschaftlichen Erholung deutlich beigetragen werden kann.

#### Langfristige Zinssätze und Wechselkurse

Bei der Senkung kurzfristiger Zinssätze beachteten die Zentralbanken sehr genau deren Beziehung zu den laufenden Preissteigerungsraten und den langfristigen Zinssätzen. In der Beziehung zwischen kurzfristigen Zinsen und Teuerung wurde vor allem ein Indikator für den potentiellen expansiven Impuls der Geldpolitik auf die Wirtschaftsaktivität und die Vermögenspreise gesehen. Das Verhältnis zwischen kurz- und langfristigen Zinsen konnte einen Hinweis darauf geben, wie die Märkte die zukünftige Inflationsentwicklung unter dem Einfluß der Geldpolitik einschätzten. Es konnte als Einschränkung des Spielraums wie auch der Wirksamkeit der Geldpolitik betrachtet werden.

In den USA wurden die realen kurzfristigen Zinssätze nicht in dem Maße negativ, wie dies in vorangegangenen Rezessionen der Fall gewesen war, während in Japan, Kanada und Australien die realen kurzfristigen Zinssätze positiv blieben. In den USA fielen die Anleihenrenditen Anfang 1993 als Reaktion auf die Haushaltskonsolidierungsprogramme der neuen Regierung deutlich, gleichwohl lagen sie nach wie vor weit über den Geldmarktsätzen, worin sich ver-

Einschränkungen bei Spielraum und Wirksamkeit der Geldpolitik aufgrund von ...

... Reaktionen langfristiger Zinsen ...

mutlich anhaltende Besorgnis sowohl über das Budget als auch über die Inflation spiegelte. Angesichts der Bedeutung der langfristigen Zinssätze für den Prozeß der finanziellen Umstrukturierung und für andere geldpolitische Transmissionsmechanismen reduzierte die begrenzte Reaktion der Anleihenrenditen auf Rückgänge kurzfristiger Zinssätze im Zeitraum 1989–92 insgesamt betrachtet die Wirksamkeit monetärer Impulse. Eine ungewöhnlich große Differenz zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinsen zeigt sich in Australien und konnte auch in Kanada beobachtet werden, bevor die kurzfristigen Zinssätze gegen Ende 1992 stiegen. Daß die Zinsdifferenz in Japan kleiner blieb, spiegelt vermutlich in erster Linie niedrige Inflationserwartungen wider. Es kann als ein Maß des Vertrauens in die Geldpolitik und als hilfreich bei der Verstärkung der Wirkung geldpolitischer Anstöße angesehen werden.

... und flexibler  
Wechselkurse

In Kanada, Australien und der Schweiz begrenzten Wechselkursrückgänge im vergangenen Jahr zeitweise den Spielraum für eine weitere geldpolitische Lockerung. Die Erfahrungen dieser Länder machen deutlich, daß die Geldpolitik in offenen Volkswirtschaften durch frei schwankende Wechselkurse nicht völlig von äußeren Zwängen befreit werden kann. In den USA wurden gelegentlich offizielle Devisenmarktinterventionen eingesetzt, um einem starken Druck am Devisenmarkt zu begegnen; jedoch scheinen die Wechselkursentwicklungen keinen wesentlichen Einfluß auf Zinsentscheidungen gehabt zu haben, auch wenn sie nicht unbeachtet blieben.

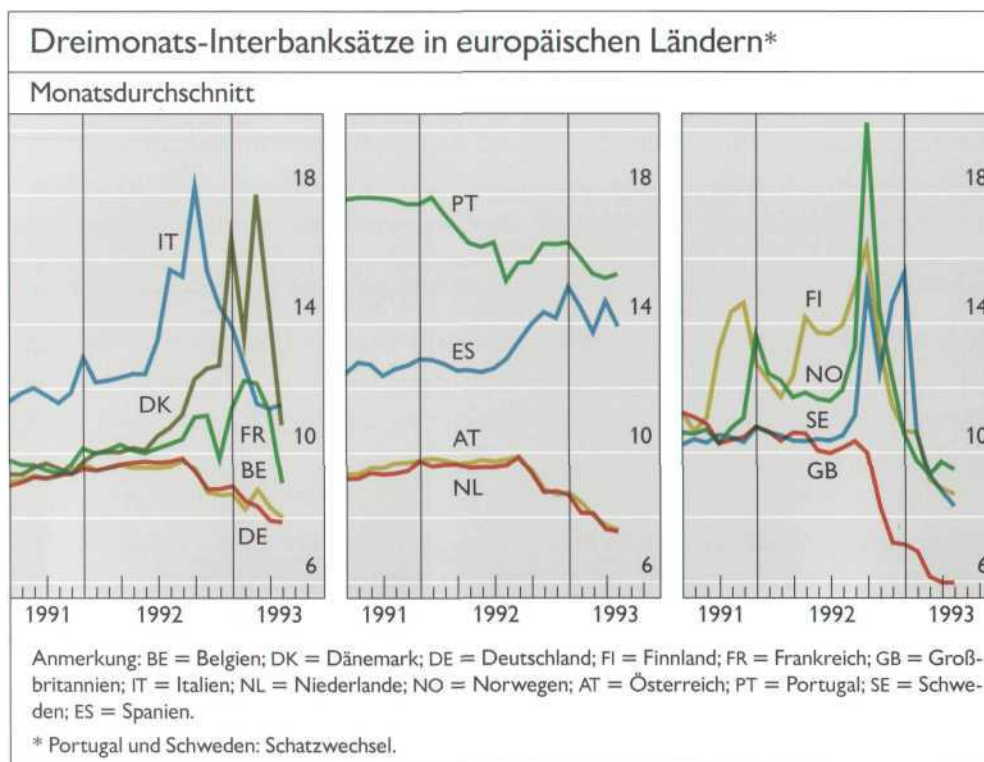
### Geldpolitik in Ländern mit Wechselkursbindungen

Reaktion der  
Geldpolitik in  
Deutschland auf  
Inflationsdruck

In Deutschland mußte die Geldpolitik im vergangenen Jahr einen starken Abschwung in der Produktion zur Kenntnis nehmen, aber auch eine zweite Runde hoher Lohnforderungen und langwierige Verhandlungen über Wege zur Reduzierung der öffentlichen Defizite. Mit dem Abklingen des Vereinigungsbooms ließ ab Frühjahr 1992 die Belastung der Produktionskapazitäten nach, aber der Inflationsdruck hielt an, und die Geldmenge und die Kreditaggregate weiteten sich nach wie vor schnell aus. Im Anschluß an eine Straffung der Geldpolitik um die Jahreswende 1991/92 fielen die langfristigen Zinssätze, aber die Geldmarktsätze rückten näher an den Lombardsatz von  $9\frac{3}{4}\%$  heran. Im Juli erhöhte die Bundesbank ihren Diskontsatz auf  $8\frac{3}{4}\%$ . Während der Krise im EWS-Wechselkursmechanismus senkte sie dann – angesichts des mit der Aufwertung der D-Mark verbundenen Effekts für den inländischen Preisauftrieb – ihre amtlich festgesetzten Zinssätze mit Wirkung vom 15. September um  $\frac{1}{4}$ – $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt. Die Marktsätze wurden weiter herabgeführt, wobei der Zinssatz für Wertpapierpensionsgeschäfte der Bundesbank im April 1993, nach einer Rücknahme des Lombardsatzes auf  $8\frac{1}{2}\%$ , bei  $7\frac{3}{4}\%$  angelangte. Die langfristigen Zinssätze gingen weiter zurück und standen im April 1993 bei etwa  $6\frac{1}{2}\%$ , verglichen mit 8% im August 1992 und über 9% auf ihrem Höhepunkt im Jahr 1990.

In Großbritannien setzten die kurzfristigen Zinssätze im Frühjahr 1992 ihren Rückgang fort, aber in Frankreich, Belgien, den Niederlanden und Österreich hielten sie weiterhin enge Fühlung mit den deutschen Geldmarktsätzen und blieben in anderen europäischen Ländern mit festen Wechselkursen auf





vergleichsweise höherem Niveau. Eine den Inflationsunterschied übersteigende kurzfristige Zinsdifferenz gegenüber der D-Mark verzeichneten Großbritannien, Schweden, Finnland und Norwegen, wo die Preissteigerungsraten rasch gefallen waren, sowie Frankreich, Belgien und Dänemark, wo die Verbraucherpreissteigerungen niedriger blieben als in Deutschland. In einer Reihe von Ländern wurde die Tatsache, daß Wechselkursbindungen wenig Spielraum ließen, um die Wirtschaftsschwäche bei Zinsentscheidungen in die Überlegungen einzubeziehen, mit wachsender Sorge betrachtet. In den meisten europäischen Ländern mit Wechselkursvereinbarungen sanken die langfristigen Zinsen um die Jahreswende 1991/92 in gleichem Maße wie die deutschen Anleihenrenditen oder noch schneller, was ein gewachsenes Marktvertrauen in die Stabilität der bestehenden Wechselkursrelationen erkennen ließ; im Frühjahr und Sommer erhöhten sie sich aber wieder.

Der Konflikt zwischen den Wachstums- und den Wechselkurszielen verschärfte sich von der Jahresmitte an, als dem Druck an den Devisenmärkten mit Erhöhungen kurzfristiger Zinsen begegnet wurde. Die Geldmarktsätze wurden mit Ausnahme von Deutschland, den Niederlanden und Belgien in allen Ländern des EWS-Wechselkursmechanismus sowie in den nordischen Staaten mit an die ECU gebundenen Währungen erhöht. In den Niederlanden, Belgien und Österreich wurden die kurzfristigen Zinssätze ab Mitte September weitgehend im Gleichlauf mit den deutschen Sätzen zurückgenommen; in Frankreich und Irland fielen sie im Frühjahr 1993 deutlich. In Dänemark dagegen lagen die Dreimonatssätze im April 1993 noch etwa so hoch wie Anfang September 1992. Das gleiche gilt für Spanien und Portugal, deren Leitkurse im EWS-Wechselkursmechanismus nach unten angepaßt worden waren. In Italien, Großbritan-

Zielkonflikte in anderen europäischen Ländern zwischen Produktion und Wechselkursen

Senkung kurzfristiger Zinsen in Ländern mit Aussetzung von Wechselkursbindungen

Veröffentlichte Zielvorgaben der Geldpolitik									
		Deutsch- land	Frank- reich	Italien	Spanien	Großbritannien			Schwe- den
		M3	M3	M2	ALP	M0	M4	RPIX	CP
		Veränderung viertes Quartal gegen viertes Quartal des Vorjahres in Prozent <sup>1</sup>							
1992	Ziel- vorgabe <sup>2</sup>	3½–5½	4–6	5–7	8–11	0–4	4–8	1–4	–
	Ergebnis	9,4	5,9	5,9	5,1	4,9	3,6	3,7	1,9
1993	Ziel- vorgabe <sup>2</sup>	4½–6½	4–6½	5–7	4½–7½	0–4	3–9	<2	1–3
Anmerkung: ALP = liquide Mittel in der Hand privater Nichtbanken; RPIX = Einzelhandelspreise ohne Hypothekarzinszahlungen; CP = Verbraucherpreise.									
<sup>1</sup> Spanien: Dezember gegen Dezember des Vorjahres; M0 und M4 in Großbritannien: Zwölfmonatszeitraum bis März des folgenden Jahres. <sup>2</sup> M0 und M4 in Großbritannien 1993: nur angestrebte Bereiche. Das für Großbritannien für 1993 angegebene Inflationsziel bezeichnet die langfristige Zielsetzung für Preisstabilität; die Angabe für Schweden ist eine ab 1995 geltende langfristige Zielsetzung.									
Quelle: Angaben der einzelnen Länder.									

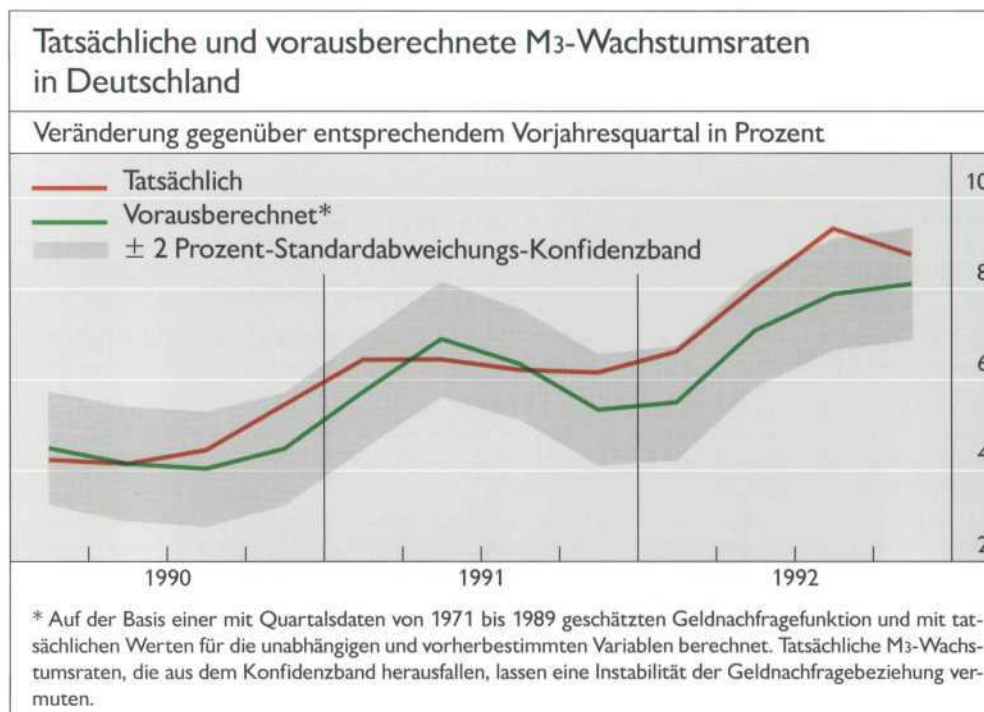
nien, Schweden, Norwegen und Finnland wurden die kurzfristigen Zinssätze nach der Aussetzung der Wechselkursbindungen in unterschiedlichem Umfang gesenkt, und die Währungen dieser Länder – mit Ausnahme Norwegens – werteten sich erheblich ab. In Italien lagen die Dreimonatssätze im April 1993 nur leicht unter dem Stand ein Jahr zuvor, in den anderen vier Ländern waren sie dagegen im Vorjahresvergleich erheblich gesunken.

In den europäischen Ländern spiegelten das Geldmengenwachstum und die Kreditausweitung im vergangenen Jahr den weitverbreiteten konjunkturellen Abschwung wider, trugen aber auch den Stempel der Devisenmarktkrise. In Deutschland kam es angesichts der sich abschwächenden Wirtschaftstätigkeit zu einer deutlichen Verlangsamung des Wachstums kurzfristiger Bankkredite an den privaten Sektor. Die mittel- und langfristigen Kredite dagegen, die mehr als drei Viertel der Gesamtheit ausmachen und in denen subventionierte Kredite in Ostdeutschland enthalten sind, expandierten mit nahezu 13% gegenüber einer durchschnittlichen Jahreswachstumsrate von weniger als 7% in den achtziger Jahren. Die Überschreitung der Zielvorgabe für das Wachstum von M3 spiegelt in gewissem Maße den Rückgang der langfristigen Zinsen wider, der es reizvoll erscheinen ließ, Mittel in kurzfristigen Einlagen anzulegen. Der für 1993 etwas höher festgesetzte Zielkorridor berücksichtigt insbesondere ein schnelleres Wachstum des Produktionspotentials in Ostdeutschland.

Im Verlauf von 1992 wurde die Stabilität der Nachfrage nach M3 in Deutschland weithin in Frage gestellt. Ökonometrische Schätzungen zur Beziehung zwischen Geld, Einkommen, Preisen und Zinsen hängen stets von der Auswahl der Variablen, der Referenzzeiträume und der ökonometrischen Methoden ab und lassen daher verschiedene Auslegungsmöglichkeiten zu. Dennoch wurde in der Vergangenheit allgemein akzeptiert, daß – im Unterschied zu Geldnachfragebeziehungen in vielen anderen Ländern – die Nachfrage nach M3 in Deutschland stabil war. Jüngst vorgenommene Untersuchungen lassen

Entwicklung von  
M3 in Deutsch-  
land





– vielleicht überraschenderweise – vermuten, daß dies immer noch der Fall ist. Wie die obenstehende Grafik veranschaulicht, befinden sich die tatsächlichen und die auf der Basis einer solchen Schätzung vorausberechneten M<sub>3</sub>-Wachstumsraten in einem bemerkenswerten Gleichlauf, ausgenommen das dritte Quartal 1992, als sich M<sub>3</sub> infolge spekulativer Kapitalzuflüsse stark ausweitete, die sich anschließend zum größten Teil umkehrten. Die hohe Wachstumsrate von M<sub>3</sub> im Zeitraum 1990–92 ist demnach wohl eher durch die Produktionsstärke in Westdeutschland aufgrund der Vereinigung und durch den nachhaltigen Preisdruck zu erklären als durch eine strukturelle Änderung der Geldnachfragebeziehung.

In Frankreich wurde die letztjährige Abschwächung bei den Bankkrediten an den privaten Sektor, teilweise eine Folge einer größeren Vorsicht bei den Banken gegenüber Ausleihungen an private Haushalte, bis zu einem gewissen Grad durch höhere Wertpapieremissionen ausgeglichen. Die gesamte Verschuldung der inländischen Nichtfinanzsektoren nahm 1992 mit 5½% in ähnlichem Ausmaß zu wie 1991. Das Wachstumstempo von M<sub>3</sub> beschleunigte sich und kam der Obergrenze des Zielkorridors nahe. In Italien trug zu dem Abschwung bei den Bankkrediten ein Anstieg der Marktzinssätze ab Juni bei, der sich rasch in den Kosten für Bankkredite niederschlug. Am Jahresende lag das Wachstum von Lira-Ausleihungen durch Finanzinstitute innerhalb des angestrebten Rahmens, den die Banca d'Italia im Oktober eingeführt hatte.

In mehreren nordischen Ländern spiegelten die Wachstumsraten der Bankkredite an den privaten Sektor die tiefe Rezession sowie Beschränkungen im Bankensektor wider, in Griechenland und Portugal blieben sie dagegen sehr hoch. In einigen Ländern wurde die Kreditnachfrage zweifellos durch Zinserhöhungen während der Währungskrise geschwächt. Aber gegen Ende des Jahres kam es in einer Reihe von Ländern zu einer starken Zunahme der Bankkredite,

Entwicklungen von Geldmengen und Krediten in anderen europäischen Ländern

Zunahme der Bankkredite an den privaten Sektor <sup>1</sup> Dezember gegen Dezember des Vorjahres in Prozent							
	Deutsch- land	Frank- reich	Italien	Belgien	Nieder- lande	Spanien	Großbri- tannien
1982–84 Tief <sup>2</sup>	5,5	6,1 <sup>3</sup>	13,6	3,0	2,8	4,8	17,9
1988–90 Hoch <sup>2</sup>	9,5	12,1	18,4	16,4	12,1	18,9	24,9
1992	9,9	3,0	6,9	5,8	5,2	6,2	4,1
	Portugal	Irland	Griechen- land	Däne- mark	Schwe- den	Nor- wegen	Finnland
1982–84 Tief <sup>2</sup>	21,9	n.v.	17,3	11,0	7,8	13,3	16,1
1988–90 Hoch <sup>2</sup>	13,8	10,7	19,8	7,6	18,6	5,7	27,7
1992	18,3	6,0	17,1	–4,1	8,3	–0,1	–6,6

<sup>1</sup> Einschl. Krediten von Sparinstituten und der Zentralbank. <sup>2</sup> Niedrigste (Tief) bzw. höchste (Hoch) Zuwachsrate für Dezember gegen Dezember des Vorjahres während der Periode. <sup>3</sup> Rezession 1986.  
Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

die anscheinend mit der Finanzierung von Kapitalabflüssen zusammenhing. In Schweden stellte die Sveriges Riksbank den Banken – im Ausland aufgenommene – Devisen zur Verfügung, um einer Kürzung der Fremdwährungskredite an inländische Unternehmen entgegenzuwirken, als die Banken bei der Refinanzierung solcher Kredite im Ausland auf Schwierigkeiten stießen.

#### *Geldpolitik und Glaubwürdigkeit*

Alternativen zu Wechselkursen als Anker der Geldpolitik

Die Preisgabe von Wechselkursbindungen in mehreren Ländern und die sich hieran anschließende geldpolitische Lockerung zogen die Frage nach sich, was alternativ als Anker der Geldpolitik dienen könnte. In Italien gewann die Zielvorgabe für M<sub>2</sub> in dem neuen geldpolitischen Konzept an Bedeutung. Angesichts der voraussichtlichen Reaktion der Inlandspreise auf den Wertverlust der Lira ist das unveränderte Ziel ehrgeizig. Das Erreichen des Geldmengenziels wird jedoch von einer fortgesetzten Zurückhaltung bei den Löhnen und von Fortschritten bei der Verringerung des Haushaltsdefizits abhängen.

Verkündung von Inflationszielen in Großbritannien, Schweden und Finnland

In Großbritannien wurde im September – unter der Annahme einer stabilen Einkommenskreislaufgeschwindigkeit – ein angestrebter Bereich für das Wachstum von M<sub>4</sub> bekanntgegeben. Im Zusammenhang mit einer sehr schwachen Kreditnachfrage fiel die Wachstumsrate aber bald unter die Untergrenze dieses Bereichs. Nachdem Großbritannien zuvor unbefriedigende Erfahrungen mit einer auf monetäre Aggregate abgestellten Geldpolitik gemacht hatte, kündigte der Schatzkanzler auch die Absicht an, langfristig eine Preissteigerungsrate von höchstens 2% zu erreichen. Für den Rest der gegenwärtigen Parlamentsperiode ist es das Ziel, die – am jährlichen Anstieg der Einzelhandelspreise ohne Zahlungen von Hypothekarzinsen gemessene – trendmäßige Inflationsrate in einer Spanne von 1–4% zu halten. Am Ende des Zeitraums soll sich die Preissteigerungsrate im unteren Teil dieses Bandes befinden. Nach der Aufgabe der Bindung der Krone an die ECU erklärte die Sveriges Riksbank ihre Absicht, die Geldpolitik so auszurichten, daß von 1995 an ein explizites Ziel von 1–3% für den Konsumentenpreisanstieg eingehalten wird. Die Suomen Pankki



erklärte, daß sie danach streben werde, die Inflationsrate in Finnland ab 1995 bei 2% zu halten.

Die Wirksamkeit der Geldpolitik hängt entscheidend von der Glaubwürdigkeit von Absichtserklärungen der verantwortlichen Instanzen ab. Diese kann nur dadurch erworben werden, daß die Zentralbanken ihre Verpflichtung auf die Einhaltung ihrer vorangekündigten Zielsetzungen über die Zeit hinweg unter Beweis stellen. Solche veröffentlichten Ziele können bei der Herstellung von Glaubwürdigkeit hilfreich sein, sofern die Währungsbehörden über die Mittel verfügen, die Ziele einzuhalten, und sofern das Erreichen des Zieles dazu beiträgt, die Märkte davon zu überzeugen, daß sich die Geldpolitik auf dem richtigen Kurs befindet.

Vorgaben für Zwischenzielgrößen können nützlich sein, wenn ihre Einhaltung im Einklang mit der Erreichung der eigentlichen geldpolitischen Ziele steht. In Italien, ebenso wie in Deutschland, Frankreich, Spanien und einigen anderen EG-Ländern, ist die Nachfrage nach den breit abgegrenzten Geldmengen ausreichend stabil, daß die Entwicklungen monetärer Aggregate als geldpolitische Indikatoren verwendet werden können. In kleineren offenen Volkswirtschaften dürften Geldmengen als Indikatoren weniger zweckmäßig sein, insbesondere dann, wenn die Geldnachfrage durch eine Krise im Bankensystem verzerrt ist.

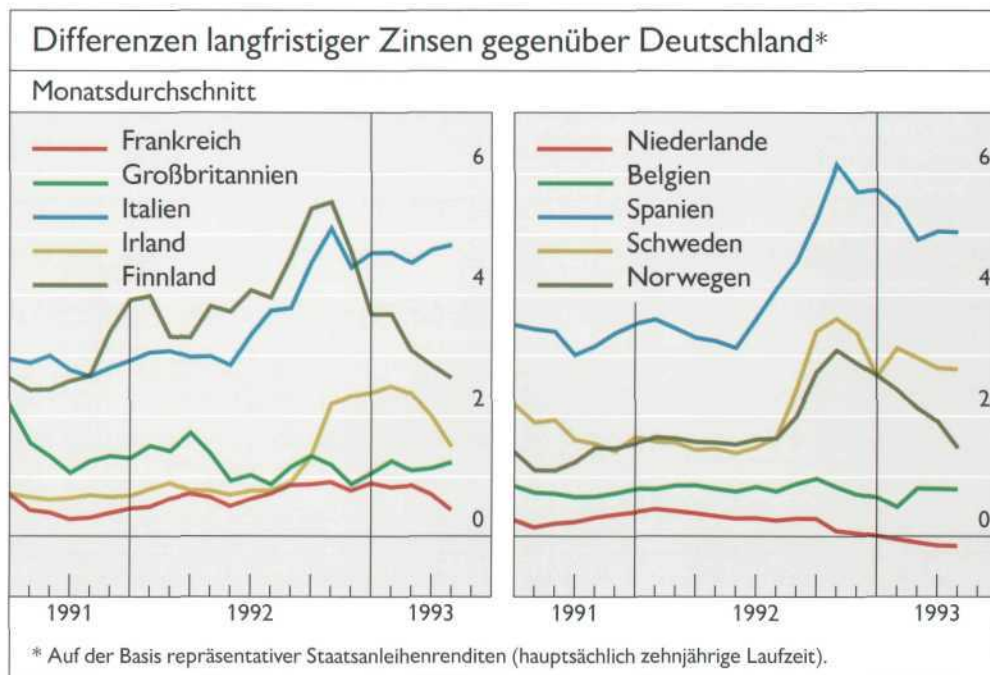
Obwohl sich die Verwendung von Wechselkursen als Zwischenzielgrößen bei der Rückführung der Inflation als brauchbar erwiesen hat, setzte sich im vergangenen Jahr in einigen Ländern die Auffassung durch, daß das Festhalten an unveränderten Wechselkursfixierungen mit Zielen für das Wirtschaftswachstum kollidiere. Die Wechselkursbindungen trugen in mehreren Ländern zwar zur Einigung über finanzpolitische Maßnahmen und über globale Lohnanpassungen bei, doch waren rasche Erfolge in dieser Hinsicht nur in engen Grenzen zu erzielen.

Es ist fraglich, ob Inflationsziele allein ohne weiteres die Lücke ausfüllen können, die durch die Abwendung vom Wechselkurs als Zwischenzielgröße entstanden ist. Wegen der Verzögerungen, mit denen sich die Geldpolitik auf die Inflation auswirkt, kann erst mit erheblichem zeitlichen Abstand beurteilt werden, ob die Inflationsziele erreicht werden. Die Einhaltung eines Ziels für die Preissteigerung hängt auch von Entwicklungen in der Finanzpolitik, bei den Löhnen und bei vielen anderen Faktoren ab, die die Geldpolitik nicht unmittelbar beeinflussen kann. Darüber hinaus können die Preisindizes, für die Ziele verkündet werden, von unerwarteten Entwicklungen der Angebots- und Nachfragebedingungen auf speziellen Gütermärkten beeinträchtigt werden. Die Glaubwürdigkeit von Inflationszielen zu etablieren dürfte insbesondere in den Ländern Zeit kosten, die ihr geldpolitisches Konzept in den letzten Jahren mehrmals geändert und solche Ziele erst nach einer substantiellen Abwertung ihrer Währungen eingeführt haben.

Etablierung der  
Glaubwürdigkeit  
neuer Konzepte  
dürfte Zeit  
kosten

*Mit frei schwankenden Wechselkursen und langfristigen Zinsen verbundene Belastungen*

In offenen Volkswirtschaften ist der Einfluß der Wechselkurse auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und die Preise ein wichtiges Element im Transmis-



Abwertung und  
Inflations-  
erwartungen

sionsmechanismus. Obwohl die derzeitige Wirtschaftsschwäche in den europäischen Ländern die Auswirkungen von Abwertungen auf die Inlandspreise verzögern dürfte, ist die Gefahr groß, daß der Inflationsdruck mit einer wirtschaftlichen Erholung erstarkt.

Diese Gefahr scheint sich in den langfristigen Zinssätzen niedergeschlagen zu haben, denn diese lagen in Italien, Spanien und Schweden – also in Ländern, die ihre Währungen abwerteten bzw. ihre Wechselkursbindungen aussetzten – Anfang 1993 höher als im Frühjahr 1992. Ein Ansatz, den Effekt der Wechselkurspolitik abzuschätzen, besteht darin, die Anleihenrenditen mit denen in Deutschland zu vergleichen. Diese Differenzen reagierten im Sommer und Herbst 1992 auf das Risiko von Wechselkurskorrekturen. Wie der obenstehenden Grafik zu entnehmen ist, waren sie aber in diesem Frühjahr alles in allem größer als im Sommer 1992, und zwar sogar in Großbritannien und Irland, wo die langfristigen Renditen in absoluter Betrachtung gefallen waren. Dagegen sanken die langfristigen Zinsen im vergangenen Jahr per saldo in nahezu allen Ländern, deren Währungen mit unveränderten Leitkursen im EWS-Wechselkursmechanismus verblieben waren, wobei die Differenzen gegenüber Deutschland weiter niedrig waren.

Die Veränderung der Inflationserwartungen spiegelt sich auch in den Zinssterminsätzen wider, wie sie sich aus den Zinsstrukturen ableiten lassen. Im Mai 1992 – vor dem dänischen Referendum über den Vertrag von Maastricht – konnte aus dem Abstand zwischen den in den entsprechenden Zinsstrukturen enthaltenen Zinssterminsätzen in Großbritannien und Deutschland die Erwartung herausgelesen werden, der Einjahreszinssatz in Großbritannien werde in den nächsten Jahren um  $\frac{1}{4}$ – $1\frac{1}{4}$  Prozentpunkte über den deutschen Sätzen liegen. Im Februar 1993 wurde jedoch offensichtlich erwartet, daß die Zinssätze in Großbritannien für ungefähr zwei Jahre unter denen in Deutschland bleiben, anschließend aber die deutschen Sätze um bis zu  $2\frac{1}{2}$  Prozentpunkte



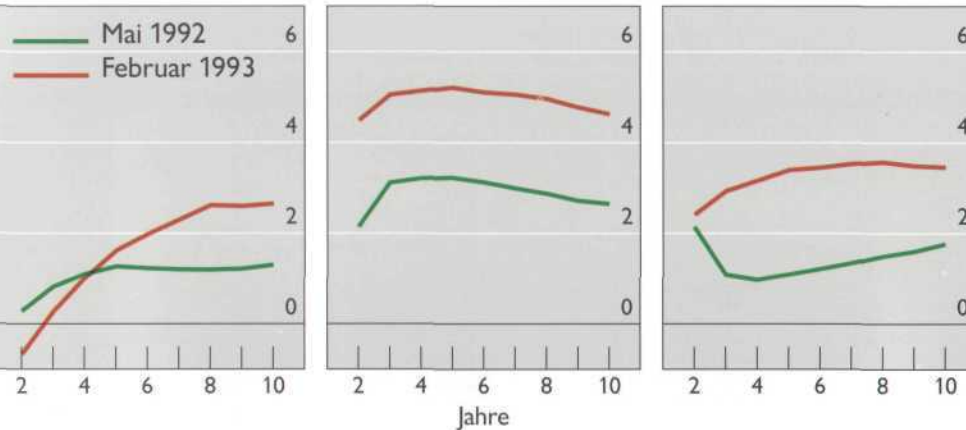
## Implizite Differenzen einjähriger Zinsterminsätze gegenüber Deutschland\*

Prozentpunkte

Großbritannien

Italien

Schweden



\* Berechnet anhand von Zinsstrukturkurven für Staatsanleihen in den angegebenen Monaten. Beispiel: Der einjährige Zinsterminsatz für einen Laufzeitbeginn in fünf Jahren ist diejenige Rendite einer in fünf Jahren emittierten einjährigen Anleihe, die den Ertrag einer heute vorgenommenen Anlage in einer sechsjährigen Anleihe und den Gesamtertrag einer heute vorgenommenen Anlage in einer fünfjährigen Anleihe mit – bei Fälligkeit – sich anschließender Anlage in der einjährigen Anleihe zur Übereinstimmung bringt.

übersteigen werden. Insoweit Zinserwartungen langfristig gesehen hauptsächlich Inflationserwartungen widerspiegeln, läßt die Ausweitung der Zinsterminsatzspanne zwischen Mai 1992 und Februar 1993 vermuten, daß die Finanzmärkte davon ausgehen, die Preise (und Wechselkurse) würden sich in Großbritannien künftig ungünstiger entwickeln als in Deutschland.

Auch in Italien und Schweden scheinen die Inflationserwartungen im Verlauf von 1992 und 1993 gestiegen zu sein. Während im Mai 1992 die Zinsterminsätze vermuten ließen, die Zinsdifferenz zwischen Italien und Deutschland werde über einen Zeitraum von in zwei Jahren bis in zehn Jahren bei etwa 2–3 Prozentpunkten bleiben, weitete sich diese Spanne bis Februar 1993 auf 4–5 Prozentpunkte aus. Die Marge, um die die schwedischen Zinsterminsätze die deutschen überschritten, stieg zwischen Mai 1992 und Februar 1993 von 1–2 Prozentpunkten auf 2½–3½ Prozentpunkte.

Die Währungsbehörden sind sich der längerfristigen Gefahr einer Beschleunigung der Inflation durchaus bewußt und versuchten in einigen Fällen, Kursverluste ihrer Währungen durch Devisenmarktinterventionen zu begrenzen. Obwohl die Erfahrung aus dem vergangenen Jahr die Probleme aufgezeigt hat, die mit dem Festhalten an Wechselkursvereinbarungen verbunden sind, wird eine gewisse Form der Wechselkursfestlegung von den zuständigen Stellen in manchen dieser Länder nach einer gewissen Zeit vielleicht als ein Weg zur Wiederherstellung eines glaubwürdigen Inflationsankers für die Geldpolitik akzeptiert werden.

## Geldpolitische Reaktionen auf die Devisenmarktkrise

Unterschiedliche Reaktionen der Länder auf Devisenmarktspannungen

Wenn keine Devisenkontrollen bestehen, hat ein Land, dessen Währung unter Abwärtsdruck gerät, drei Möglichkeiten, darauf zu reagieren: Es kann am Devisenmarkt intervenieren und dabei eigene oder geborgte Währungsreserven einsetzen, es kann Zinserhöhungen vornehmen, oder es kann sein Wechselkursziel ändern bzw. aussetzen. Im vergangenen Jahr wurden von den europäischen Ländern verschiedene Kombinationen dieser Maßnahmen mit unterschiedlichen Geschwindigkeiten angewandt. Während beispielsweise Schweden rasch große Zinsanpassungen vornahm, verhielt sich Großbritannien in dieser Hinsicht weitaus zögerlicher. In Italien wurden die Zinsen zunehmend erhöht, und das Land war erst im September bereit, eine Leitkursanpassung seiner Währung hinzunehmen; Dänemark ließ die Geldmarktsätze in Reaktion auf den Druck am Devisenmarkt scharf ansteigen, blieb aber konsequent bei seiner ablehnenden Haltung gegenüber einer Leitkursanpassung. Wenn ein Land weder seine Wechselkursbindungen aufgeben noch große Zinserhöhungen akzeptieren wollte, hatte dies in vielen Fällen umfangreiche Interventionen zur Folge.

Im Zusammenhang mit Devisenmarktinterventionen ergeben sich für die geldpolitische Steuerung Probleme quantitativer wie qualitativer Art, die sich auf die Signalwirkung und letztendlich die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik

**Veränderungen des Zentralbankgeldbestands und Beitrag der Gegenposten**  
Veränderung im Zeitraum in Prozent des Zentralbankgeldbestands<sup>1</sup>

Land	Zentralbankgeldbestand <sup>2</sup>				Nettoauslandsaktiva der Zentralbank <sup>3</sup>			
	1987	1987–91 <sup>4</sup>	1992	1992 3.Q.	1987	1987–91 <sup>4</sup>	1992	1992 3.Q.
Deutschland	12,5	9,0	14,5	3,0	23,1	– 5,6	23,9	17,4
Frankreich	8,3	1,6	– 13,8	0,2	–21,2	1,8	– 19,2	– 22,0
Großbritannien	4,3	4,8	2,6	2,1	77,7	– 3,2	– 37,1	– 49,7
Italien	10,1	8,4	4,0	– 0,6	4,9	4,9	– 30,6	– 21,6
Niederlande	11,9	2,7	– 0,2	– 1,8	16,9	3,1	22,9	2,1
Belgien	2,9	0,6	– 0,4	– 5,5	18,9	4,0	4,4	5,9
Schweden	2,9	4,7	– 2,9	– 5,4	16,1	38,4	–144,2	–141,9
	Kredite und Marktgeschäfte der Zentralbank <sup>5</sup>				Übrige Inlandseinflüsse <sup>6</sup>			
	1987	1987–91 <sup>4</sup>	1992	1992 3.Q.	1987	1987–91 <sup>4</sup>	1992	1992 3.Q.
Deutschland	– 5,8	14,9	– 6,3	–10,2	– 4,8	– 0,3	– 3,1	– 4,2
Frankreich	29,1	– 2,8	23,7	23,7	0,4	2,6	– 18,3	– 1,5
Großbritannien	–48,9	–15,8	47,3	50,3	–24,5	23,8	– 7,6	1,5
Italien	– 3,4	3,7	23,8	4,7	8,6	– 0,2	10,8	16,3
Niederlande	– 9,6	– 2,1	– 0,9	– 3,7	4,6	1,7	– 22,2	– 0,2
Belgien	– 0,4	n.v.	– 38,2	–18,3	–15,6	– 3,4	33,4	6,9
Schweden	13,8	–21,1	–172,9	121,2	–27,0	–12,6	314,2	15,3

<sup>1</sup> Ohne Bewertungsänderungen. Deutschland, Frankreich und Niederlande: hauptsächlich auf der Basis monatlicher Durchschnitte von Tages- oder Wochenwerten; übrige Länder: Monatsendwerte. <sup>2</sup> Deutschland: zu jeweiligen Reservesätzen, jedoch ohne Auswirkungen von Änderungen der Sätze; Großbritannien: M0; übrige Länder: Bargeldumlauf und Zentralbankeinlagen der Banken. <sup>3</sup> Ohne Devisenswapgeschäfte zur Beeinflussung der Bankenliquidität. <sup>4</sup> Jahresraten. <sup>5</sup> Lombard- und (außer für Deutschland) Diskontkredit; Käufe und Verkäufe von Wechseln und Wertpapieren mit und ohne Rückkaufsvereinbarung, Sonderkredite zu Marktzinssätzen, Devisenswapgeschäfte und Verlagerungen öffentlicher Einlagen in den Markt. <sup>6</sup> Einschl. Veränderungen auf Staatskonten und, im Falle Deutschlands, der Auswirkungen von Änderungen der Mindestreservesätze und Rediskontkontingente.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.



einer Zentralbank beziehen. Die quantitativen Implikationen von Nettointerventionen für die geldpolitische Steuerung können beurteilt werden, wenn man die Interventionen in Relation zur Bilanz der Zentralbank betrachtet. Bezieht man die Nettodevisenbewegungen prozentual auf den Bestand an Zentralbankgeld (im wesentlichen Bargeldumlauf und Zentralbankeinlagen der Banken) zu Beginn der Periode, so zeigt dies ihren riesigen potentiellen (positiven bzw. negativen) Beitrag zur Veränderung des Zentralbankgeldbestands in den europäischen Ländern im Jahr 1992 – insbesondere im dritten Quartal. Die Angaben in der Tabelle auf S. 161 berücksichtigen die Effekte von kreditfinanzierten Interventionen, allerdings fangen sie das kurzfristig aufgetretene Ausmaß an Bruttointerventionen nicht vollständig ein. Aber auch bei dieser unvollkommenen Erfassung wird deutlich, daß das Interventionsvolumen im vergangenen Jahr den Spitzenwert von 1987 in den meisten Ländern noch übertraf; damals hatten nicht nur im Rahmen des EWS-Wechselkursmechanismus, sondern auch am Dollarmarkt erhebliche Interventionen stattgefunden.

Umfangreiche  
Devisenmarkt-  
interventionen  
im vergangenen  
Jahr

Devisenmarktinterventionen verändern potentiell die Zentralbankeinlagen der inländischen Banken. In den Industrieländern wird die Geldpolitik im wesentlichen im Wege der Beeinflussung der sehr kurzfristigen Zinssätze durchgeführt. Die Regelungen, die es einer Zentralbank ermöglichen, die kurzfristigen Zinssätze zu beeinflussen und die Geldpolitik zur Erreichung von Wechselkurs- oder anderen Zielen einzusetzen, zwingen sie letztlich, das Angebot an Zentralbankeinlagen eng an die Nachfrage anzupassen, wie sie sich aufgrund von Anforderungen für eine verzögerte oder halbverzögerte Mindestreservehaltung ergibt, bzw. an die typischerweise niedrige Nachfrage der Banken nach Verrechnungsguthaben bei der Zentralbank für Zahlungsverkehrszwecke. Die Notwendigkeit von Interventionen kann zwar durch Zinserhöhungen gemildert werden; wenn aber Interventionen stattfinden, dann zieht deren Wirkung auf die Zentralbankeinlagen im allgemeinen einen kompensatorischen Effekt auf andere Zentralbankoperationen nach sich, so daß das gewünschte Einlagenniveau bis zum Ende des betreffenden Tages bzw. spätestens bis zum Ende der laufenden Reservehaltungsperiode wiederhergestellt wird.

Auswirkungen  
von Interventionen  
auf die  
Steuerung der  
Zentralbank-  
einlagen der  
Banken

Grundsätzlich betreibt eine Zentralbank Zinspolitik, indem sie den marginalen Zinssatz festsetzt, zu dem sie Zentralbankeinlagen zur Verfügung stellt bzw. absorbiert. Dies kann – wie im September vergangenen Jahres in Schweden – explizit geschehen, indem mit Vorankündigung ein Zinssatz zur Abwehr von Einlagenabflüssen erhöht wird. In Systemen, in denen ein solcher Zinssatz nicht bekanntgegeben wird, läßt man möglicherweise die sehr kurzfristigen Marktsätze darauf reagieren, in welchem Maß in der Anfangsphase eines Tages bzw. einer Reserveperiode Zentralbankeinlagen bereitgestellt werden. Auf diese Weise wurde in Dänemark und in Irland im vergangenen Jahr zeitweise ein sehr starkes Ansteigen der Sätze für tägliches Geld bewirkt. In der Hauptsache allerdings spiegeln solche Zinsentwicklungen Unsicherheiten auf seiten der Banken über die Bedingungen wider, zu denen ihr restlicher Mittelbedarf schließlich gedeckt werden wird.

Die entscheidenden Fragen im Zusammenhang mit Interventionen beziehen sich daher vornehmlich auf die Eignung der für die Kompensation von Inter-

Durch Interventionen aufgeworfene geldpolitische Fragen

ventionen zur Verfügung stehenden Instrumente sowie die Wirksamkeit von Interventionen mit und ohne Zinsanpassungen. Indes können auch darüber hinausgehende Fragen gestellt werden, nämlich wie sich Interventionen auf die Geldmenge auswirken, insbesondere in Ländern mit Geldmengenzielen, und inwieweit Interventionen die Währungsspekulation erleichtern.

#### *Die Auswirkungen von Interventionen in Ländern mit Mittelzuflüssen*

Im vergangenen Jahr wurde umfassend Gebrauch von Ad-hoc-Krediten zwischen Zentralbanken sowie von der sehr kurzfristigen Finanzierung im EWS-Wechselkursmechanismus gemacht, in deren Rahmen die beteiligten Zentralbanken automatisch andere EWS-Währungen aufnehmen können, um Pflichtinterventionen an den bilateralen Interventionspunkten zu finanzieren. Für intramarginale Interventionen, auf die sich die Länder des Wechselkursmechanismus bis zum vergangenen Jahr hauptsächlich gestützt hatten, können die Kreditlinien nur mit der Zustimmung der Emissionszentralbank in Anspruch genommen werden. Auch dann, wenn die heimische Zentralbank nicht selbst interveniert, können die Zentralbankguthaben von Banken in dem Land, dessen Währung für Interventionszwecke eingesetzt wird, durch Interventionen anderer Zentralbanken beeinflusst werden. Solche Effekte sind nur indirekter Art, wenn die Interventionen mit Währungsreserven finanziert werden, die nicht bei der betreffenden Emissionszentralbank gehalten werden. Einige Zentralbanken hielten umfangreiche DM-Guthaben am Markt, auf die sie zurückgreifen konnten, als ihre heimische Währung zum ersten Mal unter Druck geriet. Wenn die Zentralbanken die Interventionen jedoch mit Einlagen bei anderen Zentralbanken oder mit Krediten dieser Zentralbanken finanzierten, dann waren die Zentralbankguthaben der Banken in beiden Ländern unmittelbar betroffen.

Schwierigkeiten der Geldmarktsteuerung

Angesichts der interventionsbedingten schubweisen Ausweitung der Bankenliquidität fehlten einigen Zentralbanken Inlandsaktiva, die ohne weiteres verwendet werden konnten, um den Anstieg der Zentralbankeinlagen einzudämmen. Sie konnten ihre Verbindlichkeiten dadurch erhöhen, daß sie – auf die Gefahr hin, Zuflüsse über die Nichtbanken anzuregen – Mindestreserveanforderungen verhängten bzw. verschärften oder den Banken verzinsliche Anlagen als Alternative zu unverzinsten Zentralbankguthaben anboten. Die Ausgabe von Papieren durch die Zentralbank in eigenem Namen oder im Namen der Regierung unterliegt in einigen Ländern – darunter auch Deutschland – gesetzlichen Beschränkungen. Der Umfang, bis zu dem liquiditätsabschöpfende Marktoperationen – wie Devisenswapgeschäfte – kurzfristig ausgeweitet werden können, ist möglicherweise durch die Verfügbarkeit geeigneter marktgängiger Forderungen unter den Währungsreserven begrenzt. Die Erfahrung 1992/93 hat erneut gezeigt, daß die Geldmarktsteuerung sehr schwierig ist, wenn Überschußguthaben großen Ausmaßes zu absorbieren sind.

Die Bundesbank begegnete der potentiellen Auswirkung der Interventionen auf die Bankenliquidität im vergangenen Jahr vornehmlich mit Kürzungen ihrer Mittelbereitstellungen über Wertpapierpensionsgeschäfte; im September fiel deren ausstehender Betrag von DM 147 Mrd. auf DM 97 Mrd. Außerdem wurden Zentralbankguthaben der Banken mit Instrumenten absorbiert, die sich



in der Bilanz der Bundesbank auf der Passivseite niederschlagen, nämlich mit Devisenpensionsgeschäften und einer Regelung, die den Banken die Möglichkeit gibt, Überschußguthaben in dreitägigen Schatzwechseln anzulegen. In Belgien halfen Rückzahlungen von staatlichen Fremdwährungsschulden den Nettoaufbau von Devisenbeständen bei der Zentralbank zu reduzieren; die Banque Nationale de Belgique setzte in großem Umfang Marktoperationen ein, darunter Devisenswaps. In den Niederlanden wurden u.a. die Anforderungen für Liquiditätsreserven erhöht.

Kapitalbewegungen können auf die Geldmenge und die Kredite im Inland eine unmittelbare Wirkung haben, die von der Zentralbank üblicherweise nicht kurzfristig neutralisiert werden kann. So erhöhte sich etwa der Stand der Geldmenge  $M_3$  in Deutschland im September 1992 um 2%, was in erster Linie darauf zurückzuführen war, daß ein Teil der beträchtlichen Devisenzuflüsse den Weg über Konten inländischer Nichtbanken nahm, die diese Mittel im wesentlichen in Form von Sicht- und kurzfristigen Termineinlagen bei inländischen Banken hielten. Das Niveau von  $M_3$  in saisonbereinigter Rechnung stagnierte zwischen Oktober 1992 und Februar 1993, worin sich in erster Linie der nachfolgende Kapitalrückfluß ins Ausland widerspiegelte. Im März 1993 nutzte die Bundesbank eine Erweiterung ihrer Ermächtigung aus, nach eigenem Ermessen kurzfristige Schatzpapiere auszugeben. Sie bot in einem Tenderverfahren für Banken und Nichtbanken Papiere mit Laufzeiten von drei bis neun Monaten an. Auf diese Weise sollte die Bundesbank die Möglichkeit erhalten, die von Nichtbanken gehaltenen liquiden Mittel zu beeinflussen und die Flexibilität ihrer Operationen zur Steuerung der Zentralbankeinlagen der Banken zu erhöhen. Gleichzeitig wurden die Mindestreserveanforderungen für Termin- und Spareinlagen substantiell gesenkt.

Andere monetäre Auswirkungen von Kapitalbewegungen

#### *Die Auswirkungen von Interventionen in Ländern mit Mittelabflüssen*

In Ländern mit Kapitalabflüssen werden die operationalen Spielräume gewöhnlich durch den Betrag an eigenen oder aufgenommenen Währungsreserven vorgegeben, den die Verantwortlichen einzusetzen bereit sind. Der Effekt von Fremdwährungsinterventionsverkäufen auf die Zentralbankeinlagen der Banken kann dadurch verzögert werden, daß zur Wiederauffüllung der Währungsreserven Fremdwährungskredite aufgenommen oder Terminverkäufe von Devisen getätigt werden. Im vergangenen Jahr wurde ein Teil der potentiellen Auswirkung auf die Zentralbankguthaben in einigen Ländern dadurch ausgeglichen, daß die Banken oder der Staat Kreditfazilitäten der Zentralbank in Anspruch nahmen.

Gleichwohl unternahm die Zentralbank in allen Fällen Schritte, um den potentiellen Rückgang der Zentralbankeinlagen der Banken aufgrund von Devisenverkäufen der Zentralbank zu kompensieren. Für diesen Zweck setzten die meisten Zentralbanken in großem Umfang spezielle Instrumente ein, darunter Devisenswaps und den Ankauf von inländischen Papieren im Wege von Outright- oder Pensionsgeschäften. In einigen Fällen wurden entweder die normalen Mittel zur Bereitstellung von Zentralbankguthaben modifiziert (z.B. die Tender in Frankreich und Spanien), neue Instrumente eingeführt (etwa Devisenpensionsgeschäfte in Italien) oder bestehende Finanzierungsmöglich-

Instrumente zur Kompensation der Interventionswirkungen auf die Zentralbankeinlagen der Banken

keiten ausgesetzt, die normalerweise der Begrenzung eines marktmäßigen Zinsanstiegs dienen (wie die Tagesgeldfazilität in Irland), um höhere Marktzinssätze zuzulassen. Es ist nicht immer einfach, diese Instrumente flexibel anzuwenden.

#### *Generelle Aspekte von Interventionen*

##### Zweckmäßigkeit von Interventionen

In den letzten Jahren halfen Devisenmarktinterventionen den Zentralbanken, mit einem Aufwärtsdruck auf die Währungen von Ländern fertig zu werden, in denen vergleichsweise hohe Nominalzinssätze aus binnenwirtschaftlichen Gründen geboten waren. In Belgien, den Niederlanden und Österreich bedeutete im vergangenen Jahr die Festlegung auf engere Wechselkursschwankungsbreiten gegenüber der D-Mark als im engen Kursband des EWS-Wechselkursmechanismus vorgesehen, zusammen mit der Praxis, die Zinsen nicht deutlich unter das deutsche Niveau fallen zu lassen, daß man sich auf Interventionen verlassen mußte, um einem Aufwärtsdruck auf die jeweilige Währung zu begegnen. Diese Vorgehensweise trug zweifelsfrei zu der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik in diesen Ländern bei. Die Erfahrung anderer EWS-Zentralbanken läßt vermuten, daß auch die Anwendung von Interventionen, um eine Währung im oberen Bereich des Wechselkursbandes zu halten oder sie an der Erreichung der Limitkurse zu hindern, bei der Untermauerung der Glaubwürdigkeit von Wechselkursfestsetzungen hilfreich sein kann. Zugleich bestätigten die Ereignisse des vergangenen Jahres jedoch, daß jegliche Hoffnung, Wechselkursbindungen ließen sich im Ernstfall allein durch Interventionen verteidigen, unbegründet war. Wenn die Verluste an Währungsreserven eine untragbare Größenordnung erreichen, stehen die Länder vor der Wahl, entweder die Zinsen erheblich und für längere Zeit hinaufzusetzen oder ihre Wechselkurspolitik zu ändern.

##### Nachteile umfangreicher Interventionen bei begrenzten Zinsanpassungen

Wenn Zentralbanken zur Verteidigung ihrer Währungen in großem Stil intervenierten und gleichzeitig versuchten, Zinsanpassungen zu begrenzen, schufen sie indirekt Raum für die Bestrebungen von Marktteilnehmern, Engagements in schwachen Währungen abzusichern und offene Positionen gegenüber diesen Währungen aufzubauen. Die Vorschriften der Bankenaufsicht und die aufsichtsrechtliche Praxis halten die Banken davon ab, große offene Fremdwährungspositionen für eigene Rechnung einzugehen. Durch ihre Interventionen trugen die Zentralbanken dazu bei, daß die Banken der Nachfrage ihrer Kundschaft nach Kaufpositionen in Fremdwährung in Form von Einlagen, Krediten oder außerbilanziellen Geschäften entsprechen konnten. Mit der Wiederauffüllung der Zentralbankguthaben unterstützten die Zentralbanken die Refinanzierung von Ausweitungen der Bankkredite in heimischer Währung und erleichterten Verkäufe von in Inlandswährung denominierten Wertpapieren durch Anleger, die Positionen in dieser Währung schließen oder offene Positionen ihr gegenüber aufbauen wollten. Damit soll nicht die Wirksamkeit von Interventionen als solche bestritten werden. Vielmehr soll dies zur Vorsicht vor umfangreichen Interventionen mit begrenzten Zinsanpassungen mahnen. Nur durch energische Anpassungen der Zinsen können Zentralbanken den Operationen des privaten Sektors mit potentiell leicht erzielbaren Gewinnen entgegenwirken.



In den EWS-Vereinbarungen wird seit jeher davon ausgegangen, daß auf starke Wechselkursspannungen auch mit Zins- und Wechselkursanpassungen reagiert werden sollte. Die Erfahrung der Niederlande, Belgiens und Frankreichs bei der Verteidigung von Wechselkursfestlegungen in den späten siebziger und frühen achtziger Jahren hat gezeigt, in welchem Ausmaß die kurzfristigen Marktzinssätze in einem System fester Wechselkurse unter Umständen steigen müssen, damit Erwartungen einer bevorstehenden Abwertung eingedämmt werden können. Die Tatsache, daß es in den letzten Jahren keinen solchen Druck gab, scheint zu einer Unterschätzung des Risikos geführt zu haben, daß es dazu kommen könnte. Dabei haben die Liberalisierung von Devisenkontrollen und der zunehmende Wettbewerb an den inländischen Finanzmärkten den Spielraum für eine Begrenzung von Zinserhöhungen auf die Offshore-Märkte und für eine Verzögerung bei der Weitergabe von Zinserhöhungen an die inländischen Kreditkosten außerordentlich reduziert.

Die Marktteilnehmer sind sich durchaus bewußt, welche potentiellen nachfragedämpfenden Wirkungen mit Zinserhöhungen verbunden sind, die groß genug sind, um das Eingehen von Positionen gegenüber der heimischen Währung zu verhindern, und sie wissen, daß es den Währungsbehörden möglicherweise an Spielraum fehlt, die Zinsen in dem erforderlichen Umfang anzuheben. Selbst für den Fall, daß die Währungsbehörden – um ihre Entschiedenheit zu demonstrieren, eine Wechselkursvereinbarung zu verteidigen – die Zinssätze drastisch erhöhen, könnte ihre Aktion unwirksam sein, wenn ihre Fähigkeit, die Zinssätze auf einem hohen Niveau zu halten, nicht als glaubwürdig empfunden wird. Diese Glaubwürdigkeit ist natürlich abhängig von der Stärke der inländischen Wirtschaft und von der Fähigkeit, einen Konsens über eine angemessene Haushaltspolitik zu erreichen. Sofern die Zinsen erst nach umfangreichen Devisenmarktinterventionen erhöht werden, dürfte dieser Schritt überdies sogar als ein Signal dafür interpretiert werden, daß der Vorsatz der Verantwortlichen, die Währung zu verteidigen, seine Grenzen erreicht hat. Unter diesen Umständen könnte die Zinserhöhung weitere Mittelabflüsse auslösen und – paradoxerweise – selbst dazu führen, daß die Wechselkursbindung nicht aufrechtzuerhalten ist.

Wirkungen von  
Zinserhöhungen  
auf Devisen-  
märkte

Die in Großbritannien in der September-Krise im Anschluß an massive Devisenmarktinterventionen bekanntgegebene Anhebung der offiziellen Zinssätze von 10% auf 15% in zwei Schritten vermochte die Märkte anscheinend nicht davon zu überzeugen, daß – angesichts der herrschenden binnenwirtschaftlichen Situation – eine nachhaltige Erhöhung der Bankzinsen möglich sein würde. Die Sveriges Riksbank setzte ihren marginalen Ausleihesatz im Verlauf der Krise im September steil hinauf, zunächst auf 75% und dann auf nicht weniger als 500%. Zusammen mit Vereinbarungen über budgetäre Sparmaßnahmen stabilisierte dies die Devisenmärkte, und der marginale Ausleihesatz wurde bis Anfang November schrittweise auf 12% zurückgenommen. Indes hatten die Märkte Zweifel, daß es möglich sein würde, die Zinsen auf ein ähnlich hohes Niveau hinaufzusetzen, wenn es erneut zu Mittelabflüssen käme. Als der marginale Ausleihesatz im November wieder auf 20% angehoben wurde – während

es keine Vereinbarungen über weitere Budgetmaßnahmen gab –, wurden die Kapitalabflüsse hierdurch dann auch kaum eingedämmt.

#### *Der Einsatz von Zentralbankinstrumenten zur Beeinflussung der Weitergabe von Zinsen durch Banken*

Steuerungsver-  
fahren von  
Zentralbanken  
und Kredit-  
konditionen von  
Finanzinstituten

Die Glaubwürdigkeit einer Politik, die mit Erhöhungen von Geldmarktsätzen den Wechselkurs einer Währung verteidigt, dürfte in den Ländern größer sein, in denen die Zentralbank in der Lage ist, die Auswirkung auf andere Zinssätze durch eine selektive Beeinflussung der Refinanzierungskosten der Banken zu begrenzen oder zu verzögern. Für diesen Zweck kann auf eine Kombination von Instrumenten zur Mittelbereitstellung zurückgegriffen werden. In vielen europäischen Ländern kann die Zentralbank mittels Feinsteuerungsinstrumenten einen flexiblen Einfluß auf die Geldmarktsätze ausüben, während sie die eher traditionellen Instrumente dazu nutzen kann, die Reaktion von Zinssätzen an anderen Märkten auf Veränderungen, die sich möglicherweise nicht als dauerhaft erweisen, in Grenzen zu halten. In Deutschland, Frankreich, Belgien, den Niederlanden und Spanien werden die zinspolitischen Intentionen der Zentralbank vornehmlich durch die Zinssätze signalisiert, zu denen über periodische Tender Zentralbankguthaben bereitgestellt werden. Diese Signale können auf spezielle Weise moduliert werden, wie etwa durch einen Wechsel der Tenderform und durch Veränderungen bei den Zuteilungsbeträgen. In den meisten dieser Länder haben die früheren Leitzinssätze heute nur noch eine indirekte und begrenzte Beziehung zu den Geldmarktsätzen, sie können aber nach wie vor genutzt werden, um die Absichten der Zentralbank auf deutliche Weise zu signalisieren. Darüber hinaus können sie auch gezielt die Zinssätze für bestimmte Arten von Bankkrediten beeinflussen, insbesondere für Ausleihungen an kleine Unternehmen und Privatpersonen, deren Zugang zu anderen Märkten beschränkt ist.

Instrumentenein-  
satz zur Begren-  
zung der Zins-  
weitergabe in  
einigen Ländern

In Frankreich bildet der Zinssatz der Dauerfazilität der Banque de France für Wertpapierpensionsgeschäfte mit fünf- bis zehntägiger Laufzeit – auf die die Banken nach eigenem Ermessen zurückgreifen können – üblicherweise die Obergrenze für einen Zinsanstieg am Geldmarkt. Im September wurde dieser Zinssatz erhöht, Anfang 1993 wurde dagegen die Fazilität für eine gewisse Zeit durch Tagesoperationen ersetzt, deren Zinssätze nach dem Ermessen der Banque de France geändert werden konnten. Parallel dazu stellte die Banque de France den Banken im Tenderwege in großem Umfang Zentralbankguthaben zu weit niedrigeren Zinssätzen bereit. Diese Vorgehensweise ließ Erhöhungen der Geldmarktsätze zu, dämpfte aber gleichzeitig die Auswirkung auf die Mittelbeschaffungskosten der Banken und trug zu der Entscheidung der Banken bei, Anhebungen ihrer Basisausleihesätze in Grenzen zu halten. Gegen Ende September stellte die Sveriges Riksbank Realkreditinstituten in geringem Umfang Kredit zu einem Zinssatz von 20% zur Verfügung; allerdings kompensierte sie den Effekt auf die Zentralbankeinlagen der Banken, um sicherzustellen, daß die kurzfristigen Geldmarktsätze bei der durch den offiziellen marginalen Ausleihesatz gesetzten Marke von 50% blieben. Auch in Italien, Dänemark und Irland wurden verschiedene Anpassungen bei den Zentralbankinstrumenten, die der Mittelbereitstellung dienen, vorgenommen, um die Wirkung von



Geldmarktsatzsteigerungen auf die Kosten wichtiger Bankkredite abzuschwächen. In einigen Fällen trugen die Vorschriften, mit denen der Zugang zu Zentralbankkrediten oder geeigneten Sicherheiten geregelt wurde, dazu bei, in kritischen Situationen die Offshore- oder Inlands-Geldmarktsätze vorübergehend von anderen Zinssätzen zu separieren.

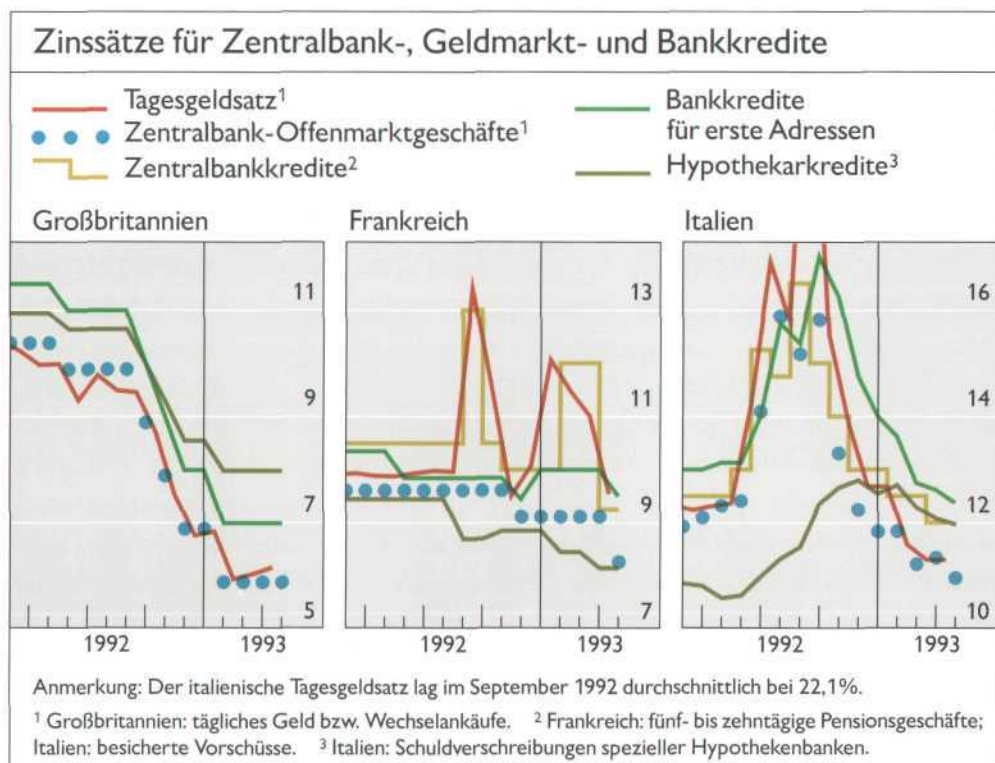
Die Wirkung von selektiven Finanzierungsregelungen bei der Zentralbank auf die Kreditkosten inländischer Nichtbanken hängt davon ab, inwieweit die Finanzierungsmärkte segmentiert werden können. Dies ist in der Regel – auch auf kurze Sicht – nur begrenzt möglich, kann bei der Bewältigung einer Krise von geringer Dauer aber nützlich sein. Zudem ist es von den landesspezifischen Gegebenheiten abhängig, in welchem Ausmaß die Banken auf Änderungen der sehr kurzfristigen offiziellen Zinssätze mit Anpassungen ihrer Ausleihebedingungen reagieren. In Großbritannien schlugen sich deutliche Änderungen der Zinssätze, zu denen die Bank of England sehr kurzfristige Wechsel ankauft, normalerweise rasch in den Basisausleihsätzen der Banken nieder, die wiederum die Zinssätze bestimmen, die die Banken sowohl auf die meisten ausstehenden als auch auf neu abgeschlossene Kredite erheben. Dieser Aspekt war eindeutig einer der wichtigsten Gründe, weshalb die verantwortlichen Instanzen zögerten, die Geldmarktsätze nachhaltig zu erhöhen.

In mehreren Ländern wurden die Beziehungen zwischen den Kreditkonditionen von Banken und den Geldmarktsätzen im vergangenen Jahr auch durch Änderungen von Mindestreserveanforderungen beeinflusst. In Frankreich waren die Banken im Mai 1992 im Zusammenhang mit einer Rücknahme der Reservepflichten bereit, ihre Zinssätze für erste Adressen gegenüber den Geldmarktsätzen zu senken. Auch die Senkung der Reserveanforderungen in Italien im Februar 1993 dürfte letztlich dazu führen, daß sich die Spanne zwischen den Kreditzinsen der Banken und den Geldmarktsätzen deutlich verengt. In Spanien wurde eine geplante Verringerung der Reservepflicht zeitlich vorgezogen, um die Bewältigung der Devisenmarktkrise im September zu unterstützen.

#### *Transmissionsmechanismen für Zinssätze*

Die Reaktion der Kreditzinsen von Finanzinstituten auf Veränderungen der sehr kurzfristigen Geldmarktsätze – und damit die Glaubwürdigkeit einer wechsellkursorientierten Zinspolitik – hängt auch von bestimmten Merkmalen des Zinstransmissionsmechanismus ab. Zu diesen zählen die Reaktion der langfristigen Zinsen, die relative Bedeutung der kurz-, mittel- und langfristigen Finanzierung sowie die Verwendung fester gegenüber variablen Zinssätzen im Kreditgeschäft. In Großbritannien und Irland werden Veränderungen sehr kurzfristiger Geldmarktsätze zügig in den variablen Zinssätzen weitergegeben, die auf die meisten hypothekarischen Wohnkredite und die Unternehmenskredite angewendet werden. In Großbritannien ist ein vergleichsweise hoher Anteil der ausstehenden Unternehmensanleihen mit variablen Zinssätzen ausgestattet. In einigen anderen europäischen Ländern bilden variabel verzinsten Anleihen einen großen Teil des Bestands an ausstehenden Staatsanleihen. Allerdings ist in vielen Ländern ein erheblicher Teil der Kredite von Finanzinstituten zur Finanzierung des Wohnbaus und der Anlageinvestitionen von Unterneh-

Einfluß geld-  
politischer  
Transmissions-  
mechanismen auf  
Zinsweitergabe



men langfristiger Natur. Die dabei angewendeten Zinssätze werden mittel- oder langfristig an vergleichsweise stabile Zinssätze für Daueremissionen mittelfristiger Bankschuldverschreibungen oder an die Kapitalmarktrenditen umlauffähiger Wertpapiere gebunden. Diese Verhältnisse spiegeln im wesentlichen das Vorhandensein von mittel- und langfristigen Quellen der Mittelbeschaffung wider. In einigen Ländern ist dies teilweise das Ergebnis von über Jahre hinweg getroffenen Maßnahmen zur Förderung des Angebots an langfristiger Finanzierung auf speziellen Wegen, wie etwa die Kreditinstitute für das langfristige Geschäft in Italien. In anderen Ländern ist dies dem Umstand zuzuschreiben, daß die private langfristige Finanzierung durch die langjährige Erfahrung niedriger Inflationsraten und vergleichsweise stabiler Zinsen gestärkt wird.

Einflüsse bilanzieller Schwäche

Die Auswirkung von Zinserhöhungen hängt in entscheidender Weise auch von den Bilanzstrukturen in der Volkswirtschaft ab. In einigen Ländern stand im vergangenen Jahr die Bereitschaft der Währungsbehörden, einen nachhaltigen Zinsanstieg zu akzeptieren, in engem Zusammenhang mit der Schwäche von Bilanzpositionen im Privat-, Unternehmens- oder Bankensektor, die diese Sektoren für große und anhaltende Erhöhungen der kurzfristigen Zinssätze besonders verwundbar machte. In Italien waren natürlich der Umfang und die kurze durchschnittliche Laufzeit der Staatsschuld zu bedenken, während in Irland die große Fremdwährungskomponente der Staatsschuld einen Grund zur Besorgnis darstellte.

#### Devisenkontrollen

Bis zum vergangenen Jahr waren Devisenkontrollen in den meisten europäischen Ländern abgeschafft worden. In Spanien, Portugal und Irland blieben



Kontrollen – wie im EG-Binnenmarktprogramm vorgesehen – in Kraft oder wurden verschärft, um die Devisenmarktkrise zu bewältigen. Anfang 1993 wurden sie jedoch in allen drei Ländern aufgehoben.

Bei Auftreten eines spekulativen Drucks können Devisenkontrollen die Notwendigkeit von Zinserhöhungen im Inland begrenzen, während an den Offshore-Märkten für die betreffende Währung ein starker Anstieg der Zinssätze zugelassen wird. Wenn die Deckung von Terminverkaufspositionen von Gebietsfremden in der heimischen Währung durch das inländische Bankensystem mit Hilfe von Devisenkontrollen wirksam verhindert werden kann, dann kann die Zentralbank das Ansteigen von Offshore-Zinssätzen sogar fördern, damit Gebietsfremde davon abgehalten werden, Positionen gegen die betroffene Währung einzugehen, oder dafür Nachteile in Kauf nehmen müssen. In den Fällen, in denen Gebietsfremde schon vorhandene Wertpapierbestände in inländischer Währung im Bankensystem abzusichern suchen, dürften Devisenkontrollen bei der Abschirmung der inländischen Zinsen weniger effektiv sein, und sie könnten längerfristig sogar dazu führen, daß sich das Ausland bei Anlagen in inländischen Wertpapieren zurückhält.

Devisenkontrollen zur Abschirmung inländischer Zinsen

#### *Unabhängigkeit der Zentralbank*

Angesichts der ausgeprägten politischen Sensibilität von Zinssätzen ist es nicht überraschend, daß die Glaubwürdigkeit von Wechselkursbindungen im vergangenen Jahr durch die Möglichkeit von Änderungen der Politik, beispielsweise im Zusammenhang mit nahe bevorstehenden Wahlen, beeinflusst wurde. Dies hat in einigen Ländern die Frage aufkommen lassen, ob die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik nicht gestärkt werden könnte, indem die Verantwortung für geldpolitische Entscheidungen in eindeutigerer Weise einer unabhängigen Zentralbank übertragen würde. Mit einiger Wahrscheinlichkeit dürfte eine seit langem bestehende oder in letzter Zeit verstärkte Unabhängigkeit der Zentralbank ein Grund dafür sein, weshalb die geldpolitische Glaubwürdigkeit in Österreich, den Niederlanden und Belgien nicht ernsthaft auf die Probe gestellt wurde. Die in anderen EWS-Ländern einschließlich Frankreichs, Italiens, Spaniens und Portugals gegenwärtig eingeleiteten Schritte zur Vergrößerung der Unabhängigkeit der Zentralbank dürften bewirken, daß die Glaubwürdigkeit kurzfristigen politischen Erwägungen gegenüber weniger anfällig ist. Diese Änderungen, die auf eine frühzeitige Erfüllung der Bestimmungen des Vertrags von Maastricht abzielen, würden die Verantwortung für zinspolitische Entscheidungen in die Hand der Zentralbanken legen.

Aber auch eine unabhängige Zentralbank kann – auf sich gestellt – keine befriedigenden geldpolitischen Gesamtergebnisse erreichen. Die Erfahrung von Ländern wie Schweden und Italien während der Wechselkurskrise im vergangenen Jahr scheint zu bestätigen, daß die Geldpolitik den Wechselkurs nicht unbedingt wirksam verteidigen kann, wenn sie dabei nicht durch eine angemessene finanzpolitische Zurückhaltung und eine entsprechende Lohnentwicklung unterstützt wird.

## VII. Preise für reale Vermögenswerte und die Bewältigung finanzieller Notlagen

### Schwerpunkte

Im Betrachtungszeitraum gab es einen deutlichen Gegensatz zwischen der Entwicklung der Aktienkurse und jener der Immobilienpreise. Die Preise für Wohnbauten und für gewerbliche Immobilien schwächten sich im letzten Jahr weiter ab, obwohl in einigen Ländern der Tiefpunkt kurz bevorzustehen schien. Im ersten Quartal 1993 waren die Aktienkurse in den meisten Ländern ungefähr am – oder über dem – Niveau vom Jahresanfang 1992 angelangt. In den USA spiegelte dies Anzeichen einer bereits einsetzenden Erholung wider, in Europa schien es teilweise eine Reaktion auf die Anpassungen der Wechselkursparitäten und auf eine tatsächliche oder erwartete Lockerung der Geldpolitik zu sein. In Japan rutschte der Markt bis in den Herbst steil ab, stabilisierte sich und zeigte dann Anfang 1993 eine kräftige Erholung.

Die Preise für Vermögenswerte haben im gegenwärtigen Konjunkturzyklus eine ganz wesentliche Rolle gespielt, sowohl hinsichtlich des Ausmaßes ihrer Schwankungen als auch wegen ihrer Auswirkungen auf die Finanzinstitute und die wirtschaftliche Aktivität. Solche mittelfristigen Ausschläge sind natürlich nichts Neues; die letzte ähnliche Phase gab es in den frühen siebziger Jahren. Was die Aufmerksamkeit auf die jüngsten Preisbewegungen bei Vermögenswerten gelenkt hat, sind nicht nur ihre absolute Größenordnung und die geographische Ausdehnung, es ist auch die Tatsache, daß der anhaltende Preisaufschwung – im Gegensatz zum vorangegangenen – vor dem Hintergrund positiver Realzinsen stattfand. Eine Untersuchung dieser beiden Phasen läßt darauf schließen, daß das charakteristische Merkmal der jüngsten Erfahrungen das reichliche Kreditangebot im Gefolge der teils markt-, teils politikbedingten Strukturänderungen im Finanzsektor gewesen ist.

Die großen Preisausschläge bei den Vermögenswerten haben in Verbindung mit einem recht verbreiteten Anstieg der Verschuldung des Privatsektors im letzten Jahrzehnt die Auswirkungen der wirtschaftlichen Schwäche auf die Ertragssituation der Banken und die Qualität des Forderungsbestands verschärft. Die Kombination dieser Faktoren hinterließ in unterschiedlichem Ausmaß auch in den Bankbilanzen des letzten Jahres Spuren und hat die positiven Wirkungen einer vorteilhaften Zinskonstellation in einigen Ländern und der weiter andauernden Umstrukturierung im Bankensektor teilweise aufgehoben.

In einer Anzahl von Ländern haben die Verschlechterung der Ertragslage und der Qualität des Forderungsbestands bei den Kreditinstituten in den letzten Jahren Zweifel an der Solidität bestimmter Teile des Bankensektors aufkommen lassen oder jedenfalls die Geschäftstätigkeit erheblich beeinträchtigt, was zu staatlichen Eingriffen führte, die das Ziel hatten, diese Probleme in geordneter Weise zu bewältigen. In früheren Jahresberichten wurden die Gründe der



weltweit im Gang befindlichen Umstrukturierung im Finanzsektor ebenso wie ihre langfristige Bedeutung für die Finanzmarktaufsicht bereits mit einiger Ausführlichkeit und aus einem etwas breiteren Blickwinkel beleuchtet. Im diesjährigen Bericht liegt das Schwergewicht auf der Bewältigung finanzieller Notlagen als solcher, wobei fünf Länder mit jüngsten Erfahrungen in diesem Bereich als Beispiel herangezogen werden, nämlich die USA, Schweden, Norwegen, Finnland und Japan.

## Preise für Vermögenswerte: Jüngste Entwicklungen

### Aktienkurse

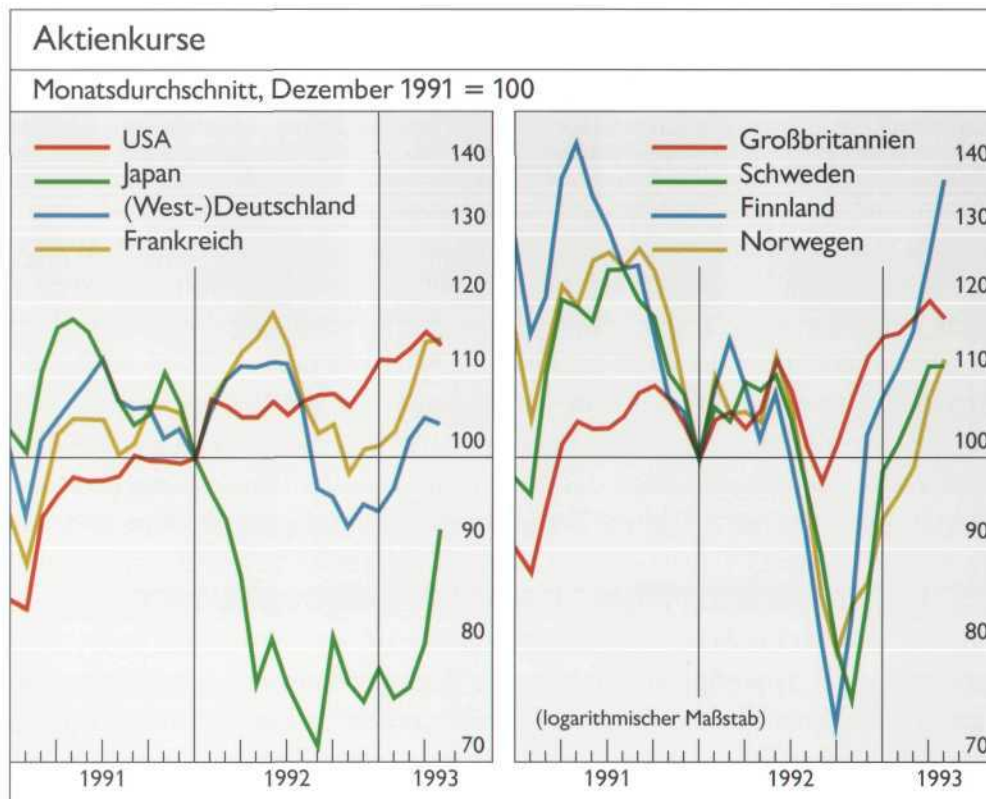
Die Bewegungen der Aktienkurse wurden im Beobachtungszeitraum durch die Wirtschaftsaussichten und durch die Geld- und Wechselkurspolitik generell entscheidend beeinflusst. Das Gewicht dieser Faktoren unterschied sich aber erheblich von Land zu Land.

Nach einem ausgeprägten Anstieg Ende 1991 als Reaktion auf die deutliche Lockerung der Geldpolitik durch die Federal Reserve bewegten sich die US-Aktienkurse 1992 über weite Strecken innerhalb eines engen Bandes, da die Anleger auf schlüssige Zeichen eines starken wirtschaftlichen Wiederaufschwungs warteten (s. die untenstehende Grafik). Im letzten Quartal 1992 begannen die Kurse anzuziehen, da die Wirtschaftsdaten und das geänderte politische Klima den Markt zu dem Schluß kommen ließen, daß eine kräftige Erholung eingesetzt habe. Am Ende des ersten Quartals hatten die Aktienkurse eine Rekordhöhe erreicht.

In den USA  
Anstieg der  
Aktienkurse ...

Fast überall in Europa stiegen die Aktienkurse in der ersten Jahreshälfte, vor allem – nach dem Ergebnis der Parlamentswahlen im April – in Großbritan-

... in Europa  
Schwankungen ...



nien sowie in Frankreich. Im dritten Quartal 1992 erlebten jedoch Großbritannien, Italien und einige der nordischen Länder deutliche Kurseinbrüche, was teilweise wachsende Sorgen über die Folgen der Verteidigung fester Wechselkurse für die Zinssätze und die Wirtschaftsaktivität reflektierte. Diese Kursrückgänge wurden im letzten Quartal entweder teilweise (Schweden, Italien und Norwegen) oder vollständig (Großbritannien und Finnland) wettgemacht, als die Währungsabwertung und niedrigere Zinssätze die Wirtschaftsaussichten verbesserten und Aktienanlagen vergleichsweise interessanter machten. In Deutschland und Frankreich hingegen begannen sich die Aktienmärkte erst gegen Jahresende als Reaktion auf Zeichen einer geldpolitischen Lockerung durch die Bundesbank zu erholen.

... in Japan Einbruch und dann Anstieg

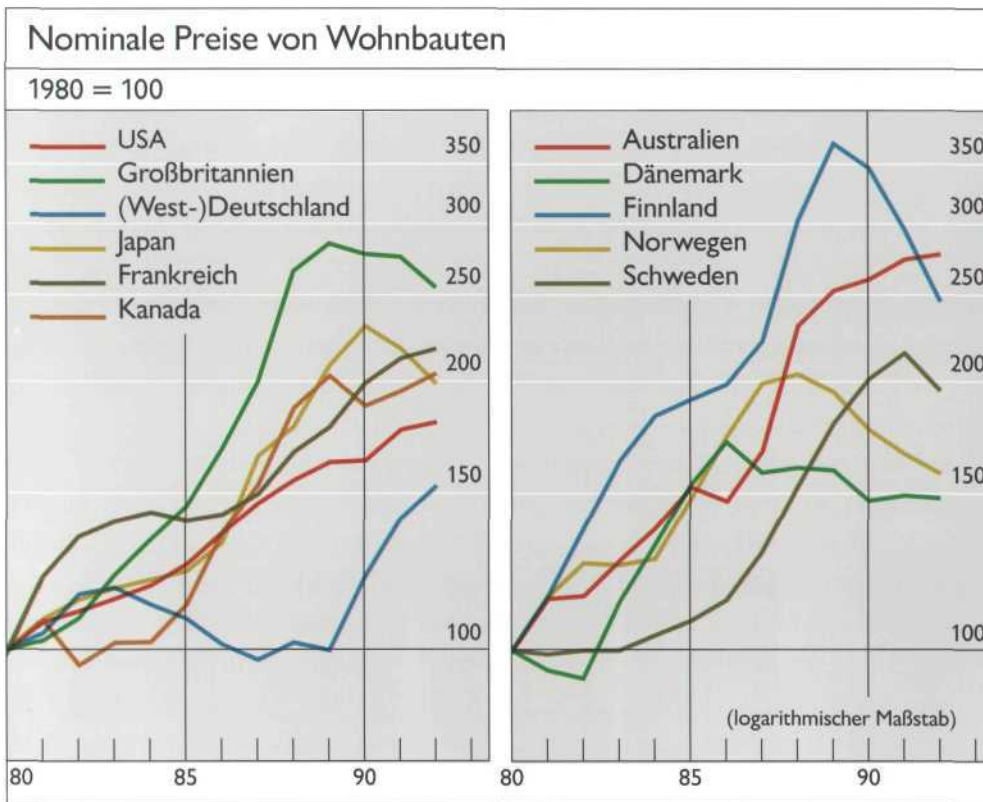
Die japanischen Aktienkurse fielen während der ersten vier Monate 1992 stark. Den Hintergrund hierfür bildeten neue Enthüllungen über Finanzskandale, massive Aktienverkäufe durch Finanzinstitute vor Ende des Finanzjahres im März und zunehmende Anzeichen einer wirtschaftlichen Abschwächung. Ein im April verkündetes Paket finanz- und geldpolitischer Maßnahmen zur Konjunkturbelebung konnte den Kursrutsch nicht stoppen, und der Nikkei-Index sank auf unter 20 000 Punkte. Nach einer kurzen Atempause setzten die Aktienkurse angesichts neuer Anzeichen einer Konjunkturabschwächung ihren Fall zur Jahresmitte weiter fort. Im Juli erreichte der Index den tiefsten Stand seit sechs Jahren. Als Reaktion gaben die Behörden Ende August eine Anzahl von Maßnahmen zur Belebung der Wirtschaft und zur Stützung der Aktienkurse bekannt. Das Programm enthielt Erhöhungen der öffentlichen Investitionen und Kreditfazilitäten für den Wohnbau in einer Gesamtsumme von ¥ 10,7 Bio. (über 2% des BIP), Steueranreize für Ausrüstungsinvestitionen, eine Lockerung der Beschränkungen beim Aktienkauf durch Privatanleger und öffentliche Fonds sowie die Einstellung von Aktienangeboten durch öffentliche Stellen. Die Aktienkurse reagierten schnell und stiegen von August bis September um fast 15%. Sie begannen jedoch bald wieder zu sinken, da die Investoren auf Anzeichen zu warten schienen, daß die Wirtschaft die Talsohle durchschritten hatte. Am Jahresanfang 1993 lagen die Aktienkurse mehr als 20% unter dem Vorjahresniveau. Seit Februar haben sie einen Großteil des verlorenen Bodens jedoch wieder wettgemacht, teilweise als Ergebnis der Ankündigung weiterer Erhöhungen der öffentlichen Investitionen und der Steuervergünstigungen um insgesamt ¥ 13,2 Bio. bzw. knapp 3% des BIP.

#### *Immobilienpreise*

Allgemeine Preisschwäche bei Immobilien

Die Abwärtskorrektur der Immobilienpreise im Wohn- und gewerblichen Bau einiger Länder setzte sich im letzten Jahr weiter fort. Es schien sogar, daß sich der Immobilienpreisverfall zusehends ausbreitete und in einigen Ländern verstärkte. Ohne Zweifel spiegelte dies bis zu einem gewissen Ausmaß eine unvermeidliche Korrektur früherer exzessiver Preissteigerungen wider. Es könnte zum Teil auch der Ausweitung der wirtschaftlichen Abschwächung in einer zunehmenden Anzahl von kontinentaleuropäischen Ländern und in Japan sowie dem Ausbleiben einer widerstandsfähigen Erholung in anderen Ländern, wie z.B. Großbritannien, zugeschrieben werden. In den Ländern, in denen der Preisverfall zuerst begonnen hatte, gab es im Jahresverlauf Anzeichen, daß der Tiefpunkt





näherrückte. Die Wahrscheinlichkeit einer nachhaltigen Aufwärtsbewegung blieb jedoch in vielen Fällen wegen des beachtlichen Angebotsüberhangs gering.

Die landesweiten Rückgänge bei den Immobilienpreisen im Wohnbau-sektor waren besonders stark in Finnland, wo Ende 1992 die nominalen Preise für Wohneigentum gegenüber ihrem Spitzenwert im Jahr 1989 um 34% gefallen waren, und in Norwegen, wo der kumulative Preisverfall seit 1988 im letzten Jahr 23% erreichte (s. die obenstehende Grafik). In Dänemark und Großbritannien war der Gesamtrückgang der Preise für Wohneigentum bescheidener, obwohl er bereits früher begonnen hatte. Während der nationale Abschwung der Immobilienpreise in Japan erst 1991 und in Schweden im Jahresverlauf 1992 einsetzte, war der Rückgang in beiden Fällen stärker als jener in Großbritannien, seit der Abschwung 1990 begann. In Deutschland stiegen dagegen im letzten Jahr die Preise weiter an, wenn sich auch das Tempo verlangsamte.

Regionale Unterschiede waren in einigen Ländern – darunter Frankreich, Großbritannien und die USA – besonders ausgeprägt. Verglichen mit den anderen Teilen des Landes hat beispielsweise in Paris ein relativ ausgeprägter Preisschwung stattgefunden; es wird gemeldet, daß die Preise dort jetzt auf das Niveau von 1987 zurückgefallen sind. In Deutschland stabilisierten sich die Preise in Frankfurt im letzten Jahr, stiegen in Berlin aber weiter und sind dort jetzt praktisch doppelt so hoch wie 1989.

Markante Preisrückgänge bei Wohneigentum wurden in einigen Fällen von einer beträchtlichen Abnahme der Umsätze im Wohnsektor begleitet. Das zeigte sich besonders deutlich in Großbritannien, wo die Zahl der Geschäftsfälle seit dem Spitzenwert 1988 um fast 50% gefallen ist und derzeit auf dem niedrigsten

Wohnbauten

Niveau seit 1974 liegt. Auch in Dänemark war der Umsatz 1991 um ungefähr 35% geringer als im Rekordjahr 1985 und nicht viel höher als 1974/75. Gemessen am vorhandenen Wohnungsbestand war der Rückgang sogar noch größer. Die Bemühungen des Staates, den Umsatz anzukurbeln und die Preise zu stabilisieren, sahen in beiden Ländern ähnlich aus: eine generelle oder teilweise Aufhebung der Stempelgebühren sowie Maßnahmen, um Zwangsverkäufen Einhalt zu gebieten und so einen weiteren Abwärtsdruck auf die Preise zu verhindern. Jüngste Schätzungen deuten an, daß sich das Transaktionsvolumen in Dänemark stabilisiert und in Großbritannien erhöht hat, was vielleicht ein erstes Anzeichen für eine Rückkehr zu einem stabileren Preisgefüge ist.

Die Preisbewegungen bei gewerblichen Immobilien folgten im Jahresverlauf weitgehend jenen im Wohnsektor. Der Preisverfall setzte sich überall – und tendenziell sogar in beschleunigtem Tempo – weiter fort, während die Leerstandsquoten weiter anstiegen (s. die untenstehende Tabelle). Der stärkste Rückgang bei den Preisen gewerblicher Immobilien stellte sich 1992 in Sydney ein; dort erreichte der ab 1989 kumulierte Preisverfall 60%. Auch in London sanken die Preise schon im vierten aufeinanderfolgenden Jahr deutlich, aber das neu erwachte Interesse von Anlegern aus Übersee gab Anlaß zu Optimismus, daß der Markt endlich den Wendepunkt erreichen könnte. Eine ähnlich positive Stimmung verbreitete sich in den USA. Obwohl die gewerblichen Immobilienpreise in Japan im Vergleich zu anderen Ländern nur leicht zurückgegangen

Nominale Preise gewerblicher Immobilien in größeren Städten									
Stadt	Leerstands- quote <sup>1</sup> Dezember 1992	1980– 85	1985– 92	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Jahresveränderung in Prozent									
USA <sup>2</sup>									
Nordosten	22 <sup>3</sup>	10	–4	5	2	1	– 7	–18	–13
Pazifik	20 <sup>4</sup>	4 <sup>5</sup>	–3	2	4	2	– 2	–11	–14
Tokio	1	7	11	61	3	5	4	– 7	–19
Berlin <sup>6</sup>	1	n.v.	25	0	5	35	151	38	– 7
Frankfurt	8	3	13	25	13	37	21	12	–24
Paris	7	17	6	10	7	23	17	–13	–18
Mailand	10 <sup>7</sup>	n.v.	11	4	27	26	52	– 8	–18
London	14	10	–3	40	18	– 3	–14	–28	–30
Toronto <sup>2,8</sup>	15	n.v.	2	10	13	10	– 3	– 9	–13
Sydney	21 <sup>9</sup>	18	–2	38	30	6	–24	–20	–35
Kopenhagen <sup>10</sup>	5 <sup>7</sup>	11	4	5	0	5	1	– 9	– 6
Helsinki	11	30	2	37	27	32	–20	–17	–20
Oslo <sup>10</sup>	15 <sup>7</sup>	20	–2	24	–10	–16	– 9	–17	– 8
Madrid	7	17	12	50	36	44	12	–26	–28
Stockholm	7 <sup>7</sup>	30	2	35	20	13	3	–43	–13

<sup>1</sup> Die Leerstandsquote ist der gesamte freie fertiggestellte Büroraum in Prozent des gesamten vorhandenen Büroraums. <sup>2</sup> Viertes Quartal gegen viertes Quartal des Vorjahres. <sup>3</sup> Manhattan-Zentrum. <sup>4</sup> Los Angeles. <sup>5</sup> 1983–85. <sup>6</sup> Bis 1989: nur Berlin (West). <sup>7</sup> Auf der Basis der begrenzten verfügbaren Marktdaten. <sup>8</sup> Preisindex für Büroraum in Ontario. <sup>9</sup> September. <sup>10</sup> Nationaler Durchschnitt der Immobilienpreise.

Quellen: Jones Lang Wootton; verschiedene private Immobilienverbände.



waren und die Leerstandsquoten in Tokio niedrig blieben, beinhaltete die Serie von Wirtschaftsmaßnahmen, die im August 1992 und im April 1993 verkündet worden waren, spezielle Schritte zur Stützung der Immobilienpreise, insbesondere die Beschleunigung staatlicher Grundstückskäufe, eine Erhöhung der Mittel für die Housing Loan Corporation und steuerliche Vergünstigungen bei der Kreditaufnahme zum Erwerb von Wohneigentum. Außerdem schufen die Banken Ende 1992 eine Institution zur Abwicklung von notleidenden immobilienbesicherten Krediten.

In Kontinentaleuropa verzeichneten im letzten Jahr – neben anderen Städten – Paris, Madrid und Mailand weitere Rückgänge. Die Preise sanken auch in Frankfurt, nach einem Jahrzehnt des Anstiegs, und in Berlin. Die französische Regierung reagierte auf die Marktschwäche Ende Dezember mit der Ankündigung von Plänen für die Lockerung des Systems, das eine amtliche Genehmigung für große Büroumzüge innerhalb von Paris erfordert und geschaffen worden war, um die Verlagerung in andere Regionen zu fördern. Zusätzlich gab es einige Maßnahmen für eine günstigere steuerliche Behandlung von Immobilientransaktionen sowie Vermietung bzw. Verpachtung.

### Preise für Vermögenswerte: Längerfristige Betrachtung

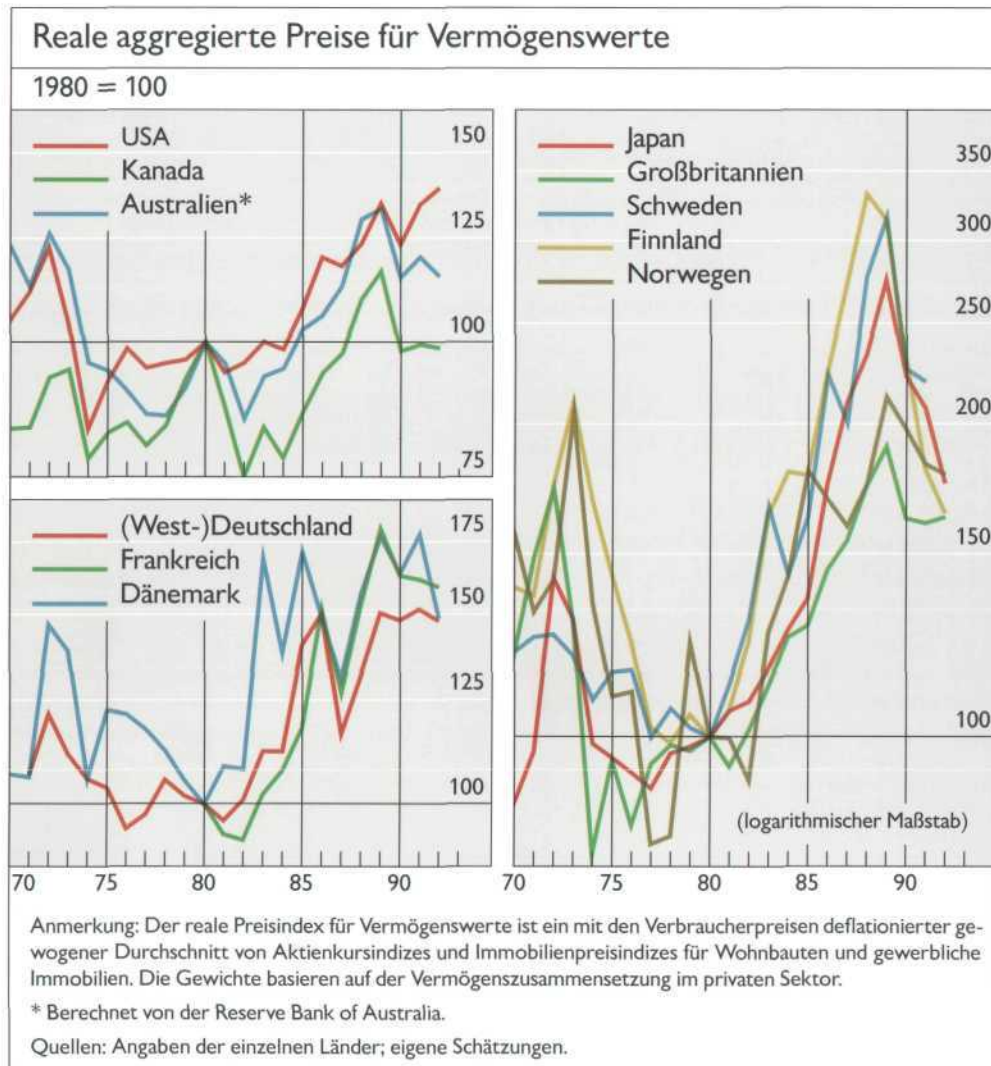
Die gegenüberstehende Grafik ermöglicht eine längerfristige Betrachtung der realen Preisbewegungen bei Vermögenswerten in einigen Industrieländern über die letzten zwei Jahrzehnte. Sie zeigt für jedes Land ein Gesamtmaß für die Vermögenspreise bzw. einen aggregierten Preisindex für Vermögenswerte, der als gewogener Durchschnitt der nationalen Aktienkursindizes und der Preisindizes für Wohnbauten und gewerbliche Immobilien gebildet ist. Die Gewichtungen sind Schätzungen der Anteile dieser Vermögenswerte am Gesamtvermögen des Privatsektors. Die Grafik gewährt zahlreiche Einblicke in das Verhalten der realen Preise für Vermögenswerte sowohl in den verschiedenen Ländern als auch im Zeitverlauf.

In den letzten zehn Jahren durchliefen die realen aggregierten Preise für Vermögenswerte in einer großen Anzahl von Ländern einen geschlossenen Zyklus; das Ausmaß des Preisanstiegs und nachfolgenden Rückgangs war jedoch höchst unterschiedlich. Die stärksten Bewegungen traten in einigen nordischen Ländern und in Japan auf. In Schweden und Finnland beispielsweise verzeichneten die realen Preise für Vermögenswerte von 1980 bis 1989 einen Anstieg um über 200%, der dann in den letzten drei Jahren zu einem Großteil wieder abgebaut wurde. Auch Norwegen erlebte große Schwankungen, wenngleich nicht ganz so ausgeprägt. In Großbritannien kann der Aufschwung bis Mitte der siebziger Jahre zurückverfolgt werden: Der Anstieg um ungefähr 150% vom Preistief zum Preishoch war von der Rezession Anfang der achtziger Jahre nur mäßig berührt worden. In anderen Ländern – vornehmlich in Australien – waren die Preisausschläge für Vermögenswerte in Relation zu den früheren Erfahrungen dieser Länder ebenfalls ausgeprägt und hatten tiefgreifende Auswirkungen auf das Finanzsystem und die Wirtschaft.

Obwohl der aggregierte Index als synthetisches Maß für das Preisverhalten von Vermögenswerten nützlich ist, verdeckt er einige erwähnenswerte Bewe-

Aggregierte  
Preisindizes für  
Vermögens-  
werte ...

... mit großen  
Schwankungen in  
den achtziger  
Jahren



gungen der individuellen Komponenten. In einigen Ländern werden die ausgeprägten Immobilienpreiszyklen durch heftige Kursausschläge beim Aktienindex überlagert. Das deutlichste Beispiel ist Dänemark, wo die Immobilienpreise 1986 die Spitze erreichten. Des weiteren gab es in einigen Ländern beachtliche regional begrenzte Schwankungen. In den USA kam es beispielsweise zu größeren asynchronen Ausschlägen, die der Reihe nach im Mittleren Westen, im Nordosten und im Südwesten auftraten. Auch London und Paris erlebten große Auf- und Abwärtsbewegungen, die in den landesweiten Maßgrößen verwässert sind. Tatsächlich ist Deutschland das einzige Land in der betrachteten Auswahl, das offensichtlich einen ausgeprägten Zyklus bei den Grundstücks- und Gebäudepreisen oder den Aktienkursen vermeiden konnte.

In gewisser Hinsicht haben die Preisbewegungen bei den Vermögenswerten seit Beginn der achtziger Jahre Ähnlichkeit mit jenen von Beginn bis Mitte der siebziger Jahre. In beiden Perioden traten große Preisausschläge auf, obwohl sie in den achtziger Jahren im allgemeinen ausgeprägter waren (s. die obenstehende Grafik). Darüber hinaus kam es während des Konjunkturhochs zu heftigeren Schwankungen, was einen deutlichen Unterschied zum Konjunkturzyklus gegen Ende der siebziger Jahre bedeutet.

Vergleich mit  
den siebziger  
Jahren



Die beiden Aufschwungsphasen der realen Preise für Vermögenswerte									
Land	Wohnbauten			Gewerbliche Immobilien			Aktien		
	Aufschwung 70er Jahre <sup>1</sup>	Aufschwung 80er Jahre		Aufschwung 70er Jahre <sup>1</sup>	Aufschwung 80er Jahre		Aufschwung 70er Jahre <sup>1</sup>	Aufschwung 80er Jahre	
		Erste Hälfte <sup>2</sup>	Zweite Hälfte <sup>3</sup>		Erste Hälfte <sup>2</sup>	Zweite Hälfte <sup>3</sup>		Erste Hälfte <sup>2</sup>	Zweite Hälfte <sup>3</sup>
	Kumulierte Veränderung in Prozent								
USA	10	2	13	n.v.	2	−15	22	44	46
Japan	57	23 <sup>4</sup>	74	24	10	86	128	88 <sup>5</sup>	166
(West-)Deutschland	39 <sup>6</sup>	− 7	21	16 <sup>6</sup>	1	98	6	139	13
Frankreich	n.v.	−14	27	n.v.	39	78	13	112	86
Großbritannien	64	16	60	n.v.	−1	33	41	78	41
Kanada	40	3	52	n.v.	n.v.	1	18	31	15
Australien	15	2	22	62 <sup>7</sup>	126 <sup>4</sup>	65	29	67	25
Dänemark	24	38	8	2	52	30	88	190 <sup>5</sup>	14
Finnland	17	35 <sup>5</sup>	59	31 <sup>6</sup>	235 <sup>8</sup>	73	237 <sup>9</sup>	105	146
Norwegen	35	10	15	n.v.	65 <sup>10</sup>	37	65	246	31
Schweden	2	0	35	−30	6	52	18	182 <sup>5</sup>	114

<sup>1</sup> Von Preistief bis Preishoch bzw. – wenn kein Preistief festgestellt werden konnte – von 1970 bis Preishoch.   <sup>2</sup> Von Preistief bis 1985 bzw. – wenn kein Preistief festgestellt werden konnte – ab 1981.   <sup>3</sup> Von 1985 bis Preishoch.   <sup>4</sup> Preistief 1977.   <sup>5</sup> Preistief 1979.   <sup>6</sup> Beginn der Zeitreihe 1971.   <sup>7</sup> Preistief 1969.   <sup>8</sup> Preistief 1978.   <sup>9</sup> Preistief 1967.   <sup>10</sup> Beginn der Zeitreihe 1980.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Nichtsdestoweniger sind auch eine Anzahl von Unterschieden offensichtlich. Erstens ergab sich der Preisanstieg bei den Vermögenswerten Anfang der siebziger Jahre in vielen Ländern im allgemeinen innerhalb eines viel kürzeren Zeitraums – höchstens zwei bis drei Jahre verglichen mit einer mehr als doppelt so langen Periode in den achtziger Jahren. Zweitens waren die Schwankungen zu Beginn der siebziger Jahre in den meisten Ländern nicht von Immobilienpreiserhöhungen, sondern von Aktienkurssteigerungen dominiert (s. die obenstehende Tabelle). Dagegen war der Anstieg des Preisindex für Vermögenswerte in der ersten Hälfte der achtziger Jahre zwar wiederum hauptsächlich das Ergebnis eines Aktienkursbooms, aber in der zweiten Hälfte des Jahrzehnts war der Beitrag der Immobilienpreise viel größer, wobei die Ursache vornehmlich in dem starken Preisanstieg von Wohneigentum zu suchen ist. Australien und Großbritannien weichen hiervon insofern deutlich ab, als die Immobilienpreise dort auch in den siebziger Jahren eine wichtige Rolle spielten. Drittens bedeutete die Umkehr des Aufschwungs der realen Preise für Vermögenswerte in einer Mehrzahl von Ländern größere nominale Rückgänge als in den siebziger Jahren (s. die Tabelle auf S. 179 oben). Das ist teilweise auf die niedrigere Teuerungsrate zurückzuführen, doch es kam dazu trotz der größeren Bedeutung der Immobilienpreise, die historisch betrachtet mit einer viel geringeren Wahrscheinlichkeit nominal fallen als die Aktienkurse. Diese Entwicklungen erklären bis zu einem gewissen Grad die schwerwiegenden Auswirkungen der Preise für Vermögenswerte auf die Bilanzen sowohl der Finanzinstitute als auch der Wirtschaftsakteure aus dem Nichtfinanzbereich in den letzten Jahren.

Die beiden Abschwungphasen der realen und nominalen aggregierten Preise für Vermögenswerte				
Land	Siebziger Jahre <sup>1</sup>		Achtziger Jahre <sup>1</sup>	
	Real	Nominal	Real	Nominal
	Kumulierte Veränderung in Prozent			
USA	-32	-17	- 8 <sup>2</sup>	- 3 <sup>2</sup>
Japan	-37	4	-36	-31
(West-)Deutschland	-22	- 2	- 2	1
Frankreich	n.v.	n.v.	-12	- 4
Großbritannien	-56	-41	-15 <sup>3</sup>	- 7 <sup>3</sup>
Kanada	-17	- 7	-16	-12
Australien	-32	39	-14 <sup>2</sup>	- 8 <sup>2</sup>
Dänemark	-28	- 9	-16	-10
Finnland	-53	-16	-51	-42
Norwegen	-61	-56	-16	- 8
Schweden	-13	4	-31	-17

<sup>1</sup> Zeitraum definiert durch die Veränderung des realen Index zwischen Preishoch und Preistief bzw. – falls in den achtziger Jahren kein Preistief erreicht wurde – gegenüber dem letzten gemessenen Wert. <sup>2</sup> Preistief 1990. <sup>3</sup> Preistief 1991.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Mögliche Erklärungsfaktoren:  
– reales Wirtschaftswachstum

Unterschiede zwischen diesen beiden Perioden finden sich auch in der Kombination der Faktoren, die den Preisbewegungen bei den Vermögenswerten zugrunde liegen dürften. Obwohl der Preisanstieg in beiden Perioden vor dem Hintergrund eines robusten Wirtschaftswachstums stattfand, war die Reagibilität des Preisindex für Vermögenswerte auf das reale BIP-Wachstum in fast allen Ländern in den achtziger Jahren deutlich größer (s. die untenstehende Tabelle). Die einzigen Länder mit einer deutlich niedrigeren Reagibilität waren Großbritannien und Dänemark. Daher ist der länger anhaltende wirtschaftliche Aufschwung in den achtziger Jahren zwar möglicherweise der Grund für die längere Dauer des Preisanstiegs bei Vermögenswerten, dessen stärkere Steigung kann er aber nicht vollständig erklären.

– inflationsbereinigte Zinsen

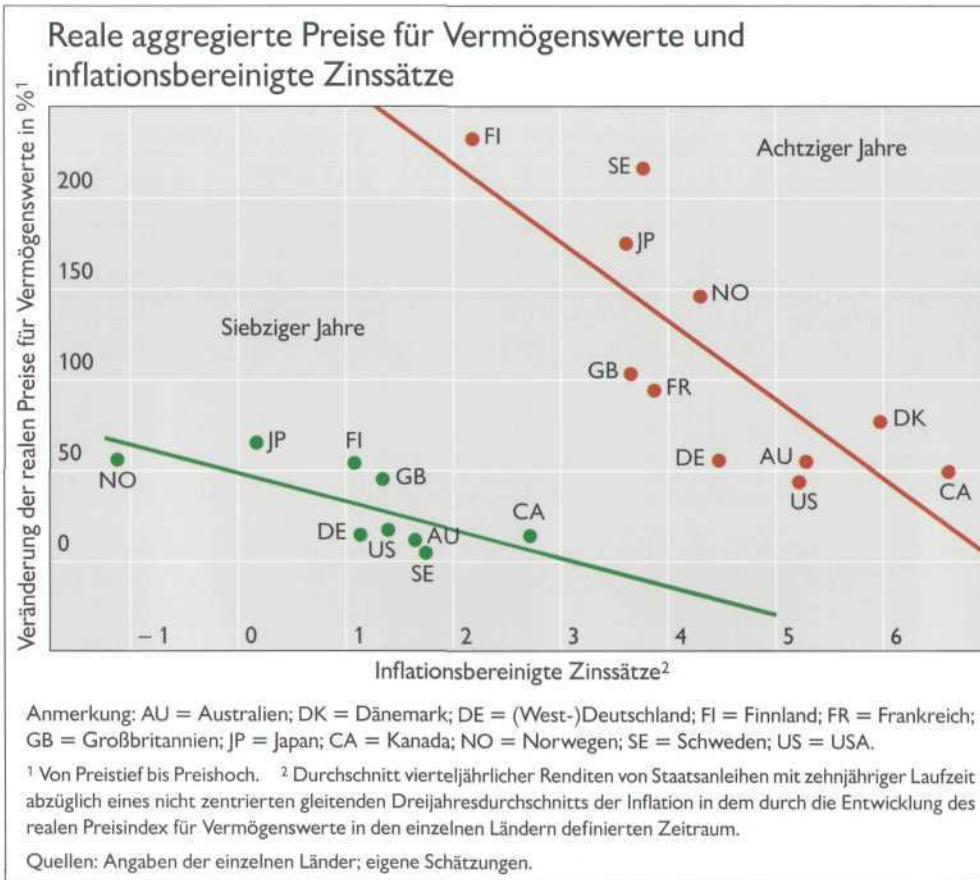
Auch dem inflationsbereinigten Zinsniveau kann der steilere Anstieg nicht zugeschrieben werden (s. die umstehende Grafik). In beiden Perioden besteht

Reagibilität der realen aggregierten Preise für Vermögenswerte auf das Wirtschaftswachstum in den beiden Aufschwungphasen*					
Land	Siebziger Jahre	Achtziger Jahre	Land	Siebziger Jahre	Achtziger Jahre
USA	1,14	1,48	Kanada	0,60	1,41
Japan	3,12	3,18	Australien	1,02	1,68
(West-)Deutschland	1,36	1,82	Dänemark	3,19	2,31
Frankreich	n.v.	4,11	Finnland	2,43	6,35
Großbritannien	4,05	3,39	Norwegen	3,82	5,75
			Schweden	0,30	6,88

\* Anstieg des realen aggregierten Preisindex für Vermögenswerte zwischen Preistief und Preishoch in Prozent dividiert durch das Wachstum des realen BIP zwischen Preistief und Preishoch in Prozent.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

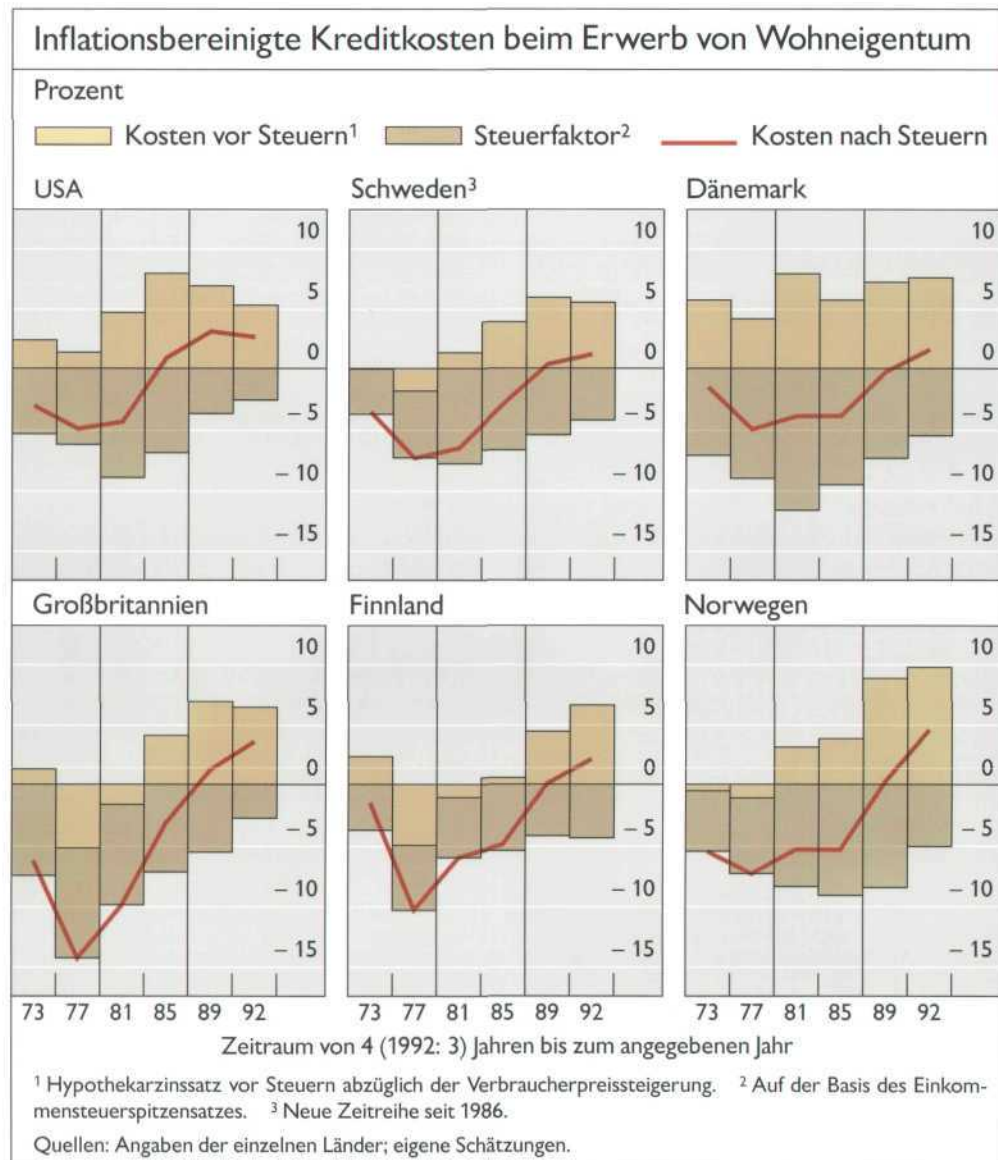




in den Ländern ein deutlich negativer Zusammenhang zwischen den inflationsbereinigten Zinssätzen und den Preisanstiegen bei den Vermögenswerten; allerdings war das Zinsniveau Anfang der siebziger Jahre niedrig oder sogar negativ, in den achtziger Jahren dagegen positiv und viel höher.

Auch bei einer ausdrücklichen Berücksichtigung von steuerlichen Faktoren sehen die Schlußfolgerungen nicht wesentlich anders aus. Zugegebenermaßen waren in den achtziger Jahren die entsprechenden Opportunitätskosten der Kapitalbeschaffung nach Berücksichtigung der Steuerabsetzungsmöglichkeiten niedriger; dieser Faktor ist besonders signifikant in Ländern mit einer relativ hohen Inflation sowie für diejenigen, die die Kreditkosten steuerlich absetzen können. Führt man eine derartige Bereinigung durch, waren zum Beispiel die Kapitalbeschaffungskosten für private Hauskäufe in den nordischen Ländern über weite Strecken der achtziger Jahre negativ; das ergab sich durch die volle Absetzbarkeit der Hypothekarzinszahlungen in Verbindung mit einer anhaltenden Inflation (s. die Grafik auf S. 181). Überdies trägt wohl auch eine Reduktion der effektiven Steuererleichterungen dazu bei, die zeitliche Abfolge des jüngsten Preisabschwungs beim Wohneigentum in mehreren – vornehmlich einigen nordischen – Ländern und bei den gewerblichen Immobilien in den USA zu erklären. Allerdings galten auch Anfang der siebziger Jahre günstige Steuervorschriften, so daß diese auch nicht der alleinige Grund für die Unterschiede bei der Reagibilität auf die Realzinsen zwischen den beiden Perioden sein können. Wie weiter unten ausgeführt wird, könnte der Einfluß dieser

– Besteuerung



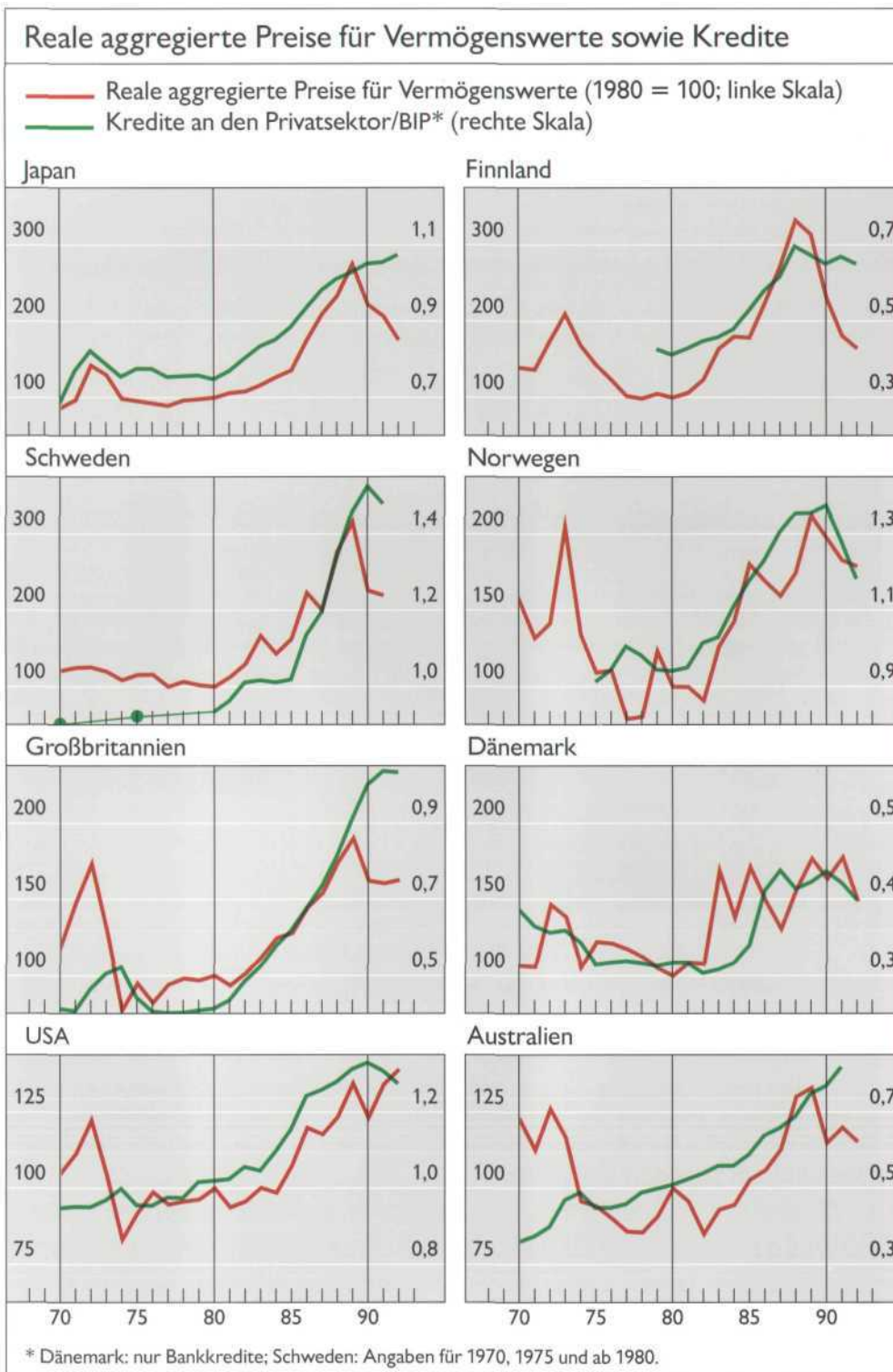
steuerlichen Absetzungsmöglichkeiten jedoch durch den Wandel des finanziellen Umfelds zugenommen haben.

– Verfügbarkeit von Krediten

Wenn die Stärke des Wirtschaftswachstums, das inflationsbereinigte Zinsniveau und die Besteuerung den heftigen Preisanstieg bei den Vermögenswerten in den achtziger Jahren nicht hinreichend erklären können, dann muß die wesentliche treibende Kraft woanders gesucht werden. Hier bietet sich natürlich das Verhalten der Kredite an. In den meisten betrachteten Ländern gab es eine relativ starke Korrelation zwischen den Krediten des Privatsektors im Verhältnis zum BIP und den Preisbewegungen bei Vermögenswerten; diese war viel stärker als in den frühen siebziger Jahren (s. die Grafik auf S. 182).

Es gibt eine Anzahl von Gründen, warum Kredite und Preise für Vermögenswerte korrelieren könnten. Auf der Nachfrageseite wird die Kreditaufnahme normalerweise durch die Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Einnahmenströme aus Real- und Finanzinvestitionen gesteuert, die sich in den Marktpreisen für Vermögenswerte widerspiegeln. Entscheidungen zur Kreditaufnahme können auch eher spekulativer Natur sein, wenn es die

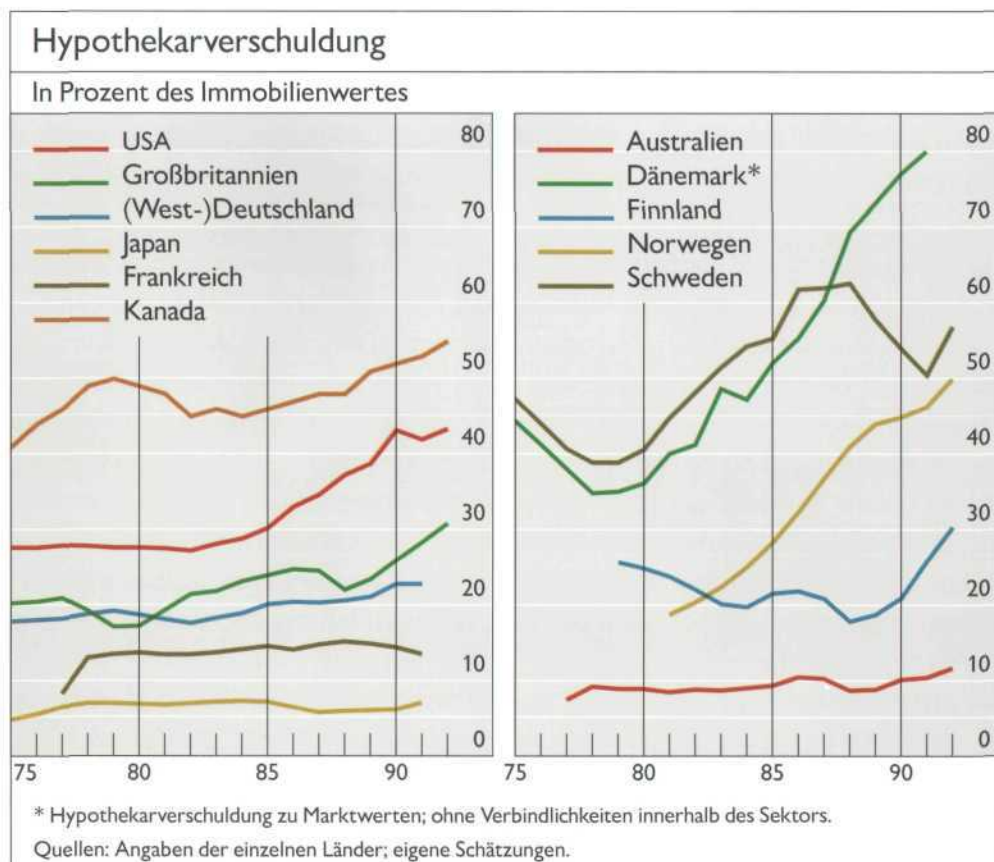




Marktteilnehmer auf erwartete Veräußerungsgewinne abgesehen haben. Auf der Angebotsseite erhöht sich die Bereitschaft der Finanzintermediäre zur Kreditgewährung, wenn die Preise für Vermögenswerte steigen, weil dann die Kreditnehmer leichter Sicherheiten stellen können. In den späteren Phasen von Preisbooms bei Vermögenswerten können die erwarteten Veräußerungsgewinne zur dominierenden Kraft werden und sich von dem, was in der Wirtschaft selbst geschieht, völlig abkoppeln. Der Abschwung kann dann durch eine

breite Palette von Faktoren ausgelöst werden, wie etwa eine Abschwächung der Wirtschaftsaktivität, weniger attraktive Steuerabsetzungsmöglichkeiten oder eine Straffung der Geldpolitik. Dann ist der Weg frei für eine Periode fallender Preise für Vermögenswerte, Anpassungen in den Bilanzen sowohl der Finanzintermediäre als auch der Kreditnehmer und ein abnehmendes oder negatives Kreditwachstum. Nach der massiven Kreditaufnahme in den achtziger Jahren im Vertrauen auf den Wertanstieg bei ihrem Wohneigentum (s. die untenstehende Grafik) erlebten beispielsweise in einigen Ländern viele private Haushalte, daß der Wert ihrer Immobilie unter die ausstehende Hypothekarschuld fiel. Es wird geschätzt, daß in Großbritannien Ende 1992 nicht weniger als 1½ Millionen Hauseigentümer, das sind rund 10% der Gesamtzahl, davon betroffen waren. In einigen nordischen Ländern und gewissen Regionen der USA standen die privaten Haushalte vor ähnlichen Problemen.

Einige Elemente des oben geschilderten Szenarios dürften bei allen mittelfristigen Preisausschlägen bei Vermögenswerten auftreten. Was die Erfahrungen der achtziger Jahre besonders auszeichnet, ist ihre Breite und Heftigkeit im Anschluß an die starke Kreditexpansion im Verlauf des Jahrzehnts. Zu einem großen Teil war dieses schnelle Wachstum das Ergebnis einer Lockerung der Kreditrestriktionen im Finanzsektor angesichts vom Markt ausgelöster wie auch regulativ bedingter Strukturänderungen. Diese Änderungen bewirkten, daß der Wettbewerbsdruck zwischen den Finanzinstituten erhöht und die Palette der Möglichkeiten zur Kreditaufnahme erweitert wurden. Dabei





erhöhten sie auch die Wirkung von steuerlichen Vorschriften, die die Verschuldung begünstigten. Diese hatten zwar auch vorher gegolten, waren aber von geringem Einfluß gewesen, solange weitgehende Kreditrationierung herrschte.

Die relative Bedeutung der staatlichen Maßnahmen und der Marktkräfte bei der Beeinflussung der Strukturen und Verhaltensweisen im Finanzsektor ist nicht immer eindeutig zu bestimmen, da die Deregulierung auf der Vorstellung beruhte, daß die bestehenden Kontrollen nicht länger wirksam seien. Die Gewichtsverteilung zwischen den beiden Faktoren war jedoch von Land zu Land stark unterschiedlich. Die Marktkräfte waren beispielsweise vornehmlich für die Verschärfung des Wettbewerbs zwischen Banken und Wertpapierhäusern in den USA verantwortlich, die die Welle fremdfinanzierter Übernahmen der achtziger Jahre anheizte, ein Faktor, der zum Anstieg der Aktienkurse beitrug. Hingegen war in Schweden, Norwegen und Finnland die Deregulierung besonders weitreichend; diese Länder gingen Mitte des letzten Jahrzehnts innerhalb weniger Jahre von einem System der Kreditbegrenzung zu einem freien Wettbewerb über. Ein ähnlicher Prozeß vollzog sich Anfang der achtziger Jahre in Australien. Auch in Großbritannien fand eine umfassende Deregulierung statt. Hier wurden Anfang bis Mitte der achtziger Jahre (direkte und indirekte) Kreditvergabebeschränkungen abgeschafft und ein stärkerer Wettbewerb zwischen Banken und Building societies gefördert, wodurch ein bereits bestehender Markttrend verstärkt wurde. Interessanterweise war auch hier den Preissteigerungen bei den Vermögenswerten Anfang der siebziger Jahre ein Deregulierungsprozeß (unter dem Competition and Credit Control Act 1971) vorausgegangen. In Japan ist die Aufhebung von Kontrollen allmählicher erfolgt, aber ab Mitte der achtziger Jahre wurden die Beschränkungen für den Zugang der Unternehmen zu den internationalen Märkten gelockert und die Einlagenzinsen teilweise freigegeben, während die weniger regulierten Nichtbankkreditinstitute florierten. In Deutschland hingegen, wo das Finanzsystem nur geringen Strukturveränderungen unterworfen war, gab es keinen großen Preiszyklus bei Vermögenswerten.

Neben strukturellen Faktoren scheint eine lockere Geldpolitik teilweise für das schnelle Kreditwachstum während des Preisaufschwungs bei den Vermögenswerten verantwortlich gewesen zu sein, insbesondere in einigen der Länder mit den ausgeprägtesten Preisschwankungen. Der geldpolitische Kurs in Schweden, Norwegen, Finnland und Japan entsprach – in unterschiedlichem Ausmaß – wohl kaum einer restriktiven Wirkung auf die Kreditaufnahme. Das galt auch für Großbritannien um die Mitte der achtziger Jahre, ebenso wie schon Anfang der siebziger Jahre. Zweifellos erschwerten die raschen Strukturveränderungen die Aufgabe der Behörden. Wo die Zinssätze an die Stelle quantitativer Beschränkungen als wesentlicher Steuerungsmechanismus für die Kreditvergabe traten, konnte ihre Höhe leicht zu falschen Schlüssen über die Anspannungen an den Kreditmärkten führen, besonders wenn eine erhebliche aufgestaute Nachfrage vorhanden war. In ähnlicher Weise wurde die starke Ausweitung der Kreditaggregate und der breit abgegrenzten Geldmengen manchmal als ein harmloses Nebenprodukt der Deregulierung abgetan. In einigen Fällen hingen die relativ lockeren Kreditbedingungen auch damit zusammen, daß man den Wechselkurs nicht ansteigen lassen wollte, was besonders

Rolle von Deregulierung und Wettbewerb ...

... und Geldpolitik

bei liberalisiertem Kapitalverkehr große Wirkung hat. Hingegen half wahrscheinlich die geldpolitische Disziplin, der die Teilnehmer des EWS-Wechselkursmechanismus unterworfen sind, ein spekulatives Verhalten im Zaum zu halten.

Eine grundsätzliche Frage, die durch die jüngste Phase mittelfristiger Preisausschläge bei Vermögenswerten aufgeworfen wurde, ist, ob diese großen Schwankungen sich fortsetzen werden oder ob die kürzliche Erfahrung eine Ausnahme war. In dem Maße, wie diese Entwicklung die Kosten der Anpassung an ein wettbewerbsintensiveres, dereguliertes finanzielles Umfeld widerspiegeln, besteht Grund zu Optimismus. Gleichzeitig kann in einem derartigen Umfeld die Kreditnachfrage leichter befriedigt werden, und es kommt eher zu spekulativem Druck. Wie weiter unten argumentiert wird, ist die Verhinderung solcher Auswüchse und der Gefahr, die sie für die Stabilität des Finanzsystems bedeuten, eine große regulative Herausforderung, die ein konsistentes Handeln auf der makro- und mikroökonomischen Ebene erfordert.

### Jüngste Entwicklung im Bankensektor

Weitverbreitete Verschlechterung der Ertragslage der Banken

Seit dem Ende der achtziger Jahre verschlechtern sich die Ertragslage, die Qualität des Forderungsbestands und die Bonität der Banken in den meisten Industrieländern auf breiter Basis. Die beispiellose Welle von Ratingherabstufungen, die über den Bankensektor hinweggegangen ist, ist der aufschlußreichste Indikator dieses Trends.

Diese Verschlechterung spiegelt teilweise die konjunkturelle Abschwächung in dieser Periode wider. Ihre Größenordnung wurde jedoch erhöht durch die ausgeprägten Preisausschläge bei den Vermögenswerten und den recht verbreiteten Anstieg der Verschuldung im Privatsektor, die den gegenwärtigen Konjunkturzyklus charakterisieren. Die Banken in den Ländern, in denen die Preisbewegungen bei den Vermögenswerten und die Kreditzuwächse vergleichsweise größer waren, gehörten zu den am härtesten betroffenen. Die Immobilienpreise haben eine besonders wichtige Rolle gespielt, nicht nur wegen der verbreiteten Verwendung von Grundstücken und Gebäuden als Kreditsicherheiten, sondern auch wegen der hohen und in den meisten

Immobilienkredite der Banken in ausgewählten Ländern<sup>1</sup>

Land	1982	1985	1990	1992	Land	1982	1985	1990	1992
in Prozent der Kredite an den privaten Sektor					in Prozent der Kredite an den privaten Sektor				
USA	29	31	41	43	Kanada	30	33	46	51
Japan <sup>2</sup>	12	14	24	19	Norwegen	51 <sup>3</sup>	48	50	46
Deutschland <sup>4</sup>	44	46	42	40	Portugal	23	28	34	33
Frankreich	28	29	31	30	Schweiz	51	52	54	54 <sup>5</sup>
Großbritannien	16	19	31 <sup>6</sup>	32	Spanien	19 <sup>3</sup>	19	27	30

<sup>1</sup> Die Zahlen sind zwischen den einzelnen Ländern nicht vollständig vergleichbar. <sup>2</sup> Kredite an Bau- und Immobilienverwaltungsfirmen.

<sup>3</sup> 1983. <sup>4</sup> Vor 1990: nur Westdeutschland. <sup>5</sup> 1991. <sup>6</sup> Bruch in der Reihe aufgrund der Einbeziehung einer in eine Bank umgewandelten Building society.

Quelle: Angaben der einzelnen Länder.



Fällen wachsenden Kreditvergabe für den Erwerb und die Errichtung von Immobilien (s. die Tabelle auf S. 185).

Vorläufige Zahlen über die Ertragssituation des Bankensektors im letzten Jahr bestätigen die große Bedeutung der Immobilien, besonders der gewerblichen, für die Ertragslage und die Qualität des Forderungsbestands (s. die untenstehende Tabelle). Die Preisschwäche bei Grundstücken und Gebäuden sowie Ausfälle bei Immobilienkrediten waren Schlüsselfaktoren, die hinter den Kreditrückstellungen in einigen Ländern standen, vor allem in einigen der nordischen und angelsächsischen Länder sowie in Japan und Frankreich. In den USA folgten die Rückstellungen eng der Entwicklung am gewerblichen Immobilienmarkt: Sie verringerten sich gegenüber dem sehr hohen Niveau der vorangegangenen Jahre etwas, da sich der Markt in weiten Teilen des Landes – besonders im Nordosten – stabilisierte, setzten aber ihren Anstieg in Südkalifornien weiter fort, wo ein weiterer Preisrückgang erwartet wurde. In Schweden standen dem Vernehmen nach nicht weniger als die Hälfte der Kreditausfälle in Zusammenhang mit Immobilien.

Das Verhalten der Aktienkurse war von vergleichsweise geringerer Bedeutung, spielte aber zumindest in zwei Ländern eine spürbare Rolle, in denen die Banken erhebliche Bestände an längerfristigen Aktienanlagen haben. In Finnland verstärkte der markante Rückgang am Aktienmarkt die ernstesten Probleme der Banken. In Japan waren die Banken – anders als in früheren Jahren – nicht in der Lage, ihre Ergebnisse durch die Realisierung stiller Reserven bei ihrem Aktienbesitz zu verbessern, was auf die Kombination aus einer anhalten-

Rolle der Immobilien ...

... und der Aktienkurse

Ertragslage großer Banken 1991 und 1992 <sup>1</sup>									
Land	Anzahl der Banken	Gewinn <sup>2</sup>		Wertberichtigungen für Kredite		Nettozinsspanne		Betriebsaufwendungen	
		1991	1992	1991	1992	1991	1992	1991	1992
		in Prozent der Aktiva insgesamt							
USA	15	0,60	1,12	1,13	0,97	3,19	3,45	3,93	3,89
Japan <sup>3,4</sup>	21	0,31	0,22	0,09	0,14	0,81	0,97	0,65	0,69
Deutschland <sup>5</sup>	3	0,63	0,67	n.v.	n.v.	2,15	2,11	2,30	2,30
Frankreich	6	0,39	0,29	0,67	0,73	2,13	2,20	2,15	2,07
Großbritannien	4	0,35	0,29	1,41	1,50	3,08	2,99	3,60	3,49
Kanada <sup>4</sup>	6	1,26	0,60	0,54	1,11	3,24	3,12	2,80	2,80
Australien <sup>4</sup>	4	1,07	-0,25	1,27	1,88	3,66	3,43	3,61	3,71
Dänemark <sup>6</sup>	2	0,01	-1,03	1,26	1,56	2,72	2,78	2,30	2,34
Finnland	3	-0,49	-1,67	0,90	2,23	1,70	1,47	2,32	2,12
Niederlande	3	0,59	0,61	n.v.	n.v.	2,14	2,20	2,08	2,11
Norwegen	4	-3,77	-1,22	3,68	2,34	2,52	2,69	3,63	3,00
Schweden	6	-0,41	-1,99	1,82	3,20	2,37	2,28	1,85	2,05
Schweiz	3	0,74	0,73	0,48	0,57	1,45	1,40	2,07	2,18
Spanien	6	1,24	0,94	0,55	0,60	3,35	3,00	2,98 <sup>7</sup>	2,88 <sup>7</sup>

<sup>1</sup> Die Zahlen sind zwischen den einzelnen Ländern nicht vollständig vergleichbar. <sup>2</sup> Gewinn vor Steuern. <sup>3</sup> 1992: Halbjahresergebnisse als Jahresrate. <sup>4</sup> Finanzjahr. <sup>5</sup> Nettoteilbetriebsergebnis, also ohne Wertberichtigungen für Kredite, Gewinne/Verluste aus Eigengeschäften und außerordentliche Posten. <sup>6</sup> Wertpapierbestand zu Marktwerten. <sup>7</sup> Fünf Banken.

Quellen: Schweden: nationale Stellen; übrige Länder: IBCA Ltd.

den Marktschwäche und dem Zureden der Behörden zurückzuführen war, die befürchteten, daß solche Verkäufe die Kurse weiter nach unten drücken könnten.

Positive  
Faktoren

Die Ausbreitung des Preisverfalls bei Vermögenswerten im letzten Jahr hat die Wirkung einiger positiver Faktoren auf die Ertragslage der Banken teilweise zunichte gemacht. Zu diesen Faktoren gehören der Rückgang der kurzfristigen Zinsen und die steiler werdende Renditenstrukturkurve, die bewirkten, daß sich die Zinsspannen vornehmlich bei Banken in Ländern, die nicht dem EWS-Wechselkursmechanismus angehören, ausweiteten. Zusätzlich waren die Währungsturbulenzen im EWS-Wechselkursverbund eine Quelle beträchtlicher unerwarteter Erträge für einige größere Finanzinstitute, insbesondere in den USA und Großbritannien. Ein längerfristiger Faktor waren die fortgesetzten Anstrengungen der Banken, ihre Betriebsaufwendungen zu begrenzen, und zwar im Rahmen weitreichenderer Einschränkungen nach der raschen Expansion im letzten Jahrzehnt, sowie als Reaktion auf den strukturellen Wettbewerbsdruck. In einigen Fällen spielten auch Versuche, die Zinsspannen bei Krediten zu erhöhen, eine Rolle, vor allem in den USA.

Die Kombination der verschiedenen Kräfte, die sich auf die Ertragssituation der Banken auswirkten, führte im letzten Jahr zu einem uneinheitlichen Bild. In Norwegen, Schweden und Finnland erlitten die Banken weiterhin Verluste (in Norwegen allerdings in abnehmendem Maße, was darauf hindeutete, daß sich die Krise abzuschwächen begann). In den meisten anderen Ländern sanken die Gewinnmargen, besonders stark in Frankreich und Australien, wo einige Großbanken beträchtliche Verluste machten. In Großbritannien waren die Ergebnisse unterschiedlich: Einige große Institute erlebten einen beträchtlichen Anstieg der Gewinne gegenüber dem gedrückten Niveau des vorangegangenen Jahres, aber ein Institut verzeichnete zum ersten Mal einen Verlust vor Steuern. In den USA hingegen meldete der Bankensektor insgesamt Rekordgewinne, und die Zahl der Verbesserungen der Kreditratings überstieg die der Herabstufungen merklich, was anzudeuten schien, daß die ärgsten Schwierigkeiten überstanden waren.

Die USA ein  
wichtiger  
Lichtblick

### Bewältigung finanzieller Notlagen

Einige jüngste  
Beispiele  
finanzieller  
Notlagen

Längerfristig betrachtet verschlechterte sich die Lage von Kreditinstituten in einer Anzahl von Ländern so erheblich, daß sich der Staat an den Kosten der notwendigen Umstrukturierung beteiligen mußte. In den USA, Norwegen, Schweden und Finnland traten in bedeutenden Teilen des Bankensektors finanzielle Notlagen auf. In Japan beschränkten sich tatsächliche Konkurse oder Sanierungen bisher auf die Nichtbankinstitute und einige der kleineren Banken, aber die Behörden haben Maßnahmen ergriffen und Privatiniciativen gefördert, die die Probleme hinsichtlich der Qualität des Forderungsbestands, mit denen Kreditinstitute ganz allgemein konfrontiert waren, auf geordnete Weise zu bewältigen versuchen. In all diesen Ländern standen die Verantwortlichen unter großem Druck, Antworten darauf zu finden, wie die entstandenen Schwierigkeiten am besten zu behandeln seien, wenn man die Auswirkungen auf die volkswirtschaftliche Stabilität und die Effizienz ihrer Finanzsysteme mit in Betracht zog.



## Die Probleme: Ausmaß und Konsequenzen

Ein Anhaltspunkt für das relative Ausmaß finanzieller Notlagen wird durch die Größenordnung der Aktiva jener Institute vermittelt, die zusammengebrochen sind oder Unterstützung erhalten haben (s. die Tabellen unten und gegenüber). Die Zahlen zeigen, daß die größten Probleme in den nordischen Ländern bestanden, wo auf die betroffenen Banken in jedem Jahr mindestens ein Viertel der gesamten Aktiva des Bankensektors entfiel. In Finnland wurden einige Banken saniert, und alle Banken kamen – im Verhältnis ihrer risikogewichteten Aktiva – in den Genuß einer allgemeinen Kapitalzuführung durch die Regierung. In Schweden haben 1993 mindestens drei weitere Institute, die nicht in der Tabelle enthalten sind und auf die ungefähr die Hälfte der gesamten Bankaktiva entfallen, Unterstützung beantragt. Im Vergleich dazu waren die Schwierigkeiten in den USA weniger ausgeprägt. Wegen des geringeren Konzentrationsgrads war die Anzahl der betroffenen Institute jedoch viel größer.

Indikatoren für finanzielle Notlagen:

– zusammenbrechende oder Unterstützung erhaltende Institute

Unterstützungsmaßnahmen für Banken in den USA								
Institutsgruppe	Empfänger			Unterstützung insgesamt <sup>1</sup>			Staatliche Unterstützung <sup>2</sup>	
	Anzahl		Aktiva in Prozent des Sektors insgesamt	in Prozent der Empfängeraktiva	in Prozent des BIP	in Milliarden US-Dollar	in Prozent der Unterstützung insgesamt	in Prozent des Haushaltsdefizits <sup>3</sup>
	absolut	in Prozent des Sektors insgesamt						
<b>Banken</b>								
1980–87 Durchschnitt	82	0,6	0,5	33,3	0,1	3,5	—	—
1988–91 Durchschnitt	181	1,4	1,1	39,5	0,3	13,4	— <sup>4</sup>	— <sup>4</sup>
1992	122	1,0	1,2	28,3	0,2	12,5	— <sup>4</sup>	— <sup>4</sup>
Spitzenwert (1991) <sup>5</sup>	127	1,0	1,7	31,2	0,4	19,8	— <sup>4</sup>	— <sup>4</sup>
<b>Sparbanken<sup>6</sup></b>								
1980–87 Durchschnitt	36	1,1	1,1	94,5	0,2	9,1	—	—
	321	9,9	8,6					
1988–91 Durchschnitt	197	7,8	6,1	96,6	1,3	67,9	100,0 <sup>7,8</sup>	25,5 <sup>7</sup>
	364 <sup>9</sup>	12,3 <sup>9</sup>	8,1 <sup>9</sup>					
1992	69	3,6	4,1	76,5	0,5	27,0	100,0 <sup>8</sup>	9,2
Spitzenwert (1990) <sup>5</sup>	315	12,5	8,4	88,6	1,5	83,5	100,0 <sup>8</sup>	26,4
	520 <sup>10</sup>	16,5 <sup>10</sup>	14,1 <sup>10</sup>					
<b>Insgesamt</b>								
1980–87 Durchschnitt	118	0,7	0,6	59,6	0,3	12,5	—	—
1988–91 Durchschnitt	378	2,4	2,3	70,3	1,5	81,3	54,6 <sup>11</sup>	25,5 <sup>7</sup>
1992	191	1,4	1,7	49,7	0,7	39,5	68,4 <sup>11</sup>	9,2
Spitzenwert (1988) <sup>5</sup>	426	2,6	3,2	73,9	2,3	113,7	—	—

<sup>1</sup> Bruttoauszahlungen der Einlagensicherungsfonds und der Resolution Trust Corporation. <sup>2</sup> Ohne Ausleihungen für Betriebskapital.  
<sup>3</sup> Nur Skalierungsfaktor. <sup>4</sup> Die Regierung genehmigte der Federal Deposit Insurance Corporation 1991 einen Kreditrahmen von US-\$ 30 Mrd., den diese aber bisher nicht in Anspruch genommen hat. <sup>5</sup> Gemessen am Prozentsatz der Aktiva aller unterstützten Institute. <sup>6</sup> Kursiv gedruckte Zahlen beziehen sich auf die nach den Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) praktisch konkursreifen Institute. <sup>7</sup> 1989–91; 1988: keine Unterstützung. <sup>8</sup> Genehmigte budgetäre und außerbudgetäre Mittelbereitstellung in Höhe von rund US-\$ 130 Mrd. für 1989–92. Weiterer Mittelbedarf wird auf über US-\$ 30 Mrd. geschätzt. Es wird erwartet, daß weniger als 10% der Gesamtsumme durch eigene Mittel des Sektors wieder abgelöst werden. <sup>9</sup> Nur 1988. <sup>10</sup> Spitzenwert 1987. <sup>11</sup> Nur auf der Basis der Bruttoauszahlungen; einschl. Ausleihungen für Betriebskapital.  
 Quellen: Nationale Stellen; eigene Schätzungen.

Unterstützungsmaßnahmen für Banken in ausgewählten Ländern								
Land	Empfänger			Unterstützung insgesamt <sup>1</sup>			Staatliche Unterstützung <sup>2</sup>	
	Anzahl		Aktiva in Prozent des Sektors insgesamt	in Prozent der Emp- fänger- aktiva	in Prozent des BIP	in Milli- arden in- ländischer Währungs- einheiten	in Prozent der Unter- stützung insgesamt	in Prozent des Haushalts- defizits <sup>3</sup>
	absolut	in Pro- zent des Sektors insgesamt						
Norwegen <sup>4</sup>								
1988	2	1,0	2,5	5,4	0,1	0,8	25,0	1,3 <sup>5</sup>
1989	7	3,8	3,9	16,5	0,6	3,9	14,6	6,5 <sup>5</sup>
1990	9	5,3	4,5	6,8	0,3	1,9	—	—
1991	17	10,5	59,4	4,1	2,0	14,0 <sup>6</sup>	59,8 <sup>6</sup>	298,9 <sup>6</sup>
1992	11	7,4	69,8	2,8	1,7	12,0 <sup>6</sup>	100,0	50,6 <sup>6</sup>
Finnland <sup>7</sup>								
1991 (individuell)	28	6,3	15,7	3,7	0,9	4,6	84,5	13,2
1992 (individuell) <sup>8</sup>	22	6,0	23,8	15,1	5,7	28,2	86,2	58,9
1992 (allgemein) <sup>9</sup>	135	33,0	92,4	1,1	1,6	7,9	100,0	19,2
Schweden <sup>10</sup>								
1991	1	0,8	18,2	1,5	0,3	4,2	100,0	19,8
1992	3	2,7	26,9	7,1	2,0	29,3	100,0	26,0
1993 <sup>11</sup>	1	0,9	4,4	50,7	2,4	34,0	100,0	24,1
Japan								
1991–92 <sup>12</sup>	2	0,3	0,1	3,3	0,0	28,0	—	—

<sup>1</sup> Unterstützung insgesamt an Institute in finanzieller Notlage durch private Garantie- und Sicherungsfonds oder durch den Staat. Einschl. Garantien, aber ohne Übernahme von qualitativ schlechten Vermögenswerten. <sup>2</sup> Einschl. Zentralbank. <sup>3</sup> Nur Skalierungsfaktor: Die gewährte Unterstützung stellt teilweise Übernahmen von Vermögenswerten dar, deren endgültiger Beitrag zu den staatlichen Einnahmen schwer zu quantifizieren ist. <sup>4</sup> Rund ein Achtel der Unterstützung in Form von Garantien. <sup>5</sup> Überschuß. <sup>6</sup> Ohne ein Programm für zinsbegünstigte Kredite im Umfang von rund nkr 15 Mrd., das von allen Banken in Anspruch genommen werden konnte. <sup>7</sup> Keine Unterstützung in Form von Garantien. Die bis Ende 1993 genehmigte, zum Jahresende 1992 noch nicht beanspruchte Unterstützung beträgt etwa Fmk 25 Mrd. oder ungefähr 5% des BIP 1992. <sup>8</sup> Eine einheitliche Aktiengesellschaft entstand durch Fusion von 41 teils in Schwierigkeiten befindlichen Sparbanken. <sup>9</sup> Allgemeiner Kapitalzuschuß. <sup>10</sup> Rund ein Drittel der Unterstützung in Form von Garantien. <sup>11</sup> 1992: Aktiva des Sektors, Gesamtanzahl der Banken, BIP, Haushaltsdefizit. <sup>12</sup> Nur Fusionen, die durch den Einlagensicherungsfonds der Banken unterstützt wurden.

Quellen: Nationale Stellen; eigene Schätzungen.

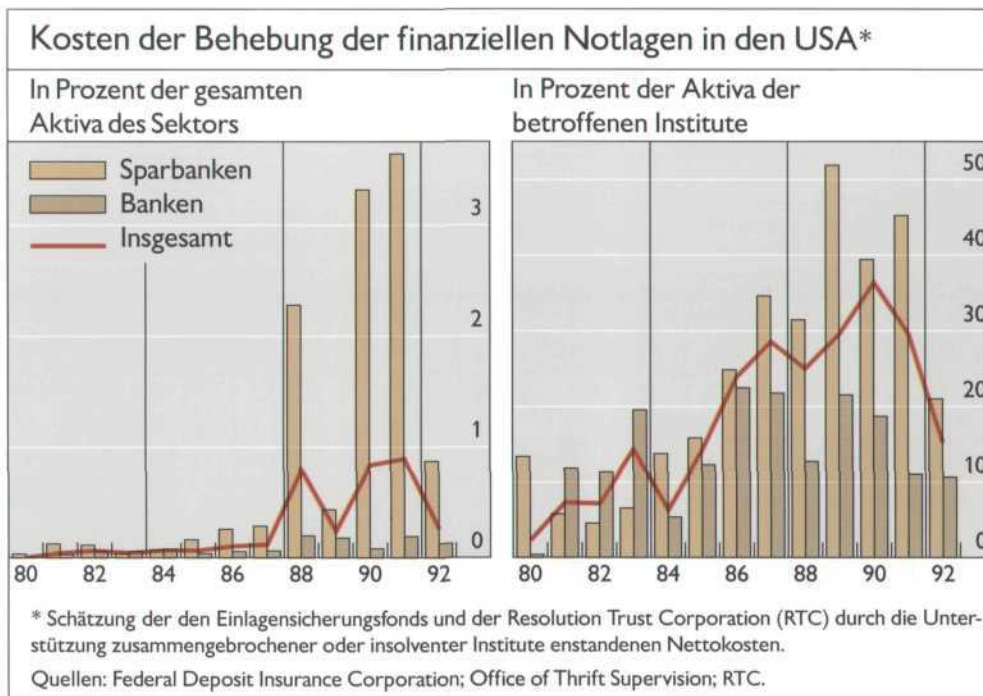
– Ausmaß der  
Unterstützung

Eine zweite Maßgröße für das Ausmaß finanzieller Notlagen ist der Betrag an Unterstützungen in Form von Kapitalzuführungen, Krediten, Garantien und Zahlungen an Einleger und Gläubiger, die durch private Garantie- und Sicherungsfonds oder die Regierungen zur Verfügung gestellt wurden (s. ebenfalls die Tabellen). Obwohl das Ausmaß der Unterstützung natürlich von der Art der Hilfeleistung abhängt, ergibt sich hier ein weitgehend ähnliches Bild. Die aufgewandten Beträge waren in den nordischen Ländern besonders hoch, wo sie eine schwere Last für die sich verschlechternden Staatsfinanzen bedeuteten. Sie vergrößerten auch das Haushaltsdefizit in den USA maßgeblich. Die USA sind das einzige Land, für das Schätzungen der Kosten für die Behebung der finanziellen Notlagen vorliegen und nicht nur die Höhe der Unterstützungszahlungen bekannt ist. Die geschätzten kumulierten Kosten seit 1980 entsprechen etwa 3% des BIP von 1992 (s. die umstehende Grafik).

– notleidende  
Kredite

Ein nützlicher ergänzender Indikator für finanzielle Notlagen ist die Höhe der notleidenden Kredite (s. die Tabelle auf S. 191). Dieses Maß lenkt das





Augenmerk auf die Qualität des Forderungsbestands und gibt einige Anhaltspunkte zu den Problemen, die noch in den Portfolios der Institute schlummern. Der wesentliche Nachteil ist jedoch, daß Angaben über die notleidenden Kredite nicht allgemein verfügbar sind und die Definitionen wegen voneinander abweichender Publizitätsvorschriften und Rechnungslegungsmethoden große Unterschiede zwischen einzelnen Ländern aufweisen. Die vorliegenden Daten deuten darauf hin, daß der Anteil der notleidenden Kredite unter den nordischen Ländern weitgehend ähnlich ist, wo jeweils mehr als 10% des Kreditportfolios betroffen sind und ein weiterer erheblicher Anteil neu ausgehandelt wurde, weil sich die finanzielle Situation des Kreditnehmers verschlechtert hat. Solche Problemkredite (ohne akkumulierte Risikovorsorgen) übersteigen das Kernkapital. Die Angaben für die US-Geschäftsbanken bestätigen, daß die Qualität des Forderungsbestands in diesem Sektor zu keiner Zeit so schwer beeinträchtigt war wie in den nordischen Ländern.

Die nur begrenzt verfügbaren Daten über notleidende Kredite machen es besonders schwierig, die Qualität des Forderungsbestands der japanischen Banken zu beurteilen. Die veröffentlichten Informationen enthalten nur die seit 180 Tagen nicht mehr bedienten Kredite von 21 großen Banken. Die Nichtberücksichtigung von Krediten, die zu begünstigten Zinssätzen vergeben wurden, an Liquidierungsgesellschaften transferiert wurden oder in den Büchern von in Schwierigkeiten geratenen verbundenen Unternehmen stehen, hat zu der Annahme geführt, daß das tatsächliche Ausmaß der Problemkredite wahrscheinlich größer ist, besonders wenn man die engen Verbindungen der Banken zu den Nichtbankinstituten, entweder als Eigentümer oder als wichtigster Kreditgeber, berücksichtigt. Die gesamten Kredite dieser Institute erreichen ungefähr ein Viertel jener der 21 großen Banken, wobei rund 40% durch Immobilien besichert sind. Nach Marktschätzungen sind z.B. allein ungefähr ein Drittel der Kredite der Wohnbaufinanzierungsgesellschaften notleidend (¥ 5 Bio. oder

Notleidende Kredite der Banken in ausgewählten Ländern im Jahr 1992 <sup>1</sup>						
Land	Notleidend <sup>2</sup>		Neu ausgehandelt <sup>3</sup>		Problemkredite netto <sup>4</sup>	Nachrichtlich: Übernommene Immobilien <sup>5</sup>
	in Prozent der Kredite	in Prozent der Aktiva	in Prozent der Kredite	in Prozent der Aktiva	in Prozent des Kernkapitals	in Prozent der Aktiva
USA <sup>6</sup>	3,1	1,8	0,6	0,3	7,9	0,7
Spitzenwert (1991)	3,7	2,2	0,5	0,3	13,9	0,8
Norwegen <sup>7</sup>	11,5	9,3	n.v.	n.v.	99,5	n.v.
Finnland	12,9	7,7	1,0	0,6	141,0 <sup>8</sup>	n.v.
Schweden	13,4	8,3	3,9	2,4	145,4	1,1
Japan <sup>9</sup>	3,1	2,0	n.v.	n.v.	40,4	n.v.

<sup>1</sup> Nichtkonsolidierter Abschluß, außer USA und Finnland. Sofern nicht anders angegeben, werden Kredite und Aktiva brutto mit den akkumulierten Risikovorsorgen ausgewiesen. <sup>2</sup> USA: seit mindestens 90 Tagen nicht bedient unter Anwendung einer periodengerechten Abgrenzung sowie nichtperiodengerecht abgegrenzte Kredite; Norwegen und Finnland: seit über 90 Tagen nicht bedient; Schweden: seit über 60 Tagen nicht bedient und andere Kredite, deren Rückzahlung zweifelhaft ist; Japan: seit über 180 Tagen nicht bedient. <sup>3</sup> Kredite, deren Konditionen wegen einer Verschlechterung der finanziellen Situation des Schuldners neu ausgehandelt wurden. <sup>4</sup> Notleidende und – wo Angaben verfügbar – neu ausgehandelte Kredite ohne akkumulierte Risikovorsorgen. <sup>5</sup> Übernommene Grundstücke und Gebäude, die aus Krediten stammen, bei denen eine Zwangsvollstreckung durchgeführt wurde. <sup>6</sup> Nur Geschäftsbanken. <sup>7</sup> Vorläufig. <sup>8</sup> Einschl. notleidender Garantien. <sup>9</sup> 21 große Banken; Ende September.

Quellen: Nationale Stellen; eigene Schätzungen.

über 40% der offiziell bekanntgegebenen Problemkredite der Banken); die Schulden einiger dieser Gesellschaften werden gerade im Rahmen informeller Vereinbarungen umstrukturiert. Ferner gibt es keine veröffentlichten Informationen über die Qualität des Forderungsbestands der Regionalbanken und der „shinkin“-Banken, von denen einige während der Boomjahre am stärksten am spekulativen Handel am Immobilien- und Aktienmarkt beteiligt waren und den Auswirkungen der Deregulierung bei den Einlagenzinsen in vergleichsweise stärkerem Maße ausgesetzt sind.

Auswirkungen  
der Finanz-  
probleme ...

... bei Grenzen  
für Markt- und  
Aufsichts-  
disziplin ...

Latente oder offen ausgewiesene Verluste, unter denen die Kreditintermediäre leiden, können ernsthafte Auswirkungen auf die Wirtschaft haben, obwohl diese oft schwer abzuschätzen sind. Wenn der Markt- und Aufsichtsdisziplin Grenzen gesetzt sind, sei es, weil die Schwierigkeiten nicht offengelegt werden, die Märkte langsam reagieren oder Unterstützungsaktionen erwartet werden, dann kann es leicht zu einer Fehlleitung von Ressourcen kommen. Die Intermediäre nehmen weiterhin Mittel zu Bedingungen herein, die nicht ihrer Grundverfassung entsprechen, stehen unter dem Druck, Kredite an finanziell angespannte Schuldner auf Kosten soliderer Kunden zu vergeben, und haben – in ihrem Bemühen, ihre Finanzen zu verbessern – einen größeren Anreiz, übermäßige Risiken einzugehen. Wie durch die Erfahrungen bei den Spar- und Darlehensbanken in den USA anschaulich illustriert wurde, können diese Verhaltensmuster die Voraussetzungen für eine verzögerte, aber um so schwerwiegendere Krise schaffen. Auf der makroökonomischen Ebene spielt in



hohem Maße eine „Vermögensillusion“ mit, da die Halter von Forderungen gegenüber solchen Instituten den Wert ihrer Aktiva überschätzen. Die Lage der öffentlichen Finanzen kann erheblich verzerrt wiedergegeben werden, denn unter solchen Umständen sammeln sich oft de facto verborgene Verbindlichkeiten der Regierung an, was eine besondere Belastung darstellt, wenn diese auf Fremdwährung lauten und gegenüber Gebietsfremden bestehen.

Wenn die Krise ausbricht, kann sie sich auf die Volkswirtschaft stark dämpfend auswirken. Die Krise breitet sich über verschiedene Kanäle aus. Wenn das Vertrauen in die Finanzintermediäre schwindet, werden diese durch den ungeordneten Abzug von Mitteln, das Austrocknen der Kreditrahmen und die fehlende Bereitschaft, mit in Schwierigkeiten geratenen Instituten Geschäfte abzuwickeln, gezwungen, ihre Kreditvergaben drastisch zu reduzieren und Vermögenswerte zu „Schleuderpreisen“ zu veräußern. Das Zahlungsverkehrssystem kann ernstlich gestört werden: Wenn die Kreditfazilitäten austrocknen, kann die Bank keine Zahlungsverkehrsdienstleistungen mehr erbringen. Der typische hohe Fremdkapitalanteil der Kreditinstitute, ihre engen Verflechtungen untereinander und die unvollständigen Informationen über ihre Grundverfassung bilden eine leicht entflammbare Mischung mit dem Potential, die Krise zu vergrößern und die damit verbundenen Kosten zu erhöhen, da sich eine begrenzte Notsituation leicht auf das ganze System ausbreiten kann.

Die Sorge, daß sich derartige Probleme auf das ganze System ausbreiten, war ursprünglich der Grund für die Beteiligung der Behörden an der Bewältigung finanzieller Notlagen. Die Form dieser Beteiligung war von mehreren Faktoren abhängig, darunter dem Ausmaß der Probleme, länderspezifischen Merkmalen des gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Umfelds sowie allgemeineren politischen und wirtschaftlichen Rücksichten. In allen Fällen waren jedoch drei miteinander zusammenhängende Kernfragen zu lösen: wie eine ungeordnete Marktreaktion zu vermeiden ist, wie die notwendige Umstrukturierung der Bilanzen und der Tätigkeit der Institute zu erreichen ist und wie eine Wiederholung verhindert werden kann.

#### *Vermeidung einer ungeordneten Marktreaktion*

Die Möglichkeiten, die die behördlichen Instanzen haben, um eine ungeordnete Marktreaktion zu verhindern, hängen in hohem Grad vom zeitlichen Einsatz ihrer Aktionen und vom Ausmaß der Probleme ab. Eine frühzeitige Erkennung der verborgenen Anspannungen und ein rasches Handeln sind entscheidend. Dies wiederum erfordert geeignete Informationssysteme und die notwendige Finanzierungskapazität.

Ein Schlüsselement der Informationssysteme sind die Rechnungslegungsvorschriften. Solange die Banken nicht rechtzeitig Rückstellungen für zweifelhafte Kredite treffen müssen oder können, besteht ein Risiko, daß die Verluste zu gering ausgewiesen werden und unentdeckt bleiben. Das kann das Entstehen von krisenhaften Erscheinungen verschleiern. In Japan, wo die Bildung von Rückstellungen weitgehend durch restriktive Regelungen bestimmt war, die die steuerlichen Absetzungsmöglichkeiten begrenzten, wurde den Banken 1992 eine etwas größere Flexibilität bei der Vornahme von Rückstellungen für ihre zweifelhaften Kredite gegeben. In den nordischen Ländern wurden die

... und bei Ausbruch der Krise

Gründe für staatliche Eingriffe

Rolle der Rechnungslegungsvorschriften ...

Vorschriften für die Rückstellungen und Abschreibungen in den letzten Jahren verschärft, damit ein realistischeres Bild der Finanzkraft eines Instituts gewonnen werden kann. Die Straffung in Norwegen wurde von einigen als übertrieben und als ein Beitrag zur Tiefe der Krise angesehen. Da die tatsächlichen Verluste jedoch in der Regel tendenziell höher waren als die vorherigen Schätzungen, haben die Vorschriften wahrscheinlich eher ihren zeitlichen Eintritt als ihr Ausmaß beeinflußt.

... der Publi-  
zität ...

Eine eng damit verbundene Frage betrifft den Umfang, in dem die Behörden ihnen bekannte Informationen über die Bankbilanzen der Öffentlichkeit zugänglich machen. In dieser Hinsicht gibt es traditionellerweise zwischen einzelnen Ländern beträchtliche Unterschiede. In den USA beispielsweise sind die Publizitätsstandards vergleichsweise hoch, zumindest für börsennotierte Banken; in den nordischen Ländern und in Japan wurden sie kürzlich unter dem Druck des Marktes deutlich angehoben. Die beobachteten Unterschiede spiegeln teilweise strukturelle Merkmale von finanziellen Gegebenheiten wider, die nicht nur den Bankbetrieb betreffen, wie das Ausmaß der Unternehmenskontrolle durch den Kapitalmarkt. Sie resultieren auch aus den unterschiedlichen Erwartungen über die Rolle, die den Marktkräften bei der Disziplinierung der Banken zugeschrieben wird: Ein geringeres Maß an Publizität überträgt zwangsläufig die Last auf die Bankenaufsicht. Andererseits wird zwar allgemein anerkannt, daß Publizität bei der Verhinderung der Entstehung von latenten Notlagen nützlich sein kann, aber wenn diese einmal entstanden sind, birgt das bloße Offenlegen des tatsächlichen Zustands der Intermediäre das Risiko einer ungeordneten Marktreaktion. Begleitende Stabilisierungsmaßnahmen sind dann notwendig.

... und der  
Finanzierungs-  
kapazität

Ein schnelles Eingreifen und die Wahrung des Vertrauens in das Finanzsystem erfordern geeignete Möglichkeiten der Mittelbereitstellung. Eine in Frage kommende Finanzierungsquelle sind die Einlagensicherungs- oder Garantiesysteme der jeweiligen Sektoren. Diese bestanden in allen fünf Ländern außer Schweden bereits vor dem Auftreten finanzieller Schwierigkeiten. Wenn solche Sicherungseinrichtungen nicht vorhanden sind, müssen die Zentralbank und der Staat unmittelbar eine größere Rolle übernehmen. Die Einlagensicherungs- oder Garantiesysteme reichen jedoch möglicherweise nicht aus, um Probleme größeren Ausmaßes auf geordnete Weise zu lösen. In den USA, Norwegen und Finnland mußten die bestehenden Vereinbarungen durch staatliche Mittel ergänzt werden; in den USA waren die begrenzten Finanzierungskapazitäten ein Grund dafür, daß sich die Rettung von praktisch zahlungsunfähigen Sparbanken so lange verzögerte. In Japan sind die Reserven des Einlagensicherungsfonds mit ungefähr ¥ 700 Mrd. vergleichsweise begrenzt. In Schweden, Finnland und – weniger formal – in Norwegen fühlten sich die Behörden verpflichtet, öffentlich bekanntzugeben, daß die zeitgerechte Erfüllung aller Bankverpflichtungen garantiert werde, nicht zuletzt um Bedenken in der internationalen Finanzwelt zu zerstreuen, die eine Mittelaufnahme im Ausland hätten gefährden können.

#### *Sanierung der Institute*

Drei Strategien:

Es gibt verschiedene Wege, wie Institute, die sich in einer finanziellen Notlage



befinden, behandelt werden können: Abwarten, Liquidation und Bilanzumstrukturierung als ein Mittel, um das Institut entweder als selbständige Einheit oder nach Fusion mit einem anderen Unternehmen weiterbestehen zu lassen. In den betrachteten Ländern finden sich Beispiele für alle diese Strategien.

Eine abwartende Haltung als Versuch, Zeit zu gewinnen, möglicherweise in Verbindung mit einer Lockerung der aufsichtsrechtlichen Standards, wurde manchmal eingenommen, wenn davon ausgegangen wurde, daß die Schwierigkeiten nur vorübergehend und/oder von den betroffenen Instituten selbst zu bewältigen waren. Eines dieser Beispiele sind die Erfahrungen der Spar- und Darlehensbanken in den USA im Gefolge des starken Anstiegs der Zinssätze in den frühen achtziger Jahren, der die Zahlungsfähigkeit dieser Institute untergrub: Viele durften ihre Geschäftstätigkeit weiter fortsetzen, obwohl sie praktisch insolvent waren (s. die Tabelle gegenüber). Ein ähnliches Beispiel ist in mancher Hinsicht die entgegenkommende Behandlung der größten US-Geschäftsbanken in den Finanzzentren unmittelbar nach dem Ausbrechen der Schuldenkrise der Entwicklungsländer, besonders was die Höhe der Risikovorsorge betraf. Einige Elemente einer abwartenden Haltung sind auch in der Art und Weise zu erkennen, in der die japanischen Behörden die Probleme mit der Qualität von Forderungen des Umlaufvermögens handhaben, wie es durch die vorübergehende Lockerung bei der buchmäßigen Behandlung von Bewertungsverlusten veranschaulicht wird. Obwohl die Strategie des Abwartens unter gewissen Umständen funktionieren kann, ist sie nicht ohne Risiko. Ihr Erfolg hängt in der Regel von externen Faktoren ab, die sich weitgehend der Kontrolle durch die Behörden und Intermediäre entziehen. In den soeben erwähnten Beispielen waren das eine günstigere Zinskonstellation, eine Verbesserung der Schuldentrückzahlungskapazität bei den kreditnehmenden Ländern und ein vorteilhaftes gesamtwirtschaftliches Umfeld. In der Zwischenzeit kann eine Lockerung der Aufsichtsdisziplin dazu führen, daß die Hemmungen gegenüber unvorsichtigem Verhalten abgebaut werden.

– Abwarten

Die Liquidation, oder der stückweise Verkauf der Vermögenswerte eines Instituts, ist eine vergleichsweise selten verwendete Methode. Das hängt teilweise mit der Ansicht zusammen, daß ein beachtlicher Wertverlust entsteht, wenn das Vermögen einer Bank aufgespalten wird, nicht zuletzt weil etablierte Kreditbeziehungen auseinandergerissen werden. Es ist auch darauf zurückzuführen, daß mögliche Übertragungseffekte auf andere Teile des Bankensystems und des Finanzsystems insgesamt befürchtet werden. Weil die Bedeutung dieser Faktoren mit der Größe der Bank tendenziell zunimmt, sind es in der Regel die kleineren Institute, die liquidiert werden. Das zeigen eindeutig die Erfahrungen in den USA, wo die verantwortlichen Behörden (die Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC – für die Banken und die Resolution Trust Corporation – RTC – für die meisten Sparbanken) gesetzlich verpflichtet sind, die kostengünstigste Lösung zu wählen; eine Ausnahme bestand allenfalls im Falle der FDIC, wenn der Intermediär als „gesamtwirtschaftlich bedeutend“ angesehen wurde (s. die gegenüberstehende Tabelle). In den nordischen Ländern und in Japan wurden Liquidationsschritte fast nur bei Nichtbankfinanzgesellschaften in die Wege geleitet.

– Liquidation

Formen der Behebung finanzieller Notlagen						
	USA		Norwegen	Finnland	Schweden	Japan
	Banken	Sparbanken				
Liquidation						
Anzahl	290	344	1	—	—	—
In Prozent der Fälle	19,3	29,9	3,6	—	—	—
In Prozent der Aktiva	5,2	11,9	0,2	—	—	—
Schließung und Übernahme						
Anzahl	1 137	807	3	—	—	—
In Prozent der Fälle	75,5	70,1	10,7	—	—	—
In Prozent der Aktiva	73,8	88,1	31,6	—	—	—
Unterstützung bei Weiterführung <sup>1</sup>						
Anzahl	78 <sup>2</sup>	—	24 (16)	34 (16) <sup>3</sup>	3 (1)	2 (2)
In Prozent der Fälle	5,2	—	85,7 (57,1)	100,0 (47,1)	100,0 (33,3)	100,0 (100,0)
In Prozent der Aktiva	21,1	—	68,1 (6,8)	100,0 (47,4)	100,0 (13,7)	100,0 (100,0)
Nachrichtlich:						
Staatliche Übernahmen						
Anzahl	106 <sup>4</sup>	698 <sup>5</sup>	2	2 <sup>3</sup>	2 <sup>6</sup>	—
In Prozent der Fälle	7,0	60,6	7,1	5,9	66,7	—
In Prozent der Aktiva	24,8	85,5	30,2	83,5	86,3	—
darunter:						
Verhandelte Übernahmen	—	—	—	2 <sup>3</sup>	2 <sup>7</sup>	—

<sup>1</sup> In Klammern: unterstützte Fusionen. <sup>2</sup> Banken wurden oft fusioniert, aber es sind keine genauen Zahlen vorhanden. <sup>3</sup> Eine einheitliche Aktiengesellschaft entstand durch Fusion von 41 teils in Schwierigkeiten befindlichen Sparkassen. <sup>4</sup> Von der FDIC im Rahmen einer Überbrückung übernommene Banken (in vorübergehendem Eigentum). Bei Konsolidierung der Tochtergesellschaften nur 8 Übernahmen. <sup>5</sup> Unter aufsichtsrechtlicher Vermögensverwaltung der RTC (in vorübergehendem Eigentum). <sup>6</sup> Eine Bank befand sich bereits mehrheitlich im Eigentum der Regierung. <sup>7</sup> Der Wert des Aktienkapitals einer dieser Banken unterliegt einer schiedsrichterlichen Entscheidung.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

– Bilanzumstrukturierung ...

Die üblichere Lösung ist die Bilanzumstrukturierung bei der betroffenen Bank. Das beinhaltet immer eine direkte oder indirekte Kapitalzuführung. Eine Möglichkeit – die in den nordischen Ländern der Normalfall ist – besteht darin, dem in Schwierigkeiten geratenen Intermediär direkt Eigenkapital zuzuführen, entweder durch eine ausdrückliche Kapitalspritze oder in Form von Garantien. Die Garantie kann zu dem Wert einer Vermögensposition, der Erfüllung von Tilgungsverpflichtungen oder der Restübernahme von Aktienemissionen in Beziehung stehen. Eine zweite, ergänzende Möglichkeit ist die Mithilfe bei der Fusion des Instituts mit einem anderen, das eine bessere Eigenkapitalausstattung aufweist, oftmals nach Übernahme seiner qualitativ schlechten Forderungen. Dieses Verfahren wird bei den US-Banken am häufigsten angewendet („Kauf und Schuldenübernahme“); eine Variante ist auch in Japan gebräuchlich, wo die Behörden finanzkräftigere Institute darin bestärken, schwächere zu übernehmen. Fusionen sind auch bei den Sparkassen in Norwegen und Finnland häufig vorgekommen. Sie können schwieriger sein, wenn der



Konzentrationsgrad im Sektor bereits hoch ist, wie es bei den großen Banken in den nordischen Ländern der Fall ist. Eine dritte Möglichkeit ist die Hinnahme einer deutlichen Senkung des vertraglichen Forderungswertes durch den Gläubiger, eine Vorgehensweise, die bei den informellen Vereinbarungen in Japan praktiziert wird. Die jüngste Sanierung einer großen Wohnbaukreditgesellschaft, bei der die Gläubigerbanken ihre Kredite mit Vorzugsbedingungen neu aushandelten, veranschaulicht diesen Ansatz.

Das Neuordnen von Forderungen und Verbindlichkeiten ist jedoch nur ein Mittel, um menschliche und finanzielle Ressourcen effizienter einzusetzen. Die Umstrukturierung wird daher grundsätzlich auf weitere Bereiche der betrieblichen Geschäftstätigkeit ausgedehnt, wie den Abbau von Überkapazitäten. In den nordischen Ländern z.B. beinhalteten die Umstrukturierungspläne in der Regel die Straffung des Zweigstellennetzes, die Freisetzung von Mitarbeitern (s. die Tabelle in Kapitel II, S. 29), den Rückzug aus bestimmten Geschäftsfeldern oder Märkten und interne organisatorische Änderungen.

Fragen der Kapitalumschichtung und der Effizienz bilden die Grundlage für die Entscheidung, ob qualitativ schlechte Forderungen ausgegliedert werden sollten (s. auch Kapitel III). Eine separate Verwaltung in einer eigens für qualitativ schlechte Forderungen eingerichteten Bank oder einer Liquidationsgesellschaft ist in den USA üblich, wo dieser Forderungsbestand durch die FDIC und die RTC administriert wird. In Schweden wurden die Forderungen von einer Anzahl von Banken an eine separate Tochtergesellschaft des betroffenen Instituts oder an ein unabhängiges Unternehmen übertragen. Ein ähnliches System, das von Banken gemeinsam errichtet wurde, hat kürzlich auch in Japan den Betrieb aufgenommen. Wenn die Forderungen zu einem Vorzugspreis aus der Bankbilanz herausgenommen werden, dann ist darin ein Element einer Kapitalumschichtung enthalten. Das war in den USA die Regel, wenn die betroffenen Institute nicht aufgelöst wurden. Der Hauptgrund für eine separate Verwaltung ist ansonsten die organisatorische Effizienz, die helfen kann, einen höheren Erlös aus den qualitativ schlechten Forderungen zu erzielen und die gegenseitige Subventionierung zwischen gesunden und finanziell angespannten Kreditnehmern zu reduzieren. Die interne Umstrukturierung der schwedischen Banken ist ein solches Beispiel. Ferner kann die Ausgliederung ein Versuch sein, den Druck zu mildern, daß Sicherheiten veräußert werden müssen, oder spezielle Regelungen zu umgehen. Das war beispielsweise in Japan der Fall, wo das System den Banken die Inanspruchnahme von Steuererleichterungen für ihre zweifelhaften Kredite ermöglichte.

Eine dringende Frage, die bei jedem Ansatz zur Krisenbewältigung berücksichtigt werden muß, ist, wie Wettbewerbsverzerrungen, die durch das Eingreifen der Behörden entstehen, minimiert werden können. Diese Verzerrungen können mindestens zwei Formen annehmen. Die erste, die im Mittelpunkt der Diskussionen in den USA stand, ist die ungleiche Behandlung von kleineren Problem-instituten, die in der Regel liquidiert werden, und größeren, die eher übernommen werden und/oder Unterstützung erhalten, ohne geschlossen zu werden. Die günstigere Behandlung der Gläubiger und – möglicherweise – der Aktionäre von größeren Intermediären kann sich in besseren Konditionen bei der Mittelbereitstellung widerspiegeln. Die zweite Form, die

... und weitreichendere Umorganisation

Ausgliederung schlechter Forderungen

Zwei drängende Fragen:

– Vermeidung von Wettbewerbsverzerrungen

in den nordischen Ländern üblich ist, wo Liquidationen sehr selten waren, ist die Ungleichbehandlung von schwachen Instituten, die Unterstützung erhalten, und finanzstarken, die keine bekommen. Dies wird als besonders ungerecht angesehen, da die gesünderen Unternehmen normalerweise auch besser geführt werden.

Es gibt für beide Probleme keine einfache Lösung. Die Bedenken, die in den USA ausgesprochen wurden, könnten durch eine stärkere Vereinheitlichung bei der Behandlung von Problem-instituten ausgeräumt werden, ebenso wie in den nordischen Ländern. Es würde dann jedoch das Risiko einer zu starken Lockerung der Marktdisziplin auftreten. Das Problem in den nordischen Ländern kann auf unterschiedliche Art und Weise angegangen werden. Die Anspruchsvoraussetzungen für Unterstützungen können großzügiger formuliert werden. Die Bedingungen für Hilfeleistungen können so gestaltet werden, daß die Kosten für den Staat minimiert und die Marktbedingungen wiederhergestellt werden. Das Verhalten der Institute kann überwacht werden, um unfaire Wettbewerbspraktiken zu erkennen und abzustellen. Alle diese Möglichkeiten wurden auch tatsächlich eingesetzt, besonders in Schweden und Finnland, wo die Notwendigkeit, die Wettbewerbsverzerrungen zu minimieren, explizit zum Grundprinzip für die Eingriffe erhoben wurde. In Norwegen waren die Bedenken hinsichtlich der Ungleichbehandlung die Motivation für die Gewährung spezieller zinsvergünstigter Zentralbankkredite, die alle Banken auf der Basis ihrer risikogewichteten Aktiva erhalten konnten und die sich auf etwa nkr 15 Mrd. (oder ungefähr 2% des BIP) beliefen. Nichtsdestoweniger wird bei einer Einbeziehung des Staates in die Krisenbewältigung natürlich in das freie Spiel der Marktkräfte eingegriffen. Verzerrungen sind daher unvermeidlich.

– „moral hazard“

Eine zweite drängende Frage ist, wie das Risiko begrenzt werden kann, daß die Krisenbewältigung durch den Staat indirekt zu einer Aufweichung der Finanzdisziplin führt („moral hazard“). Kurzfristig ist dieses Problem relativ gut zu bewältigen: Wenn Unterstützung gewährt wird, können die Behörden entweder das Problem-institut übernehmen und damit die Umstrukturierung direkter kontrollieren, wie es bei den großen Banken in Norwegen der Fall ist, oder sie knüpfen die Gewährung von Unterstützung an besondere Sanierungserfordernisse, was prinzipiell die bevorzugte Lösung in Schweden und Finnland ist. Längerfristig kann jedoch die Marktdisziplin gelockert werden, und zwar insofern, als die Bewältigung der finanziellen Anspannungen diejenigen vor den eingetretenen Verlusten abschirmt, die Forderungen an die Intermediäre haben. Ferner deutet die Erfahrung darauf hin, daß dieses Risiko bei öffentlichem Eigentum möglicherweise noch verschärft wird.

Behandlung der Einleger und Gläubiger ...

Der Schutz der kleinen Einleger ist überall ein grundlegendes Ziel der Behörden. Großeinleger und andere Gläubiger sind de facto geschützt, wenn die Institute von einem Konkursverfahren verschont bleiben und nicht liquidiert werden; der Schutz kann jedoch unvollkommen sein, wenn die Vereinbarungen informell sind, wie in Japan, oder wenn die Behörden einen gewissen Ermessensspielraum bei der Behandlung von Gläubigern und Einlegern haben, wie in den USA seit 1989. Außerdem herrscht zwar grundsätzlich weitgehende Übereinstimmung, daß es wünschenswert wäre, die Eigentümer



und – gegebenenfalls – die Geschäftsführung für die Probleme des Instituts finanziell haftbar zu machen, doch können verschiedene Sachzwänge und andere Überlegungen die Sache in der Praxis komplizieren.

Es kann sein, daß die Eigentümer nicht eindeutig als eigene Kategorie bestimmt werden können, wie es in den nordischen Ländern bei den Sparkassen der Fall ist, die einer lokalen Gemeinde „gehören“ oder genossenschaftsähnlich organisiert sind. Möglicherweise sind die Behörden nicht berechtigt, eine Beteiligung der Aktionäre an den Verlusten durchzusetzen. In Norwegen mußte im November 1991 beispielsweise ein spezielles königliches Dekret erlassen werden, um die Abschreibung von Aktienkapital ohne Zustimmung der Aktionäre zu ermöglichen. Weder in Schweden noch in Finnland sind derartige erzwungene Abschreibungen möglich. Auch besteht in keinem der beiden Länder eine gesetzliche Basis für die Behörden, eine Bank auf andere Weise zu übernehmen als im Rahmen eines Konkursverfahrens oder in gegenseitigem Einvernehmen. In Schweden sind gesetzliche Regelungen geplant, um hier Abhilfe zu schaffen. Darüber hinaus können der Strenge der Behandlung natürliche Grenzen gesetzt sein, wenn der Staat ungern eigene Institute halten will. Ähnliche Probleme gab es auch in den USA, wo die FDIC bis 1987 nicht das Recht hatte, stimmberechtigte Aktien einer Bank zu halten. Das Resultat war, daß die FDIC, wenn kein geeigneter Kandidat für die Übernahme eines Problem-instituts im Rahmen einer „Kauf und Schuldenübernahme“-Transaktion gefunden werden konnte, manchmal kaum eine andere Wahl hatte, als – zum Vorteil der vorhandenen Aktionäre – Unterstützung zu gewähren, ohne die Bank zu schließen. Das erklärt teilweise den Unterschied zwischen der Abwicklung bei der Continental Illinois Bank, die unterstützt und nicht geschlossen wurde, und der Bank of New England, die im Rahmen der neuen „Überbrückungs“-Konstruktion vorübergehend von der FDIC übernommen wurde. Nach dieser Konstruktion darf die FDIC eine Bank für einen Zeitraum von bis zu fünf Jahren im Eigentum halten.

Gewisse länderspezifische Unterschiede sind auch beim Vorgehen gegen die Geschäftsführung erkennbar. Die vorhandenen Angaben deuten darauf hin, daß der Austausch der Geschäftsführer in den USA und in Norwegen der Normalfall war. In Schweden kam dies weniger oft vor, was teilweise auf bereits früher erfolgte Entlassungen durch die Aktionäre zurückzuführen war, und auch in Finnland dürfte es von etwas geringerer Bedeutung gewesen sein. Wenn die finanziellen Schwierigkeiten weit verbreitet sind, wird daraus vielleicht abgeleitet, daß die Schuld nicht vorrangig bei der Geschäftsführung der einzelnen Institute liegt. Zusätzlich kann in kleineren Ländern das vergleichsweise geringe Reservoir an neuen Führungskräften als Erschwernis gesehen werden.

Die Bedenken über Wettbewerbsverzerrungen und das Problem des „moral hazard“ sind eine Mahnung, daß die Einbeziehung des Staates in die Bewältigung der finanziellen Notlagen Kosten verursacht und ihren eigenen Grenzen unterliegt. Der Staat kann nicht als eine Art „deus ex machina“ betrachtet werden, der fähig ist, schmerzlos und mit einem Streich die schwerwiegenden Konsequenzen der finanziellen Ungleichgewichte zu beseitigen. Beispielsweise wird durch die Übernahme von Verlusten durch den Staat die

... der Eigentümer ...

... und der Geschäftsführung

Grenzen staatlichen Engagements

Belastung in Wirklichkeit nur breiter umverteilt; sie wird nicht beseitigt, wie es sich im anschwellenden Finanzierungsbedarf des Staates zeigt. Und wenn die Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsfremden eine gewisse Größe erreichen, können die Möglichkeiten der Auslandsfinanzierung schnell ausgereizt sein.

### *Vorbeugung*

Lehren zur  
Vorbeugung:

Das Krisenmanagement bei finanziellen Notlagen muß durch längerfristige Maßnahmen ergänzt werden, die das Ziel haben, ein Wiederauftreten des Problems zu verhindern. Eine zentrale Lehre, die aus den Ursachen der jüngsten Schwierigkeiten gezogen werden kann, ist, daß als Vorbeugung einander ergänzende und verstärkende makro- und mikroökonomische Maßnahmen zur Sicherstellung der finanziellen Disziplin erforderlich sind.

– langfristige  
antiinflationäre  
Ausrichtung

Auf der makroökonomischen Ebene war – historisch betrachtet – der beste Schutz gegen finanzielle Auswüchse eine straffe langfristig orientierte antiinflationäre Ausrichtung. Die Inflation der siebziger Jahre legte den Grundstein für den starken Anstieg des Zinsniveaus und der Volatilität der Zinssätze Anfang der achtziger Jahre, der die Krise bei den US-Sparbanken und bei der Kreditvergabe an stark verschuldete Entwicklungsländer auslöste. Eine relativ hohe Inflation hat auch zu den derzeitigen Schwierigkeiten der nordischen Länder beigetragen, nicht zuletzt durch das Zusammenspiel mit steuerlichen Absetzungsmöglichkeiten, die für die Kreditnehmer großzügige Subventionen bedeuteten. Wie bereits oben erwähnt, erleichterte wohl der vergleichsweise lockere geldpolitische Kurs in den nordischen Ländern und in Japan den Preisanstieg bei den Vermögenswerten; dies galt ebenso für andere Länder, namentlich Großbritannien.

Zugleich reicht eine strikte antiinflationäre Politik natürlich nicht aus. Die unterschiedliche Reagibilität der Preise für Vermögenswerte und des allgemeinen Preisniveaus auf die Kreditbedingungen kann einen ernsten Zielkonflikt für die Währungsbehörden bedeuten, die das Risiko, das spekulative Verhalten nicht eindämmen zu können, und die Gefahr von unerwünschten Kontraktionseffekten in der Realwirtschaft gegeneinander abzuwägen haben. Dieses Dilemma war in Japan am deutlichsten, wo sichtbare Zeichen von spekulativen Auswüchsen und niedrige Inflation nebeneinanderstanden.

– bank-  
aufsichtliche  
Regelungen

Auf der mikroökonomischen Ebene ist die Bankenaufsicht der zusätzliche Regelungsmechanismus zur Erreichung der Finanzdisziplin. Wie es am deutlichsten durch die Erfahrungen der nordischen Länder und der US-Spar- und Darlehensbanken belegt wird, ist das Auftreten von krisenhaften Erscheinungen ein erhebliches Risiko, solange nicht die aufsichtsrechtlichen Schutzmaßnahmen in einem liberalisierten, von größerem Wettbewerb gekennzeichneten finanziellen Umfeld deutlich gestärkt werden, um so die Marktdisziplin zu ergänzen.

In allen Ländern, die mit Problemen konfrontiert waren, sind Schritte in diese Richtung unternommen worden. Einige waren Teil der weitreichenderen internationalen Bemühungen insbesondere um die Stärkung der Eigenkapitalausstattung im Einklang mit der Basler Eigenkapitalvereinbarung. Andere Schritte waren die Reaktion auf die spezifischeren Mängel inländischer Regelungen. Verbesserungen bei der Publizitätspflicht sind ein Beispiel hierfür. Ein weiteres sind die Maßnahmen, die in Japan ergriffen wurden, um jene



Nichtbankfinanzgesellschaften, bei denen die krisenhaften Erscheinungen zuerst aufgetreten sind, unter eine verbesserte Aufsicht zu stellen. In Finnland wird das Aufsichtssystem gerade völlig überarbeitet. In den USA haben seit der Krise der Spar- und Darlehensbanken verschiedene Initiativen das Ziel gehabt, das System der Bankenaufsicht zu stärken. Die jüngste Gesetzesinitiative, der Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act 1991, ist besonders umfassend. Im Rahmen seiner Umsetzung wurde Ende 1992 ein Katalog von Maßnahmen eingeführt, einige verpflichtend und andere dem eigenen Ermessen überlassen, die von den Aufsichtsbehörden für bundesstaatliche Banken ergriffen werden können und vom Ausmaß der Kapitalausstattung der gefährdeten Institute abhängig sind. Das System soll sofortige Abhilfemaßnahmen ermöglichen, damit die Wahrscheinlichkeit eines Zusammenbruchs und die damit zusammenhängenden Kosten für den Bankensicherungsfonds verringert werden. Durch das Gesetz wurden auch die Bedingungen verschärft, zu denen die FDIC Unterstützung für Banken, die weiterhin ihren Geschäften nachgehen, bereitstellen kann. Ferner verlangte die FDIC im Januar 1993 erstmals risikoabhängige Beiträge zur Einlagensicherung, die an die Höhe der Eigenkapitalausstattung und die Beurteilung durch die Aufsichtsbehörden geknüpft sind. Die Änderung war durch die Überzeugung motiviert, daß das frühere System zu großzügig war und zu geringe Beitragsleistungen verlangt wurden, was die Anreize für ein umsichtiges Verhalten schwächte.

Wie bereits im letzten Jahresbericht erörtert, ist die Stärkung der Rahmenbedingungen für die Bankenaufsicht angesichts des durch wachsenden Wettbewerb gekennzeichneten und sich rasch verändernden finanziellen Umfelds eine globale Herausforderung. Gemeinsam mit der Verfolgung einer stabilen und umsichtigen makroökonomischen Politik ist sie auch eine Voraussetzung für die Sicherung und Bewahrung der Vorteile – bei gleichzeitiger Vermeidung der Kosten – des Deregulierungsprozesses, der im letzten Jahrzehnt an Tempo gewonnen hat. Ein wesentliches Ziel dieses Prozesses war die Verringerung der zunehmenden staatlichen Beteiligung, die das Finanzsystem vieler Industrieländer charakterisierte. Die Erfahrungen jener Länder, in denen es zu einer Finanzkrise gekommen ist, zeigen, daß Deregulierung, wenn sie nicht von einer angemessenen makro- und mikroökonomischen Politik begleitet wird, paradoxerweise eher zu mehr als zu weniger staatlicher Beteiligung führen kann.

Paradoxe Folgen  
der Deregulierung

## VIII. Devisenmärkte: Entwicklungen und ihre möglichen Ursachen

### Schwerpunkte

In diesem Kapitel werden zunächst die Ereignisse an den Devisenmärkten während des Berichtszeitraums beschrieben. In einem zweiten Teil werden die vielen komplexen – und häufig untereinander in Beziehung stehenden – Faktoren erörtert, die in ihrem Zusammenwirken die sich lange hinziehende Devisenmarktkrise in Europa im vergangenen Jahr und in den ersten fünf Monaten dieses Jahres verursachten.

Der US-Dollar durchlief während des Berichtszeitraums erneut einen vollständigen Zyklus aus Auf- und Abwertung, da das Vertrauen in die wirtschaftliche Erholung in den USA zuerst zunahm und anschließend schwand. Ende 1992 stärkte sich das Vertrauen wiederum, und es schien ein zweiter Zyklus eingesetzt zu haben. Der Yen begann nach mehreren Schwächeanfällen von September an schließlich erheblich zu steigen.

In Europa gerieten insgesamt sieben Währungen des EWS-Wechselkursmechanismus und drei von sich aus an die ECU gebundene nordische Währungen zeitweise unter starken Druck, und eine weitere Währung war einigen vorübergehenden und begrenzten Spannungen unterworfen. Von diesen Währungen entgingen nur drei aus dem engen EWS-Wechselkursband der Abwertung bzw. dem Übergang zu einem frei schwankenden Wechselkurs. Diese drei waren der französische Franc, die dänische Krone und der belgische Franc. Eine Kombination aus soliden wirtschaftlichen Grunddaten und eindeutigem Engagement auf seiten der betroffenen Instanzen konnte die Märkte schließlich davon überzeugen, daß Angriffe auf diese Währungen scheitern müßten – was auch geschah.

Die Gründe für die Devisenmarkturbulenzen waren vielfältig, und ihre einzelnen sowohl politischen als auch ökonomischen Einflüsse können weder sauber isoliert noch nach ihrer Bedeutung in eine Rangordnung gebracht werden. Aber es ist wohl keine Übertreibung, festzustellen, daß der Berichtszeitraum – global gesehen – die bedeutendsten Ereignisse im internationalen Währungssystem seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems vor zwanzig Jahren erlebte.

### Die Ereignisse von 1992 und Anfang 1993

Im Vorfeld der europäischen Währungskrise ...

Das Jahr 1992 begann damit, daß der Dollar den Tiefpunkt seines jüngsten Zyklus erreichte, nachdem die offiziellen Zinssätze in den USA noch einmal herabgesetzt worden waren, da die Erholung der Wirtschaft weiterhin schwach und zögernd verlief. In Europa ließ die Situation in Deutschland vermuten, daß für einige Zeit wohl die Beibehaltung eines straffen geldpolitischen Kurses





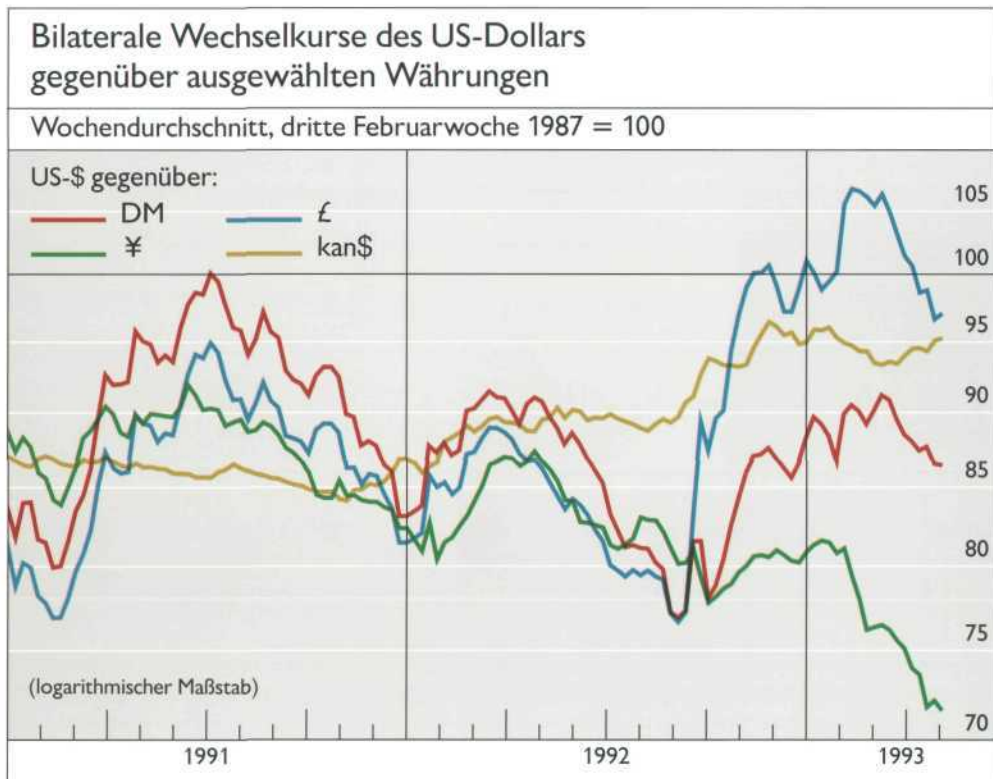
erforderlich sein würde. Tatsächlich nahm die kurzfristige Zinsdifferenz zwischen den USA und Deutschland überwiegend weiter zu und erreichte im September mit mehr als  $6\frac{1}{2}$  Prozentpunkten ein Rekordhoch (s. die obenstehende Grafik). Auch der europäische Wechselkursmechanismus war zu Jahresbeginn einigen Spannungen ausgesetzt, wobei das enge Kursband – mit dem belgischen Franc am oberen und der dänischen Krone am unteren Limitkurs – kurzzeitig bis an seine Grenzen in Anspruch genommen wurde (s. die Grafik auf S. 206).

Den Spannungen im EWS-Wechselkursmechanismus war allerdings im November 1991 auch eine große Devisenmarktkrise in Finnland vorausgegangen. Bis zum 14. November 1991 hatte Finnland so massive Kapitalabflüsse zu verzeichnen, daß seine Devisenreserven (einschließlich Terminpositionen) praktisch erschöpft waren. Es gab dort daher so gut wie keine andere Möglichkeit, als die erst fünf Monate zuvor eingeführte Bindung an die ECU aufzugeben; nach einem Tag mit frei schwankendem Wechselkurs wurde die Finnmark mit einer Abwertung ihres ECU-Leitkurses um 12,3% wiederangekoppelt. Anschließend wurde auch auf die schwedische Krone Druck spürbar, und die Sveriges Riksbank ergriff am 5. Dezember energische Maßnahmen, indem sie ihren marginalen Ausleihesatz um 6 Prozentpunkte auf  $17\frac{1}{2}\%$  hinaufsetzte.

Der Dollar erreichte Anfang Januar 1992 einen Tiefpunkt von DM 1,51, aber dann begann er – wie schon in einigen Fällen zuvor – plötzlich zu steigen, als einige Indikatoren in den USA vermuten ließen, daß die Wirtschaft stärker sei als angenommen. Zudem hatte die durch die Auflösung der ehemaligen Sowjetunion erzeugte Unsicherheit eine nachteilige Auswirkung auf die Einschätzung der D-Mark, und der Yen notierte ebenfalls schwach, da der offizielle japanische Diskontsatz zur Jahreswende ein weiteres Mal gesenkt worden war. Im Anschluß an das Bekanntwerden weiterer schwacher Wirtschaftsindikatoren in Japan nahmen die Währungsbehörden der USA und Japans im Februar denn auch gemeinsame Interventionen vor, um den Yen zu stützen. In den folgenden vier

... starker Druck auf die Finnmark ...

... nur vorübergehender Anstieg des US-Dollars ...



Wochen fiel die japanische Währung gegenüber dem Dollar trotzdem um weitere 5½%. Nach dem Tiefstand im Januar erreichte der Anstieg des Dollars seinen Höhepunkt gegenüber der D-Mark Mitte März mit etwa 11% und gegenüber dem Yen Anfang April mit 9,6%. Anschließend ging die Währung der USA bis Anfang September in durchschnittlicher Betrachtung zurück, gegenüber der D-Mark um über 17%. Der Grund bestand im wesentlichen darin, daß sich die Erwartungen auf eine wirtschaftliche Erholung wiederum als zu optimistisch erwiesen, während die Geldpolitik in Deutschland straffer geführt und in dieser Ausrichtung länger beibehalten wurde, als erwartet worden war.

... Schwächung  
von Yen und  
Dollar ...

Die Schwäche des Yen gegenüber den europäischen Währungen hielt unter Schwankungen bis zum Herbst an, da sich die Anzeichen für eine Eintrübung des Klimas in der Wirtschaft und am Aktienmarkt in Japan verstärkten. Die Zinssätze wurden erneut gesenkt, darunter der offizielle Diskontsatz Ende Juli auf 3¼%. Die Finanzminister und Notenbankgouverneure der Siebenergruppe hatten gegen Ende April bereits festgestellt, daß der Rückgang des Yen nicht zum Anpassungsprozeß beitrage. Es gelang jedoch nicht, den Kursrutsch des Yen mit weiteren Interventionen zum Stillstand zu bringen, obwohl der japanische Handelsbilanzüberschuß zunahm.

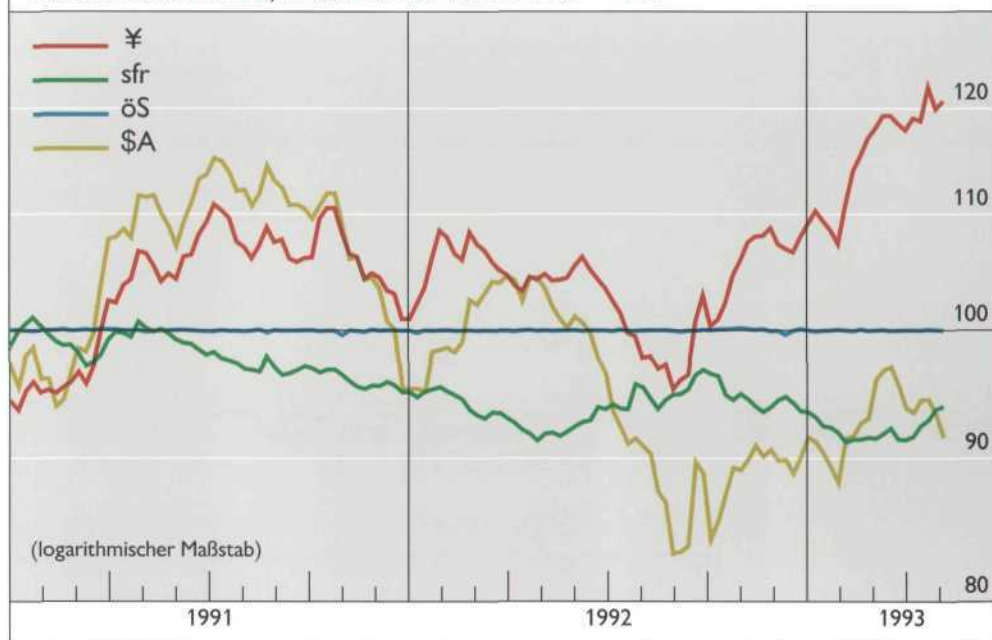
Was den Dollar betrifft, so wurde der US-Diskontsatz Anfang Juli auf seinen niedrigsten Stand seit dreißig Jahren gesenkt. Zur selben Zeit wurde mit vergleichsweise umfangreichen und konzertierten Interventionen zu seiner Unterstützung begonnen, die bis Ende August periodisch fortgesetzt wurden. Trotzdem streifte der Dollar am 2. September im Handelsverlauf einen Rekordtiefstand von unter DM 1,39.

Im Anschluß hieran befestigten sich der Dollar und insbesondere der Yen, dessen Anstieg gegenüber der D-Mark in der Spitze nicht weniger als 29%



## Bilaterale Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber der D-Mark

Wochendurchschnitt, dritte Februarwoche 1987 = 100



betrug, da die Regierung Japans fortfuhr, finanzpolitische Pakete zur Konjunkturankurbelung einzusetzen (s. Kapitel II), und auch der Aktienmarkt haussierte. Mittlerweile schwächte sich in Deutschland die Konjunktur ab, und in der Geldpolitik setzte eine schrittweise Lockerung ein. In Japan begannen die verantwortlichen Instanzen bald einen zu starken Anstieg des Yen zu befürchten, weshalb sie im März und April 1993 dagegen intervenierten. In der Zwischenzeit war der offizielle Diskontsatz schon im Februar ein weiteres Mal gesenkt worden, und zwar auf 2½%. Der – wenn auch weniger steile – Anstieg des Dollars wurde von den bis dahin überzeugendsten Anzeichen für eine Beschleunigung des Wachstums in den USA beeinflusst. Von Ende März an wandelte sich die Einschätzung des Dollars allerdings erneut, als sich für das erste Quartal eine niedrige Wachstumsrate abzeichnete, die später auch bestätigt wurde.

Vor diesem Hintergrund brach die Serie von Devisenmarktkrisen in Europa aus, die sich über einen Zeitraum von acht Monaten von Mitte September 1992 bis Mai 1993 erstreckten. Von dem Druck an den Devisenmärkten wurden zuerst einige der sogenannten „hochverzinsten“ Währungen getroffen. Auf der anderen Seite wurde die D-Mark nach oben getrieben, weil eine baldige Lockerung der deutschen Geldpolitik immer weniger wahrscheinlich wurde. Mitte Juli erhöhte die Bundesbank ihren Diskontsatz sogar, und zwar in einem unerwartet deutlichen Ausmaß von 8% auf 8¾%, wenn auch der international relevantere Lombardsatz unverändert belassen wurde. Trotz der Ankündigung eines harten finanzpolitischen Maßnahmenpakets durch die neu (aber verspätet) gebildete italienische Regierung mußten die offiziellen Zinssätze in Italien zum zweiten Mal in diesem Monat angehoben werden. Gleichwohl fiel die Lira auf ein neues Rekordtief gegenüber der D-Mark.

... dann Einsetzen der Krise in Europa bei beginnender Befestigung des Dollars und insbesondere des Yen

Ausbruch der europäischen Krise bei Höchststand der Zinsdifferenz zwischen USA und Deutschland

Verstärkung der  
Spannungen im  
EWS-Wechsel-  
kursmechanismus  
Ende August...

Zwischenzeitlich hatte sich im EWS-Wechselkursmechanismus auch das Pfund Sterling abgeschwächt, und das nur zum Teil wegen seiner überdurchschnittlich starken Verbindung mit dem rückläufigen US-Dollar. Am 26. August war das Pfund – trotz einiger Interventionen – nahe an seinen unteren Limitkurs im EWS-Wechselkursband gefallen, und eine entschlossene Erklärung des Schatzkanzlers wurde von offenen Pfundkäufen gegen D-Mark begleitet, die jedoch nur kurzzeitig Wirkung zeigten. Auch über mehrere andere EWS-Zentralbanken wurde berichtet, daß sie zur Stützung ihrer Währung intervenierten, und in Schweden sowie Finnland wurden die offiziellen Zinssätze heraufgesetzt. Am 28. August gaben die Finanzminister der EG eine nachdrückliche Erklärung heraus, in der sie betonten, daß eine Änderung der geltenden Leitkursstruktur keine angemessene Antwort auf die bestehenden Spannungen im EWS sei. Gleichwohl schlugen die Spannungen am folgenden Handelstag in offene Turbulenzen um, und die Lira blieb trotz obligatorischer Interventionen an ihrem unteren Limitkurs im EWS-Wechselkursmechanismus.

Am 3. September gab Großbritannien bekannt, daß Vereinbarungen getroffen worden seien, um fremde Währungen im Gegenwert von ECU 10 Mrd. zum Umtausch in Pfund Sterling aufzunehmen. Die Mittel sollten zur teilweisen Finanzierung des zunehmenden Kreditbedarfs des öffentlichen Sektors verwendet werden. Hierauf zog der Pfundkurs für drei bis vier Tage steil an. Die konzertierten Interventionen zur Stützung der Lira hielten dagegen an, und die italienische Währung fiel – trotz einer weiteren Erhöhung italienischer Zinsen – wieder auf ihren unteren Limitkurs.

So trat der ECOFIN-Rat (der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister der Europäischen Gemeinschaft) am 5. September in Bath in einer hochgradig angespannten Atmosphäre zusammen. Angesichts der nach wie vor nicht als ausreichend solide betrachteten binnenwirtschaftlichen Bedingungen in Deutschland und der Tatsache, daß der Präsident der Deutschen Bundesbank ohnehin gesetzlich nicht ermächtigt ist, den Zentralbankrat festzulegen, konnten jedoch kaum konkrete Fortschritte erzielt werden.

... und Über-  
greifen auf die  
nordischen  
Währungen

Drei Tage später, nach dem Scheitern einer zuvor ausgehandelten Tariflohnvereinbarung, mußte der Wechselkurs der Finnmark erneut freigegeben werden, und die Währung fiel gegenüber der ECU schnell um weitere 14%. Auch die schwedische und die norwegische Währung gerieten prompt wieder unter Druck. Die finnische Währung schwankt seitdem an den Devisenmärkten frei, und Anfang April 1993 war sie um insgesamt 31% unter ihre ECU-Parität von Juni–November 1991 gefallen. Am 9. September 1992 erhöhte die Sveriges Riksbank ihren marginalen Ausleihesatz auf 75%. Gleichzeitig wurde angekündigt, daß zur Stärkung der Währungsreserven des Landes staatliche Stellen Kredite im Gegenwert von ECU 16 Mrd. an den internationalen Märkten aufnehmen würden. Außerdem wurde das schwedische Amt für Staatsverschuldung öffentlich angewiesen, weitere solche Mittelaufnahmen im Betrag von ECU 15 Mrd. zu vereinbaren.

Abwertung der  
Lira und  
deutsche Zins-  
senkung...

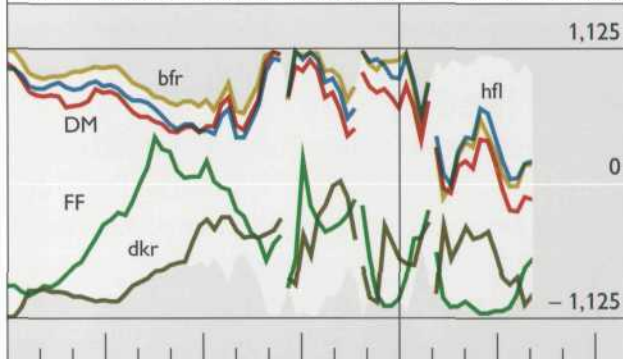
In der Zwischenzeit spitzten sich die Ereignisse im EWS-Wechselkursmechanismus zu, trotz der – diese Entwicklungen gleichzeitig belegenden – weiterhin ganz und gar beispiellosen Interventionsbeträge. Nachdem die Lira ihren offiziellen Limitkurs unterschritten hatte, führten Krisengespräche am



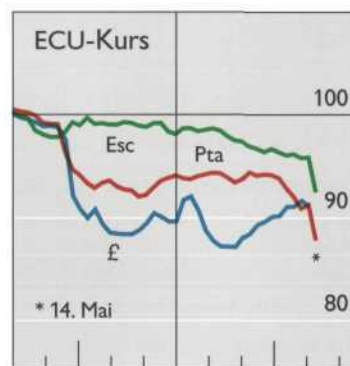
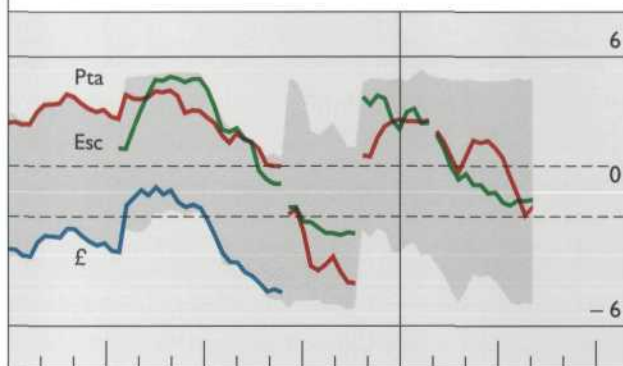
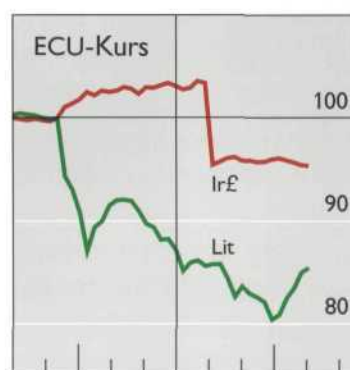
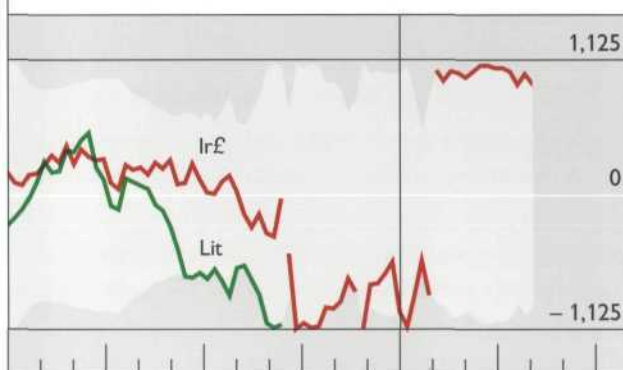
# Europäische Währungen mit multilateralen oder einseitigen Wechselkursbindungen zur Jahresmitte 1992

Wochendurchschnitt

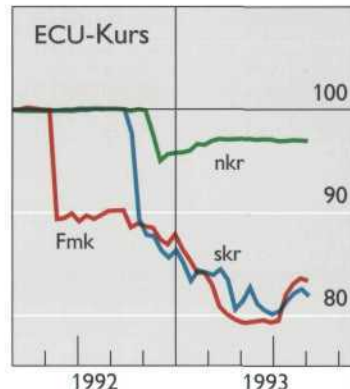
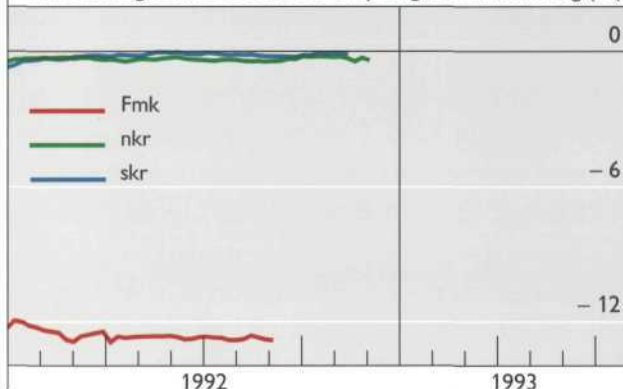
Abweichung von den Leitkursen im EWS-Wechselkursband (%)



Index (Ende Juli 1992 = 100)



Abweichung vom ECU-Kurs der ursprünglichen Anbindung (%)



Anmerkung: Die schattierten Bereiche geben (hellgrau) die maximale tatsächliche Ausdehnung des engen EWS-Wechselkursbands bzw. (dunkelgrau) die maximal zugelassene Ausdehnung des weiten Bandes entsprechend der tatsächlichen Position der Währungen des engen Bandes an. Der österreichische Schilling ist nicht wiedergegeben.

Wochenende des 12. und 13. September dazu, daß die Leitkurse der Lira um 3½% abgewertet und die aller anderen Währungen des EWS-Wechselkursmechanismus um denselben Prozentsatz aufgewertet wurden. Am folgenden Tag beschloß die Bundesbank eine Senkung ihres Lombardsatzes um ¼ Prozentpunkt und des Diskontsatzes um ½ Prozentpunkt, und es wurden Maßnahmen getroffen, um sicherzustellen, daß die deutschen Geldmarktsätze um ½ Prozentpunkt fallen würden.

... erreichen  
keine Markt-  
beruhigung

Dennoch befanden die Devisenmärkte auf der Stelle, daß diese Maßnahmen nicht ausreichend seien, und der Druck hielt an, insbesondere auf die Lira, das Pfund, die schwedische Krone, die spanische Peseta und den portugiesischen Escudo. Am 16. September geriet das Pfund unter gewaltigen Druck, und trotz „massiver“ konzertierter Interventionen und der Ankündigung von zwei Zinserhöhungen im Verlauf desselben Tages blieb auch das Pfund an seinem unteren Limitkurs im EWS-Wechselkursband. Die Sveriges Riksbank setzte ihren marginalen Ausleihesatz hinauf – auf 500%. Auch die norwegische Krone wurde in dieser Phase durch sehr hohe Interventionen gestützt.

Ausscheiden von  
Pfund und Lira  
aus dem Kurs-  
mechanismus  
und Abwertung  
der Peseta ...

Im späteren Tagesverlauf beschlossen die britischen Währungsbehörden, unter den gegebenen Verhältnissen die Teilnahme des Pfund Sterling am EWS-Wechselkursmechanismus auszusetzen. Die italienischen Behörden verlautbarten ebenfalls ihren Entschluß, vorübergehend von Interventionen abzusehen, wodurch die Lira bis auf weiteres faktisch aus dem Wechselkurssystem herausgenommen wurde. (Später gab die Banca d'Italia bekannt, daß sie allein im September \$ 24 Mrd. zur Verteidigung der Lira eingesetzt habe.) Schließlich wurde die Peseta formal um 5% abgewertet.

... führen zu  
Druck auf den  
französischen  
Franc ...

Die Stoßrichtung der Spekulation wandte sich dann anderen Währungen zu, insbesondere dem französischen Franc, trotz der hinter dieser Währung stehenden als solide erachteten wirtschaftlichen Grunddaten. Die Interventionen waren deshalb wieder sehr umfangreich, aber – vielleicht bezeichnenderweise – allesamt intramarginaler Art, da der Franc über seinem unteren Limitkurs im EWS-Wechselkursband blieb. Etwas später kündigte die schwedische Regierung harte finanzpolitische Maßnahmen an, so daß die schwedische Krone den ersten Ansturm überstand; der marginale Ausleihesatz wurde von 500% auf 50% herabgesetzt. Im Zuge der Turbulenzen griff der Druck an den Devisenmärkten auch auf die griechische Drachme über. Die Interventionen nahmen hier ebenfalls ein beträchtliches Ausmaß an, und der offizielle Ausleihesatz der griechischen Zentralbank wurde von 30% auf 40% erhöht. Gleichwohl fiel die Drachme weiter.

... der abge-  
wehrt wird

Im Anschluß an das knappe Ergebnis des französischen Referendums hielt der Abgabedruck auf den französischen Franc drei Tage lang mit ganzer Stärke an. Allerdings erwiesen sich diese drei Tage als entscheidend, da sowohl die französischen als auch die deutschen Instanzen mit Taten und Worten unmißverständlich klarmachten, daß sie den Franc-Leitkurs für absolut richtig hielten. Insbesondere wurde zur Verteidigung der Währung – wie erst später veröffentlicht – in den sieben Tagen bis zum 23. September ein Gesamtbetrag von FF 160 Mrd. (über \$ 32 Mrd.) aufgewendet. Am 23. September erhöhte die Banque de France zudem den Zinssatz für ihre Wertpapierpensionsgeschäfte mit fünf- bis zehntägiger Laufzeit um 2½ Prozentpunkte auf 13%. Auf



gewogener durchschnittlicher Basis erreichte die Tagesgeldnotierung einmal über 24%, aber die Basisausleihesätze der Banken blieben unverändert. Diese Strategie war so erfolgreich, daß innerhalb von nur fünf Tagen umfangreiche Mittelrückflüsse in den Franc einsetzten.

Die Bank of England gab später eine Schätzung des Gesamtumfangs der Interventionen in den vier Monaten bis Ende September bekannt; der Betrag belief sich auf über \$ 160 Mrd., wovon der größte Teil auf DM-Verkäufe entfiel. Die Banca d'Italia schätzte, daß sich der Gesamtbetrag der zur Verteidigung der Wechselkurse im Zeitraum von Juni bis Dezember vorgenommenen Interventionen auf rund \$ 200 Mrd. belaufen hatte, wovon die Hälfte allein den September betroffen hatte. Der Bericht der Zehnergruppe vom April 1993 über internationale Kapitalbewegungen und Devisenmärkte stimmte hiermit ungefähr überein, als er das Gesamtvolumen der DM-Nettoverkäufe durch europäische Zentralbanken während derselben sieben Monate auf DM 284 Mrd. bezifferte. Davon waren DM 188 Mrd. zur Verteidigung von Währungen des EWS-Wechselkursmechanismus eingesetzt worden.

Trotz Rekord-  
inter-  
ventionen ...

Dessenungeachtet hielt der Druck an den Devisenmärkten auch noch im Oktober und vor allem im November an. Hiervon waren viele Währungen betroffen, darunter das Pfund Sterling, da die britischen Zinsen gesenkt wurden. Mitte November bekam die schwedische Regierung für ihr neues finanzpolitisches Sparpaket nicht die erforderliche Unterstützung aller Parteien. Die Märkte reagierten umgehend – tatsächlich hatte man sich bereits seit einigen Tagen durch den Abschluß von Absicherungsgeschäften auf ein mögliches Scheitern des Pakets eingestellt. Die Währungsbehörden entschieden, die Krone frei schwanken zu lassen. Später wurde bekanntgegeben, daß sich im Verlauf von sechs Tagen die Währungsabflüsse auf den Gegenwert von \$ 26 Mrd. oder 11% des schwedischen BSP summiert hatten. Der vergleichbare Interventionsbetrag während der drei Wochen der September-Krise hatte etwas mehr als die Hälfte davon ausgemacht. Zur gleichen Zeit mußte auch die norwegische Krone erneut mit sehr großen Interventionen gestützt werden, die sich allein in zwei Tagen auf nkr 48 Mrd. addierten – 46% der norwegischen Währungsreserven (ohne Gold) gemäß dem Stand von Ende Oktober.

... einige andere  
Währungen  
weiterhin unter  
Druck

Einmal mehr veränderte sich die Stoßrichtung der Spekulation, und jetzt gerieten die Peseta, der Escudo, die dänische Krone und das irische Pfund unter heftigen Druck. Dagegen berichtete das französische Finanzministerium, daß im Oktober FF 33 Mrd. in die französischen Währungsreserven zurückgeflossen seien.

In der Zwischenzeit war auch der kanadische Dollar unter weiteren – wenn auch nur zeitweiligen – Druck geraten, zuerst im Mai und dann wieder von September bis November 1992. Ende April 1993 sollte dies nochmals geschehen. Die Märkte reagierten nacheinander auf den Zusammenbruch eines großen Immobilienkonzerns, die möglichen Auswirkungen eines negativen Abstimmungsergebnisses bei dem kanadischen Verfassungsreferendum, die Währungsunruhen in Europa, die allgemeine Befestigung des US-Dollars und schließlich auf die sich verschlechternden Finanzpositionen auf Bundes- und Provinzebene (s. die Grafik auf S. 203). Die Zentralbank setzte dem Druck zeitweise Interventionen und – insbesondere Ende 1992 – scharfe Zinserhöhungen entgegen, teilweise um die Wechselkursentwicklung unter Kontrolle zu bringen,

Kanadischer und  
australischer  
Dollar phasen-  
weise unter  
Druck

	<p>teilweise um die Wirkung der marktmäßigen Abwertung auf die allgemeinen monetären Bedingungen auszugleichen. Auch in Australien führten – neben einer gelegentlichen Nervosität über die Entwicklungen in Europa – politische Unsicherheiten und die Besorgnis der Märkte über die sich verschlechternden Aussichten für die Finanzen des Bundes und der Bundesstaaten im Januar, August und Oktober/November 1992 zu einem ausgeprägten Abwärtsdruck auf den Wechselkurs (s. die Grafik auf S. 204). Die Reaktion der Zentralbank bestand jeweils in dem Einsatz von Interventionen und dem Zulassen einer Ausweitung der kurzfristigen Zinsdifferenzen gegenüber den USA.</p>
Abwertung von Peseta und Escudo ...	<p>In Europa setzten sich die Entwicklungen damit fort, daß am 22. November die Peseta und der Escudo im EWS-Wechselkursmechanismus (in den der Escudo im April 1992 aufgenommen worden war) um 6% abgewertet wurden. Auf die dänische Krone, die norwegische Krone und das irische Pfund hielt der Druck an, und auch der französische Franc wurde bald erneut einbezogen. Gegen Ende des Monats erhöhte die Central Bank of Ireland den Zinssatz ihrer Tagesgeldfazilität auf nicht weniger als 100%. Im Dezember 1992 und Januar 1993 blieben der französische Franc, die dänische Krone und das irische Pfund einem periodisch auftretenden schweren Druck ausgesetzt, dem sowohl mit Interventionen als auch mit Zinserhöhungen Widerstand geboten wurde. Dagegen hielt die Parität der norwegischen Krone – trotz zusätzlicher Interventionen – nicht mehr bis zum Jahresende; ihr Wechselkurs wurde am 10. Dezember freigegeben. Im Unterschied zu den meisten anderen Fällen dieser Art fiel der Wechselkurs aber nur um 6%, und seit Mitte Dezember hat er sich sogar etwas erholt (s. die Grafik auf S. 206).</p>
... Kursfreigabe der norwegischen Krone ...	
... und Abwertung des irischen Pfunds	<p>Die nächste Abwertungsrunde betraf das irische Pfund. Die Auswirkung des Verlustes an Wettbewerbsfähigkeit, der insbesondere durch den Fall des Pfund Sterling hervorgerufen worden war, wurde dadurch verschärft, daß die inländischen Zinsen in einer stark unterbeschäftigten Wirtschaft derart hoch gehalten werden mußten. Deshalb wurde die irische Währung am 30. Januar 1993 um 10% abgewertet; seither bewegt sie sich dicht am oberen Rand des engen EWS-Wechselkursbands.</p>
Abwehr vorübergehenden Drucks auf den belgischen Franc	<p>Der belgische Franc geriet im Februar 1993 für kurze Zeit unter Druck und erfuhr auch im März eine gewisse Schwächung, nachdem durch Diskussionen über eine Verfassungsreform und Widerstände gegen einige vorgeschlagene Budgetmaßnahmen politische Unsicherheiten erzeugt worden waren. Der Druck konnte jedoch ziemlich leicht und rasch dadurch abgewehrt werden, daß die Zinsen – in Verbindung mit Interventionen – angehoben wurden und, etwas später, ein Haushaltspaket verabschiedet wurde.</p>
Beginn weiteren Rückgangs der offiziellen deutschen Zinsen ...	<p>Auch der französische Franc kam – zusammen mit der Peseta und der dänischen Krone – erneut unter Druck, vor allem nach der irischen Abwertung von Ende Januar 1993. Allerdings senkte die Bundesbank am 4. Februar erneut ihre Zinssätze, und zwar den Lombardsatz von 9½% auf 9% und den Diskontsatz um ¼ Prozentpunkt auf 8%. Dies ließ den Druck etwas – aber nur vorübergehend – abklingen, und die Finnmark, die Lira und die schwedische Krone begannen bald noch tiefer zu fallen.</p>
	<p>Am 4. März, als der Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank augenscheinlich beschlossen hatte, vorerst keine weiteren Zinssenkungen</p>



vorzunehmen, kam der französische Franc ein weiteres Mal unter Abwärtsdruck. Dieser hörte auf, als die Bundesbank schon am nächsten Tag die Märkte damit überraschte, daß sie eine Rücknahme des Zinssatzes für ihre zweiwöchigen Wertpapierpensionsgeschäfte von 8,49% auf 8,25% ankündigte. Die Wirkung dieses Schrittes auf die D-Mark wurde durch wachsende politische Unsicherheiten in Rußland verstärkt. Am 18. März senkte die Bundesbank dann ihren Diskontsatz noch einmal, und zwar auf 7½%, ließ aber den Lombardsatz unverändert.

Im Vorfeld des zweiten Wahlgangs zur Nationalversammlung in Frankreich erfuhr der französische Franc einen sehr starken Abgabedruck. Im Anschluß an das Ergebnis des entscheidenden Wahlgangs und angesichts des offensichtlich unerschütterlichen Engagements sowohl der französischen als auch der deutschen Instanzen für den Leitkurs des Franc im EWS-Wechselkursmechanismus ließ der Druck auf die Währung allerdings nach, als die Bundesbank am 23. April wieder begann, ihre eigenen Zinsen und die Geldmarktsätze zu ermäßigen. Im April und Anfang Mai ermöglichte es die einsetzende Stärke des Franc den französischen Währungsbehörden sogar, mit der Wiederauffüllung der französischen Währungsreserven fortzufahren und dabei zugleich die Zinsen vorsichtig so weit zu senken, bis die Zinsdifferenz zwischen Frankreich und Deutschland bei den Dreimonats-Eurosätzen praktisch eingeebnet war.

Das letzte hier anzuführende Ereignis während des Berichtszeitraums folgte am 13. Mai 1993, als die Peseta – nach vorangegangenen konzertierten Interventionen und einer Erhöhung der offiziellen Zinssätze in Spanien – zum drittenmal unter unerträglichen Druck geriet und die spanischen Währungsbehörden eine weitere Abwertung ihrer Währung im EWS-Wechselkursmechanismus beantragten. Der vereinbarte Abwertungssatz für die bilateralen Leitkurse der Währung im EWS-Wechselkursmechanismus betrug 8%. Die portugiesischen Währungsbehörden werteten den Escudo zum zweitenmal ab, jetzt um 6½%.

Von den insgesamt zehn europäischen Währungen mit einer multilateralen oder einseitigen Wechselkursbindung, die zwischen November 1991 und Mitte Mai 1993 wiederholten und schweren (abwärtsgerichteten) Angriffen ausgesetzt waren, entgingen nur zwei (zuzüglich des belgischen Franc) – allesamt im engen EWS-Wechselkursband – einer Abwertung ihrer Leitkurse bzw. einer Freigabe des Wechselkurses. (Die D-Mark und der holländische Gulden erfuhr natürlich nur Aufwärtsdruck.) Eine weitere einseitig gebundene europäische Währung, der österreichische Schilling, blieb von der Krise offensichtlich völlig verschont und hielt sich die gesamte Zeit hindurch gegenüber der D-Mark bemerkenswert stabil. Der DM-Kurs des Schweizer Frankens schwankte während des Berichtszeitraums dagegen recht deutlich. Im März 1992 wurden die schweizerischen Zinsen erhöht, und die Schweizerische Nationalbank intervenierte zur Stützung der Währung. Im zweiten und dritten Quartal profitierte der Schweizer Franken zeitweise vom Rückgang des Dollars und von dem Umstand, daß sein Status als „sicherer Hafen“ angesichts der Entwicklungen in Rußland und der Turbulenzen an den Devisenmärkten wieder etwas an Bedeutung erlangte. Anschließend, als die Zinsen – insbesondere der Diskontsatz in vier Schritten von 7% auf 5% – gesenkt wurden,

... und Erholung des französischen Franc trotz sinkender Zinsen

Druck auf die Peseta erzwingt dritte Abwertung und zweite für den Escudo

schwächte sich der Franken bis Anfang April allerdings wieder etwas ab (s. die Grafik auf S. 204).

### Kausale Strukturen der europäischen Devisenmarktkrise

Weshalb war der Ausbruch der europäischen Devisenmarktkrise so heftig? Oder, präziser gefragt, weshalb baute sich der Druck über eine so lange Zeit auf, daß die Krise dann geradezu zwangsläufig heftig sein mußte?

Krisen in Europa  
durch viele Fak-  
toren bedingt...

Bevor versucht wird, auf diese Fragen eine Antwort zu finden, sollte vielleicht vorangestellt werden, daß viele Faktoren beteiligt waren. Darüber hinaus trafen diese Faktoren zufällig alle zur selben Zeit zusammen, so daß es so gut wie unmöglich ist, sie auseinanderzuhalten oder entsprechend ihrer Bedeutung bzw. dem Ausmaß ihrer Wirkung zu ordnen. Dies in einer strikten Weise zu versuchen wäre wahrscheinlich ohnehin sinnlos, weil die Wirtschaftswissenschaft die Geschichte nicht sozusagen mit unterschiedlichen Annahmen nochmals ablaufen lassen kann, um die Auswirkungen eines jeden Faktors isoliert zu messen. Die Entwicklungen an den europäischen Devisenmärkten während des Berichtszeitraums waren im Grunde genommen ein einziges, wenn auch sich hinziehendes Ereignis. (Unter „europäisch“ sind an dieser Stelle sowohl die Länder des EWS-Wechselkursmechanismus als auch die drei nordischen Länder mit formalen Wechselkursbindungen zusammengefaßt.)

... politische ...

Ein Hintergrundfaktor nichtökonomischer Art war die Stärke des politischen Engagements für den Maastricht-Prozeß. Für den Kern der Europäischen Gemeinschaft bildete stets eine starke politische Festlegung die grundlegende, starke und nutzbringende verbindende Kraft, die nur aus der Geschichte in der ersten Hälfte dieses Jahrhunderts verständlich ist. Aber der konkrete Ausdruck dieses politischen Willens konzentrierte sich meistens weniger auf eine politische Union als vielmehr auf eine wirtschaftliche Zusammenarbeit und auf gemeinsame Institutionen (und das zweifellos mit wirtschaftlichen Vorteilen). Dies gilt für die gesamte Entwicklung von der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl über das EWS bis schließlich zur Einigung über den Vertrag von Maastricht über eine Europäische Union, die von den zwölf Staats- und Regierungschefs im Dezember 1991 erzielt wurde.

Darüber hinaus hatten mit Schweden und Finnland – zum Teil als erste Vorbereitung auf ihren möglichen künftigen EG-Beitritt – im Verlauf von 1991 zwei weitere nordische Länder ihren Wechselkurs einseitig an die ECU gebunden, nachdem das Nachbarland Norwegen diesen Schritt bereits 1990 vollzogen hatte. Dadurch wurde gleichzeitig ein Stabilitätsanker für die Ausrichtung der Geldpolitik geschaffen. Schließlich war im April 1992 der portugiesische Escudo dem EWS-Wechselkursmechanismus beigetreten, wodurch sich die Anzahl der daran beteiligten Währungen auf zehn erhöhte.

... wie auch  
ökonomische

All dies lenkte möglicherweise von der tückischen, aber fundamentalen Tatsache ab, daß sich die Konvergenzfortschritte in den Ländern des EWS-Wechselkursmechanismus nur langsam und ungleichmäßig eingestellt hatten. Insbesondere waren die realen gewogenen Wechselkurse von einigen – auch den nordischen – Ländern seit einiger Zeit allmählich nach oben geklettert (s. die Grafik in Kapitel IV, S. 86). Obwohl die Messung von Veränderungen



der realen gewogenen Wechselkurse mit zahlreichen statistischen Schwierigkeiten verbunden ist und man über die Wahl der Basisperiode streiten kann, besteht keinerlei Zweifel, daß eine Anzahl von Ländern mit multilateral oder einseitig gebundenen Wechselkursen eine Verschlechterung ihrer Wettbewerbsfähigkeit erfahren haben – und das in der Zeit einer beginnenden Rezession. Zugegebenermaßen kam es – aufgrund einer aktiven Antiinflationspolitik – gleichzeitig zu einer bemerkenswerten Annäherung der Inflationsraten. Aber dies hatte natürlich Zeit benötigt und deshalb nicht verhindern können, daß sich die realen Wechselkurse in gewissem Maße auseinanderentwickelten. Es ist nicht eindeutig zu erkennen, ob die Märkte – und die Politiker – eine Korrektur dieser Fehlentwicklungen im Laufe der Zeit durch weitere Anpassungen inländischer Kosten und Preise statt durch gezielte Wechselkursanpassungen für möglich hielten.

Langsame  
Konvergenz und  
allmähliche  
Wechselkurs-  
verzerrungen

Für eine solche Lösung blieb allerdings keine Zeit. Die Einschätzung des politischen Willens, die Wirtschafts- und Währungsunion voranzutreiben, litt beträchtlich unter dem Ergebnis des dänischen Referendums im Juni 1992 wie auch unter Umfragen, die vermuten ließen, daß sogar die französischen Wähler bei ihrem Referendum im September mit einem Nein stimmen könnten. Mit der so veränderten Einschätzung verflüchtigte sich der politische „Bonus“-Faktor, der geholfen hatte, die Zweifel über mögliche Verzerrungen der Wechselkurse zu unterdrücken. Es begann so auszusehen, als könnte sich die WWU durchaus verzögern und vor ihrem Inkrafttreten noch eine Wechselkursanpassung erforderlich sein.

Schock des  
Ergebnisses  
des ersten  
dänischen  
Referendums

Ein anderer Faktor im Hintergrund war der deutsche „policy mix“, d.h. das Defizit der öffentlichen Haushalte und die hohen Zinsen insbesondere am kurzen Ende des Marktes, von denen das Defizit begleitet wurde. Es bestehen in der Tat einige recht enge Parallelen zu dem ungleichgewichtigen „policy mix“ der USA in der ersten Hälfte der achtziger Jahre. Aus heutiger Sicht liegt der Hauptunterschied darin, daß der Dollar – als eine an den Devisenmärkten frei schwankende Währung – mit seinem enormen Anstieg und der daraus resultierenden Fehlausrichtung andere Formen des Drucks erzeugte als den, der sich 1992 im EWS-Wechselkursmechanismus und in den einseitigen Wechselkursbindungen der nordischen Länder dann statt dessen aufstaute. Ein anderer Unterschied besteht darin, daß die Preissteigerung in Deutschland bereits über der von der Bundesbank als Obergrenze angestrebten Rate von 2% lag. In den USA hatte der Anstieg des Dollars damals natürlich dazu beigetragen, daß der Inflationsdruck relativ niedrig blieb. Gleichwohl hatten es die US-Währungsbehörden – analog zur aktuellen Situation in Deutschland – für nötig erachtet, die kurzfristigen Zinsen vergleichsweise hoch zu halten. In Deutschland war der Bedarf dafür im Berichtszeitraum vielleicht noch größer, wenn man bedenkt, daß die Bundesbank sowohl mit einem übermäßigen öffentlichen Defizit als auch mit einem für deutsche Verhältnisse ziemlich hohen Lohnkostendruck konfrontiert war, was in beiden Fällen seinen Ursprung vornehmlich in den einmaligen Umständen der Vereinigung hatte (s. Kapitel II). Längerfristig betrachtet versprochen aber auch Anlagen in DM-Anleihen attraktiv zu sein, weil ein gewisses Vertrauen bestand, daß Deutschland seine Probleme schließlich meistern würde und die langfristigen Zinsen dann fallen würden. Für

Deutscher  
„policy mix“ ...

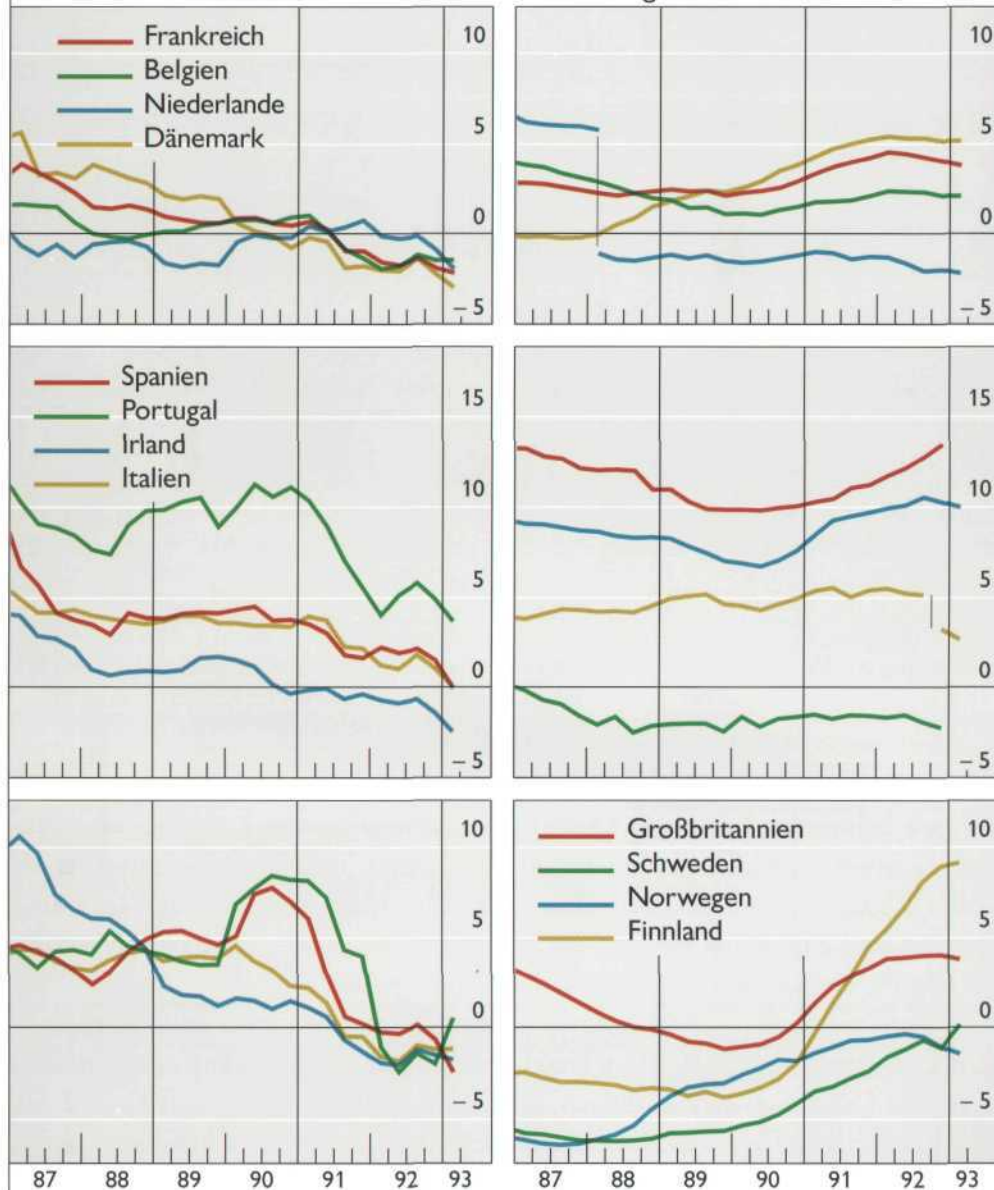
... erfordert in  
anderen europäi-  
schen Ländern  
weiterhin hohe  
Zinsen bei  
schwachem  
wirtschaftlichem  
Umfeld

## Differenzen von Inflationsraten und Arbeitslosenquoten gegenüber (West-)Deutschland

Quartalsdurchschnitt in Prozentpunkten

Inflationsdifferenz<sup>1</sup>

Arbeitslosigkeitsdifferenz<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Berechnet aus Verbraucherpreisveränderungen gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal. <sup>2</sup> Niederlande, Italien: Bruch in der Zeitreihe.

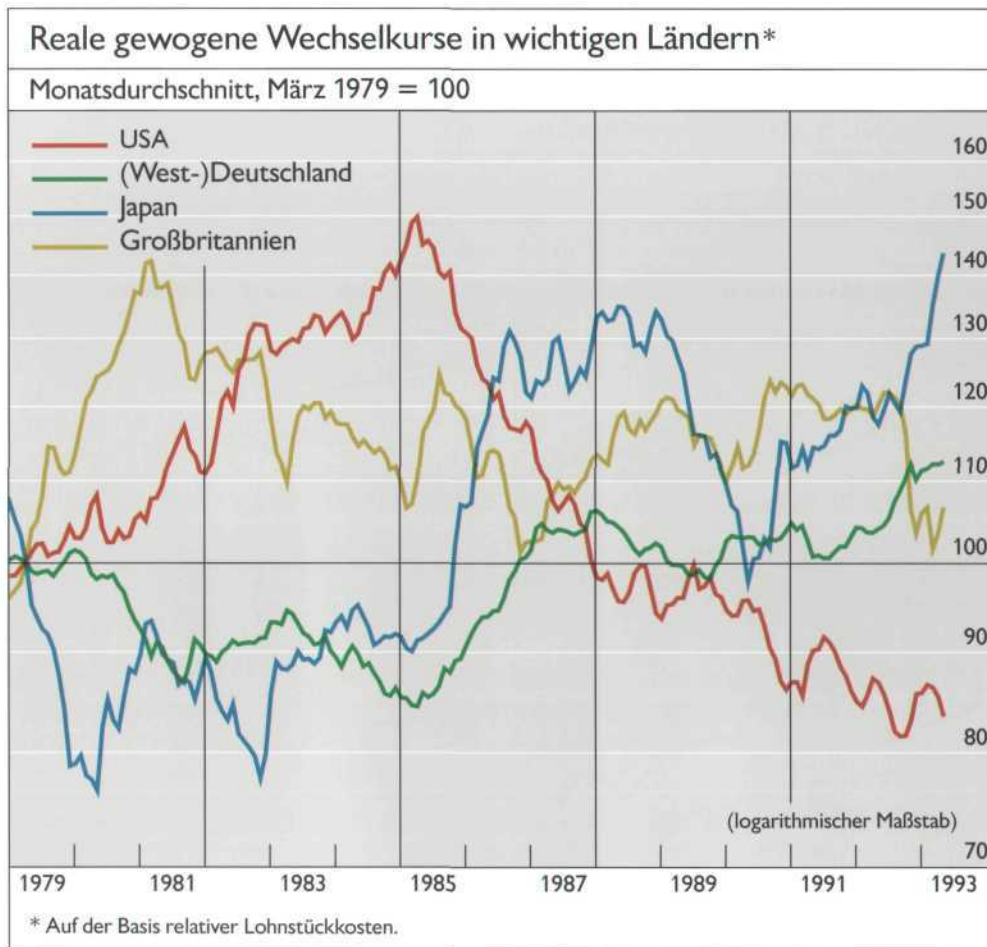
Quelle: Angaben und Definitionen der einzelnen Länder.

die Länder mit einer multilateralen oder einseitigen Währungsbindung bestand das Ergebnis all dessen darin, daß sie ihre eigenen Zinssätze höher halten mußten, als es sonst wohl erforderlich gewesen wäre. In Spannungsphasen an den Devisenmärkten waren sie sogar gezwungen, die Zinsen unabhängig von der Situation bei den grundlegenden Wirtschaftsdaten stark anzuheben.

Manchmal wird darauf verwiesen, daß die Dollarschwäche während langer Phasen im Frühjahr und Sommer vergangenen Jahres eine wichtige Ursache für die dann folgende Krise in Europa gewesen sei. Es trifft sicherlich zu, daß

Die Rolle des  
Dollars



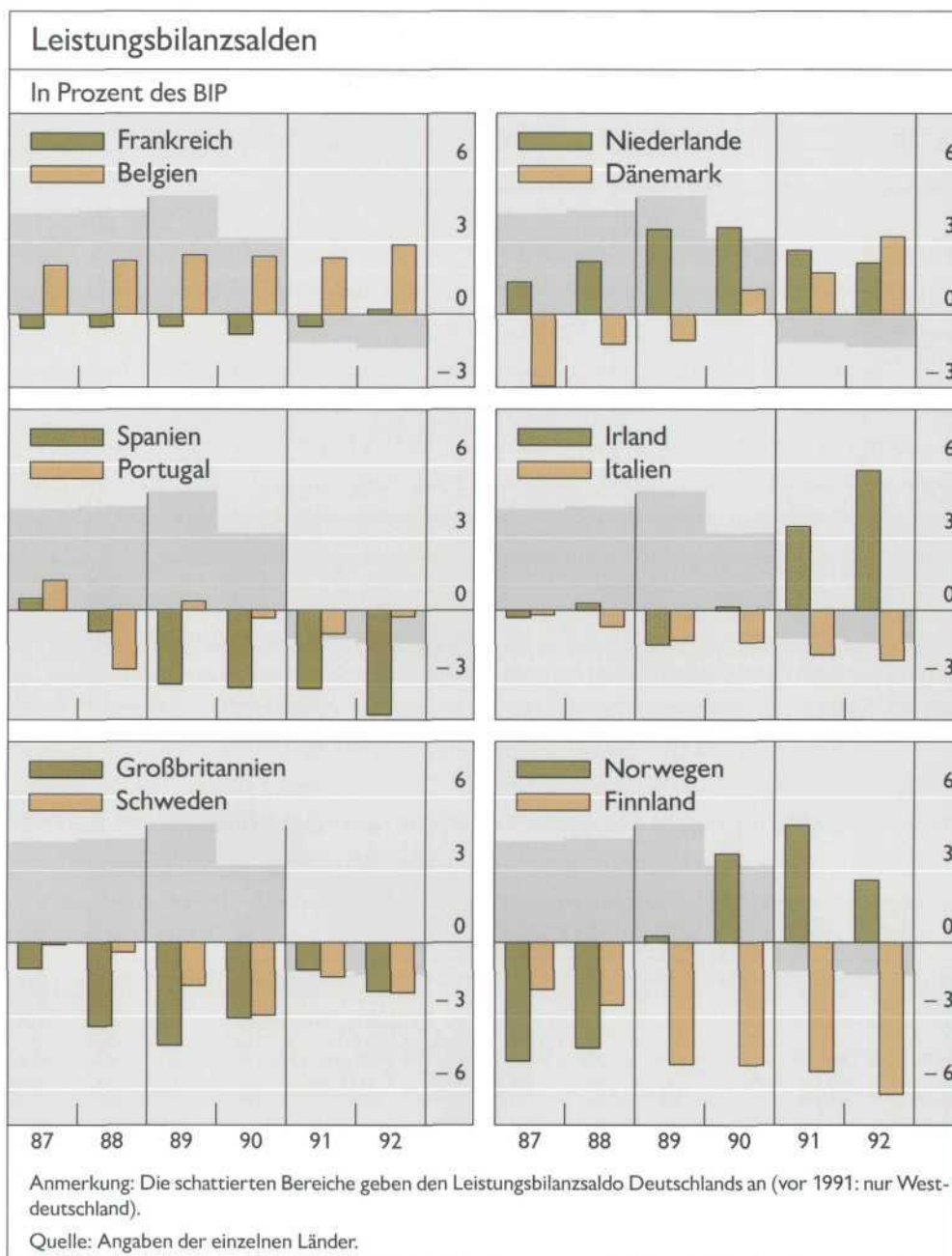


frühere Schwächephasen des Dollars von Spannungen im EWS-Wechselkursmechanismus begleitet worden waren, weil Kapital in die D-Mark floß. Auch im vorliegenden Fall dürfte das beispiellose Zinsgefälle zwischen den USA und Deutschland angesichts des mit ihm verbundenen transatlantischen Wechselkursdrucks zumindest eine Nebenrolle gespielt haben.

Zudem war die sich über einen langen Zeitraum erstreckende geldpolitische Lockerung in den USA (vor 1992) – mit der sie begleitenden Schwächetendenz des Dollars – wahrscheinlich ein Grund dafür gewesen, daß Kapital aus dem Dollar abgezogen wurde. Einige dieser Mittel waren zweifellos in hochverzinsten europäischen Devisen und andere in diesen Währungen denominierte Finanzaktiva geflossen. Mitte 1992 kehrte sich die Situation jedoch plötzlich um, und die Halter von hochverzinsten Währungen versuchten eilig, sich von diesen zu trennen. Auf dem Höhepunkt der Krise flossen einige der Erlöse aus der Veräußerung hochverzinsten europäischer Finanzaktiva sogar in den Dollar zurück, der während der September-Krise anzog und – hauptsächlich aufgrund der verbesserten Wirtschaftsaussichten in den USA – bis März 1993 im Durchschnitt dabei blieb (s. die Grafik auf S. 206). Da der Maastricht-Prozeß weiterhin, wenn auch in schwächerem Maße, politische Unterstützung fand, kalkulierten die Halter von hochverzinsten Währungen möglicherweise, daß die Zentralbanken wahrscheinlich Interventionen zur Stützung dieser Währungen vornehmen würden. Ein solches Verhalten ist einer der Gründe, weshalb sich die Krise verzögerte und weshalb sie dann schließlich so heftig und ausgedehnt war.

Außerdem langgestreckter Rückgang der US-Zinsen ...

... dadurch hochverzinsten Währungen noch attraktiver



Heutzutage kleinere Rolle von Leistungsbilanzentwicklungen

Ein Faktor, der – nach Ansicht der meisten Ökonomen – für die Bestimmung des Wechselkurses und für den Druck auf eine Währung heute eine erheblich kleinere Rolle spielt als früher, ist die Leistungsbilanz eines Landes. Neuerdings ist die Kapitalbilanz die vorherrschende Komponente (s. Kapitel IV), die – sofern sich die Kapitalbewegungen in Wechselkursveränderungen niederschlagen – sogar ihrerseits dazu beitragen kann, die Leistungsbilanz zu steuern. Gleichwohl stehen, wie die obenstehende Grafik zeigt, bestimmte Leistungsbilanzentwicklungen in Europa während der letzten Jahre im Einklang mit vielen der Schwächephasen an den Devisenmärkten im Jahr 1992. Dabei ragt die Situation Finnlands aufgrund der schweren Auswirkungen des Zusammenbruchs der ehemaligen Sowjetunion auf die Exporte des Landes natürlich heraus. Aber auch die Defizite Großbritanniens, Spaniens, Italiens und Schwedens stechen hervor, insbesondere dann, wenn das unterschiedliche



Ausmaß der Rezession in den einzelnen Volkswirtschaften berücksichtigt wird. Gleichzeitig ist bezeichnend, daß alle vier Währungen (ohne die D-Mark, aber einschließlich des holländischen Guldens), die in ihrem EWS-Wechselkursband gehalten wurden, zu Volkswirtschaften gehören, deren Leistungsbilanzen viel stärker sind als praktisch alle anderen in der Grafik wiedergegebenen. Trotzdem aber mußte periodisch einem erheblichen Druck Gegenwehr geboten werden, und zwar im Falle des französischen Franc, der dänischen Krone und – in einem viel kleineren Umfang – des belgischen Franc, bei dem zeitweise politische Unsicherheiten eine Rolle spielten.

Irland stellt vielleicht eine Ausnahme dar, bei der die wirtschaftlichen Grunddaten solide zu sein schienen, aber die Arbeitslosigkeit gegen Ende vergangenen Jahres bei etwa 17% lag. Von größerem Einfluß waren vermutlich die Auswirkungen der Abwertung des Pfund Sterling auf die Wettbewerbsfähigkeit angesichts der Handelsbeziehungen zwischen Irland und Großbritannien. Dies stellt jedoch nur ein Beispiel für ein allgemeineres Phänomen dar, das beim Ausbreiten der Krise zu beobachten war: So wie eine Währung nach der anderen einbrach, verschlechterte sich die Wettbewerbsstellung anderer Währungen, wodurch die Gefahr zunahm, daß die eine oder andere von ihnen zum Ziel des nächsten spekulativen Angriffs werden würde.

Dominoeffekt

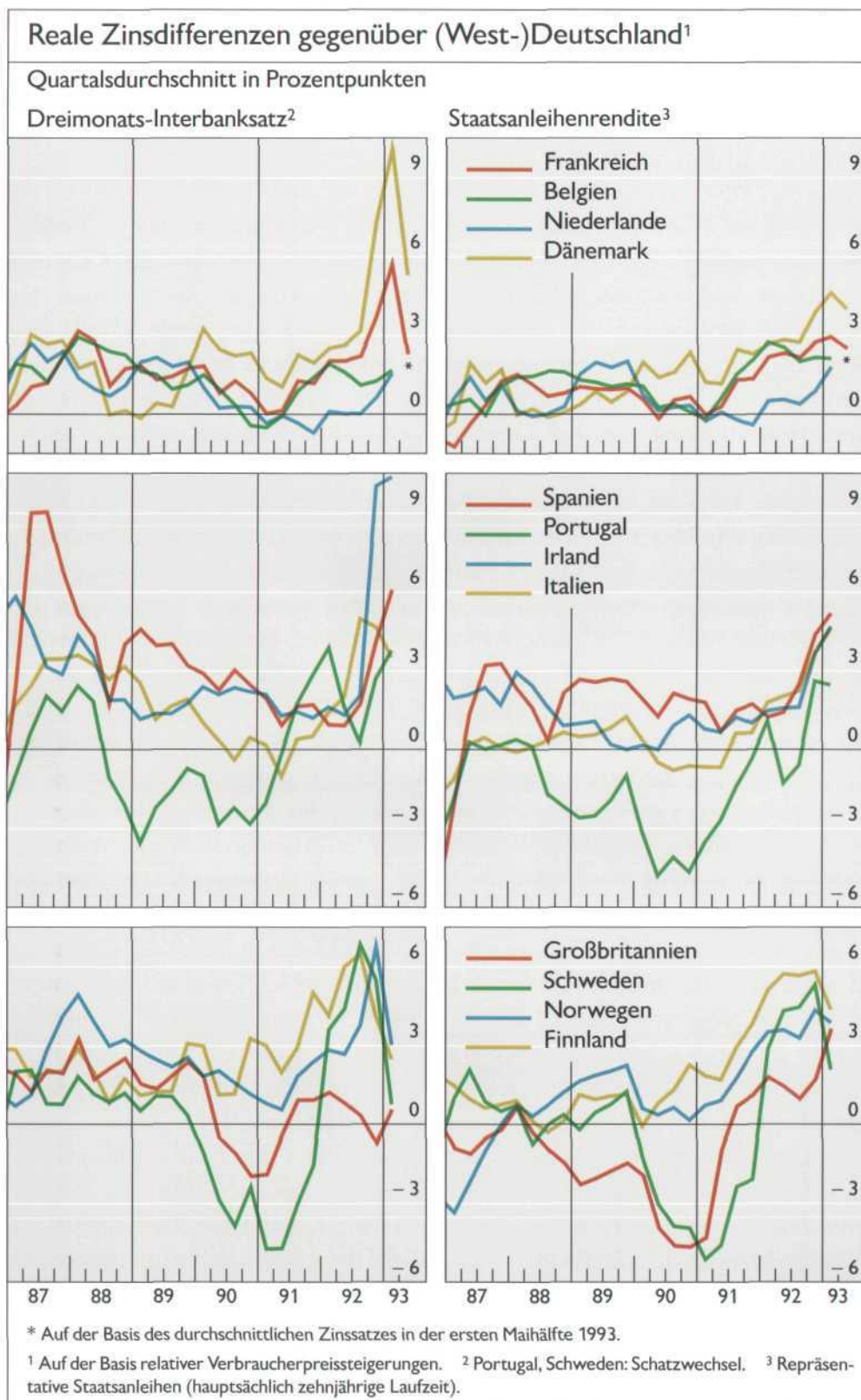
Was die Interventionen selbst betrifft, so erhebt sich notwendigerweise die Frage, ob diese in gewisser Hinsicht nicht ausreichend waren. Oder waren sie in dem neuen Umfeld globaler Finanzmärkte schlicht unwirksam? Mittlerweile verbinden sich Technologie, Innovation, freie Kapitalmobilität und das Streben der Anleger nach internationaler Portfoliodiversifizierung in einer Weise, die das Potential für umfangreiche und sehr schnelle Kapitalumschichtungen rund um die Welt und zwischen verschiedenen Währungen überaus stark ausweitet. Hinzu kommt nämlich, daß heute weit mehr Anleger als früher den Wechselkursentwicklungen Rechnung tragen, was selbst dann gilt, wenn man die offene Spekulation und auch die vergleichsweise neuen hochspekulativ ausgerichteten „hedge funds“ außer acht läßt. Mit anderen Worten, auch die Manager der zunehmend diversifizierten Portfolios von traditionell konservativen institutionellen Anlegern wie Pensions- und Versicherungsfonds und die Einzelanleger müssen jetzt die Aussichten für die Wechselkursentwicklung notgedrungen berücksichtigen, was sie zweifellos auch tun.

Wirksamkeit  
offizieller  
Interventionen  
in Frage  
gestellt ...

... da heute  
weitaus mehr  
Anleger Wechsel-  
kurserwartungen  
Rechnung  
tragen

Die jüngste, von 26 Zentralbanken durchgeführte Erhebung zum Handelsumsatz an den Devisenmärkten legte offen, daß der (um die meisten lokalen und grenzüberschreitenden Doppelzahlungen sowie um die geschätzten Meldelücken bereinigte) weltweite Devisenumsatz im April 1992 etwa \$ 880 Mrd. je Handelstag betrug. Dies dürfte ein Vielfaches des Volumens der rein handelsbezogenen Transaktionen darstellen, was darauf hindeutet, daß das Geschehen an den Devisenmärkten heutzutage in erheblichem Maße durch reine Finanztransaktionen geprägt wird.

Rückblickend betrachtet hätte darüber hinaus auch die erste finnische Wechselkurskrise im November 1991 in gewisser Weise das erahnen lassen können, was später geschah. Damals wurde das Ausmaß des Drucks, unter den nunmehr sogar die Währungen relativ kleiner Länder geraten können, auf dramatische Weise vorgeführt. Die Suomen Pankki meldete später, daß die offi-



ziellen Bruttoverkäufe ausländischer Währungen im Jahr 1991 (einschließlich der Termintransaktionen) 17% des BIP bzw. nahezu 80% der (gesunkenen) jährlichen Exporte von Gütern und Dienstleistungen des Landes entsprachen hätten; zudem hatten sich die Interventionen auf recht kurze Zeitabschnitte konzentriert. Dennoch mußte die Finnmark abgewertet werden. Vor diesem



Hintergrund dürfte es eher zutreffen, daß die spätere umfassendere Krise in Europa eigentlich zuerst durch die Ausprägung dieser beispiellosen Ereignisse in Finnland angekündigt wurde.

Um zur Frage von Interventionen an sich zurückzukommen, so versteht es sich praktisch von selbst, daß erfolgreiche Interventionen heutzutage – angesichts der vorstehend erläuterten neuen Gegebenheiten und sogar im Falle von Angriffen auf eine im Grunde solide Währung – sehr wahrscheinlich größer, vielleicht sogar weit größer sein müssen als in der Vergangenheit. Damit Interventionen wirksam sind, müssen sie möglicherweise außerdem häufiger als bisher von größeren und anhaltenderen Zinsveränderungen begleitet werden. Aber dies würde *ceteris paribus* deutliche geldpolitische Kursänderungen bedeuten, die hinsichtlich ihrer binnenwirtschaftlichen Wirkung vielleicht nicht unbedingt angemessen wären. Dieser Aspekt wurde ausführlicher in Kapitel VI erörtert. Seine Bedeutung für das Verständnis der europäischen Devisenmarktkrise kann wie folgt zusammengefaßt werden.

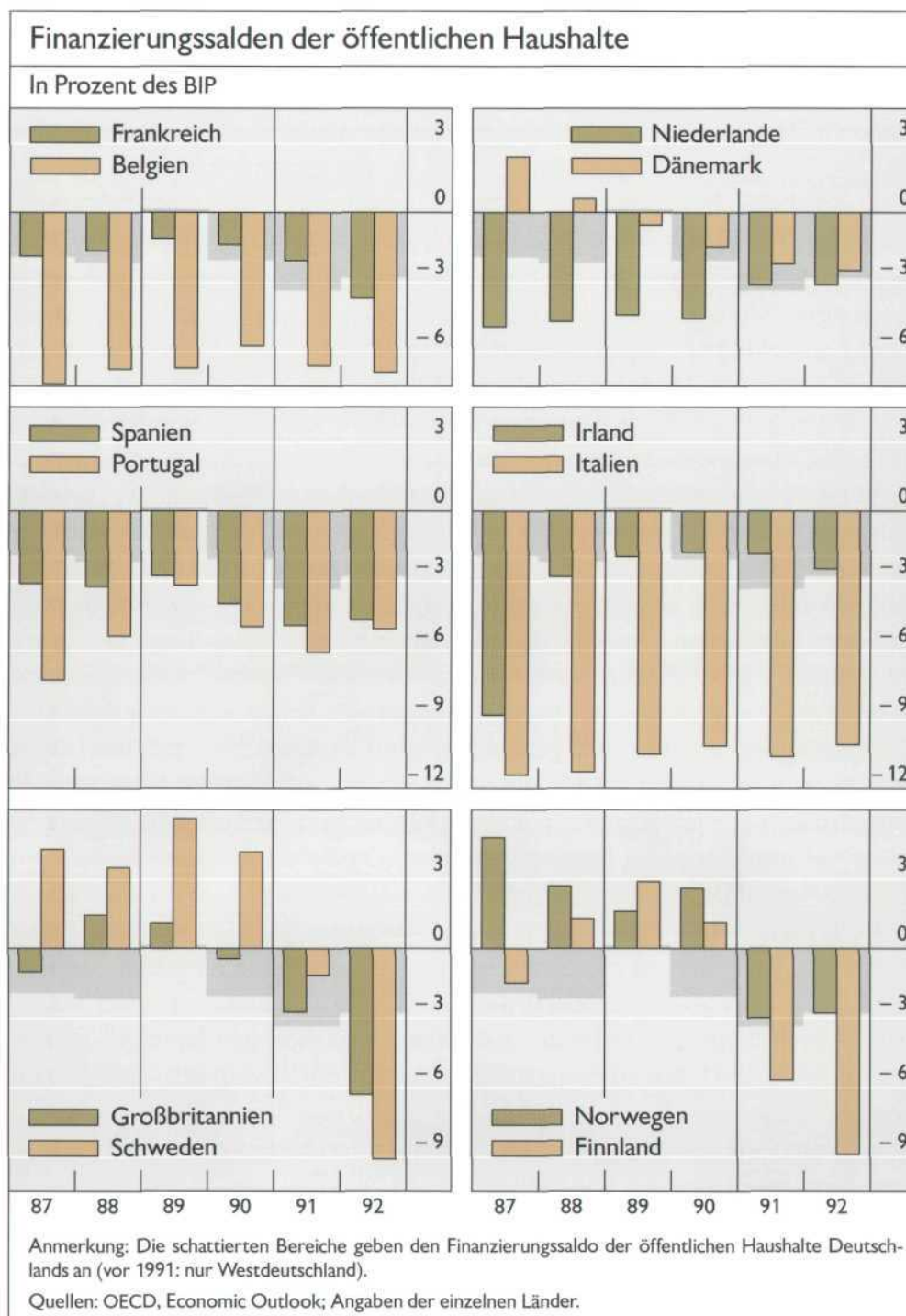
Um die Effizienz von Devisenmarktinterventionen zu unterstützen, wurde die Zinswaffe in der Tat von denjenigen Währungsbehörden eingesetzt, deren Währungen unter Abwärtsdruck gerieten, wenn auch der Umfang der Zinserhöhungen und das Tempo, mit dem diese vorgenommen wurden, von Land zu Land erheblich variierten. Die Tatsache, daß diese Aktionen ihr Ziel in den meisten Fällen verfehlten, kann dem Umstand zugeschrieben werden, daß die Märkte nicht an die Dauerhaftigkeit dieser Schritte glaubten. Sie zweifelten an der Fähigkeit der verantwortlichen Instanzen, eine geldpolitische Straffung in einer Situation durchzuhalten, die von steigender Arbeitslosigkeit, bereits hohen Realzinsen, hoher Verschuldung des privaten und/oder öffentlichen Sektors und anderen Merkmalen finanzieller Labilität gekennzeichnet war. Zur Gewißheit wurden diese Zweifel dort, wo der Eindruck bestand, daß die wirtschaftlichen Eckdaten – Wettbewerbsfähigkeit, Inflationsraten, Lohnabschlüsse sowie Leistungsbilanz- und Budgetdefizite – die Möglichkeit einer Aufrechterhaltung der Wechselkursparitäten ausschlossen. Dort, wo alle oder die meisten dieser Eckdaten solide erschienen – in Frankreich, Dänemark und Belgien –, erwies sich die Entschlossenheit der verantwortlichen Instanzen als ausreichend stark, um die Zweifel der Märkte zu überwinden.

Die Position Deutschlands war das Spiegelbild der Position derjenigen Länder, deren Währungen unter Abwärtsdruck gerieten. Die Bundesbank intervenierte, und sie stellte in großem Umfang Kredite zur Verfügung. Dies erfolgte insbesondere im Rahmen des EWS-Wechselkursmechanismus; anderen Zentralbanken mit einem Bedarf an D-Mark wurden Kredite aufgrund anderer Ad-hoc-Vereinbarungen gewährt. Im September 1992 begann die Bundesbank überdies mit einer schrittweisen Lockerung ihrer Geldpolitik. Angesichts der vergleichsweise hohen Inflationsrate in Deutschland, der anstehenden schwierigen Lohnverhandlungen und des hohen Haushaltsdefizits glaubten die Märkte allerdings weder, daß die Bundesbank Interventionen in einem Umfang hinnehmen würde, der ihr Geldmengenziel auf Dauer über den Haufen werfen müßte, noch daß sie bereit sein würde, ihre Geldpolitik so rasch zu lockern, daß der Druck auf die anderen Währungen beseitigt oder zumindest substantiell abgeschwächt würde.

Selbst bei  
soliden  
Eckwerten ...

... müssen Interventionen von überzeugenden Zinsänderungen begleitet werden, da sonst wenig Erfolgsaussichten

In Deutschland schlossen Haushaltslage und Lohnsituation jegliche größere Zinssenkung aus



Wechselkursanpassung wurde zum einzigen Ausweg ...

So war die Währungspolitik fast völlig in die Enge getrieben, und der einzig denkbare Ausweg bestand in einer Wechselkursanpassung. Verständlicherweise war es aber schwierig, eine allgemeine Leitkursanpassung in einem sich so rasch verändernden Umfeld zu diskutieren, insbesondere in einem, in dem die Währungen reihenweise attackiert wurden. Die Situation wurde dadurch noch komplexer, daß die Währungen aus vielerlei Gründen unter Druck gerieten. Für die Politiker war der EWS-Wechselkursmechanismus zu einem Eckpfeiler für ihr Streben nach stärkerer Einheit und größerem Wohlstand in Europa geworden und für viele von ihnen auch zu einem wichtigen



Kristallisationspunkt für ihre antiinflationäre Geldpolitik. Dies alles bedeutete aber schließlich, daß es sich beim Ausbruch der Krise zunächst als unmöglich herausstellte, sich der Frage einer allgemeinen Wechselkursanpassung zuzuwenden. Die Situation der einzelnen Währungen mußte deshalb, so wie sie von den Marktkräften attackiert wurden, Fall für Fall behandelt werden. Dieses stückwerkhaftes Krisenmanagement ebnete den Weg dafür, daß offizielle Haltungen mißverstanden und verfälscht werden konnten. In einer solchen Atmosphäre fiel es den Märkten nicht schwer, zu Recht oder zu Unrecht, Meinungsverschiedenheiten zwischen verschiedenen Regierungen und Institutionen auszumachen – gleich einem Ratespiel, das zu der Schwere und der raschen Entfaltung der Krise beigetragen haben dürfte.

Zusammenfassend waren die europäischen Währungsturbulenzen von 1992/93, insbesondere im EWS-Wechselkursmechanismus, im wesentlichen das Ergebnis der Tatsache, daß – trotz der beachtlichen Konvergenz der Erfolge bei der Inflationseindämmung – die realen Wechselkurse mehrerer Länder verzerrt worden waren, und zwar in einer Zeit, in der die europäischen Volkswirtschaften Merkmale einer mehr oder weniger ernsten Wirtschaftsschwäche und/oder finanziellen Labilität zeigten. Zudem bereitete das durch den deutschen „policy mix“ vorgegebene Ausgangsniveau der Zinsen denjenigen Ländern, die ihre Währung zu verteidigen hatten, größere Schwierigkeiten. Gleichzeitig war es im Grunde genommen unwahrscheinlich – wenn auch theoretisch nicht unmöglich –, daß ein angemessener inländischer Kostenanpassungsdruck in den jeweiligen Ländern die Fehlausrichtung der realen Wechselkurse mit der Zeit hätte beseitigen können. Gleichfalls theoretisch hätte ein inländischer Anpassungsdruck vielleicht auch das Problem der Arbeitslosigkeit in Volkswirtschaften lösen können, die Maßnahmen zur Verbesserung der Flexibilität der Marktmechanismen ergriffen hatten. Aber all dies hätte Zeit benötigt, selbst wenn es realisierbar gewesen wäre. Die Devisenmärkte, aufgeschreckt durch das plötzliche und unerwartete Sichtbarwerden einer schwachen öffentlichen Unterstützung für den Vertrag von Maastricht, entschieden praktisch, keine Zeit für weitere Anpassungen zu gewähren. Ohnehin gab es in einer Anzahl von Ländern Beispiele für ein – tatsächliches oder absehbares – Scheitern der Finanz- und Lohnpolitik.

Und so schlugen die Märkte in mehreren Phasen und mit bemerkenswerter Wirkung zu, so daß es – trotz der regionalen Begrenzung auf Europa – wahrscheinlich keine Übertreibung ist, wenn man sagt, daß der Zeitabschnitt von Ende 1991 bis Anfang 1993 die schwerste und weitreichendste Devisenmarktkrise seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems vor zwanzig Jahren erlebte.

... aber die sich überschlagenden Ereignisse ließen keine Zeit für ein geordnetes und umfassendes Realignment

Die europäische Devisenmarktkrise in Kurzfassung

## IX. Die Tätigkeit der Bank

### 1. Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen

Auch im vergangenen Jahr nahm die Bank ihre traditionelle Funktion bei der Förderung der internationalen Zusammenarbeit auf dem Gebiet der Währungspolitik wahr.

An den Sitzungen des Interimsausschusses des Gouverneursrats des Internationalen Währungsfonds sowie der Finanzminister und der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe nahm die Bank als Beobachter teil. Ferner war sie an den Arbeiten der Stellvertreter der Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der Länder der Zehnergruppe zum internationalen Kapitalverkehr und zu den Devisenmärkten beteiligt. Darüber hinaus führte die Bank weiterhin den Auftrag der Minister und der Zentralbankpräsidenten der Länder der Zehnergruppe vom August 1964 aus, statistische Daten über die Finanzierung der außenwirtschaftlichen Überschüsse und Defizite dieser Länder zu erheben und herauszugeben.

Neben den regelmäßigen Basler Sitzungen der Notenbankgouverneure der Zehnergruppe organisierte die Bank periodisch stattfindende Zusammenkünfte von Zentralbankvertretern zu einem breiten Themenspektrum. Wie bisher stellte sie auch die Sekretariate für verschiedene Ausschüsse und Expertengruppen; um die Koordination zwischen ihnen zu fördern und ihre Tätigkeit zu unterstützen, hat sie ferner ein Sekretariat für die Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken geschaffen.

Der Ständige Ausschuß für Euromarktangelegenheiten verfolgte weiterhin die Entwicklungen an den internationalen Kredit- und Kapitalmärkten und stellte weitere Überlegungen zu Fragen der Funktionsweise und der Stabilität der Finanzmärkte an. Er erörterte insbesondere die Auswirkungen der Turbulenzen an den Devisen- und Geldmärkten im Herbst 1992 auf die Marktteilnehmer und die einzelnen Marktsegmente. Der Ausschuß überprüfte und beurteilte eine Reihe von Implikationen der jüngsten Entwicklungen bei den internationalen Interbankbeziehungen, namentlich des wachsenden Handels mit derivativen Finanzinstrumenten zwischen Banken. Darüber hinaus wurden Arbeiten in Angriff genommen, die auf eine Verbesserung der globalen Beobachtung der Tätigkeit an den Märkten für derivative Produkte gerichtet sind. Den Ausgangspunkt hierfür bilden die Empfehlungen des Berichts *Recent Developments in International Interbank Relations*, der von einer Arbeitsgruppe aus Vertretern der Zentralbanken der Zehnergruppe verfaßt und von der Bank im Oktober 1992 veröffentlicht wurde. Die Bank war auch weiterhin mit der Zusammenstellung, Aufbereitung und Veröffentlichung von Daten über die Entwicklung an den internationalen Banken- und Finanzmärkten befaßt.



Der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht setzte seine Arbeit an der Koordinierung internationaler Aufsichtsregelungen fort und gab im Juli 1992 eine Reihe von Mindeststandards für die Beaufsichtigung von internationalen Bankkonzernen und deren Auslandsniederlassungen und -töchtern heraus. Diese Standards, die das Basler Konkordat vom Mai 1983 ergänzen, wurden im Oktober 1992 von den Vertretern von über hundert Aufsichtsbehörden befürwortet, die an der siebten internationalen Konferenz der Bankenaufsichtsbehörden in Frankreich teilnahmen. Von der internationalen Gemeinschaft der Aufsichtsbehörden werden jetzt eine Reihe von Initiativen ergriffen, um diese Standards umzusetzen. Auch bei mehreren anderen aufsichtlichen Fragen von besonderer Bedeutung schritt die Arbeit voran, und im April 1993 veröffentlichte der Ausschuß ein Paket von Konsultationsvorschlägen zum Netting, zu den Marktrisiken und zum Zinsänderungsrisiko. Mit den beiden erstgenannten Vorschlägen soll die im Juli 1988 abgeschlossene Basler Eigenkapitalvereinbarung erweitert werden. Im Juni 1993 wird Herr E. Gerald Corrigan, Vorsitzender des Basler Ausschusses seit Juni 1991, dieses Amt niederlegen, da er als Präsident der Federal Reserve Bank of New York zurücktritt.

Der Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme trat 1992 zweimal zusammen, um Entwicklungen in inländischen und grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs-, Netting- und Abrechnungssystemen in den Ländern der Zehnergruppe zu erörtern. Besondere Aufmerksamkeit wurde den bestehenden und im Aufbau befindlichen Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssystemen gewidmet, die Schnittstellen zwischen den Systemen verschiedener Länder bilden, wie z.B. grenzüberschreitende und mehrere Währungen einbeziehende Netting-Systeme. Ferner besprach der Ausschuß Berichte seiner Arbeitsgruppen. Der Schlußbericht einer dieser Gruppen, mit dem Titel *Lieferung gegen Zahlung in Wertpapierabwicklungssystemen*, wurde von der BIZ im September 1992 veröffentlicht. Ein Gegenstand der laufenden Arbeiten sind grenzüberschreitende Wertpapierabwicklungssysteme und Maßnahmen, die die Zentralbanken ergreifen könnten, um bei der Abwicklung von grenzüberschreitenden und mehrere Währungen einbeziehenden Geschäften die Effizienz zu verbessern und die Risiken zu vermindern. Eine Neuauflage des Berichts über Zahlungsverkehrssysteme in den Ländern der Zehnergruppe (das „Rote Buch“) ist ebenfalls in Vorbereitung. Im Dezember 1992 wurden von der BIZ aktualisierte Statistiken über die Zahlungsverkehrssysteme dieser Länder veröffentlicht.

Der Dienst „Osteuropäische Länder und internationale Organisationen“ erweiterte seine Tätigkeit der Koordinierung der technischen Hilfe und Schulung, die von einer zunehmenden Anzahl von Zentralbanken für die Währungsbehörden der osteuropäischen Länder und der Republiken der ehemaligen Sowjetunion geleistet werden. Der Dienst organisierte auch weiterhin Sitzungen und Seminare für Vertreter der meisten dieser Zentralbanken. Die Zusammenarbeit mit anderen internationalen Organisationen, insbesondere dem Internationalen Währungsfonds, wurde intensiviert, namentlich in bezug auf den Informationsaustausch und die Teilnahme an Programmen der technischen Hilfe und Schulung. Zusammen mit fünf anderen internationalen Institutionen (der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung, der Internationalen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung, dem Internationalen Währungs-

fonds, der Kommission der Europäischen Gemeinschaften und der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung) gründete die BIZ das Joint Vienna Institute (JVI), das seine Arbeit im September 1992 aufnahm. Aufgabe des JVI ist die Schulung insbesondere von Beamten, aber auch von Führungskräften des Privatsektors aus Osteuropa, der ehemaligen Sowjetunion und einer Anzahl von asiatischen Ländern in denjenigen Fachgebieten, die für das Funktionieren einer Marktwirtschaft wesentlich sind. Anfang 1993 organisierte der Dienst Spezialkurse mit Schwergewicht auf der Tätigkeit der Zentralbanken, wobei die Vortragenden von der BIZ und verschiedenen Zentralbanken kamen.

Der Ausschuß der EDV-Fachleute beendete seine Untersuchungen über die Netze und EDV-Systeme, die die technische Infrastruktur der wichtigsten Zahlungsverkehrssysteme in den Ländern der Zehnergruppe bilden; der letzte Abschnitt hatte eine Analyse der verschiedenen Faktoren zum Gegenstand, die dazu beitragen, die Kontinuität des Betriebs sowie die Sicherheit und Vertraulichkeit der Daten zu gewährleisten. Ferner erörterte der Ausschuß ausführlich die folgenden Themen: Individualisierung der EDV-Ressourcen, Produktivität von Informationssystemen und -diensten sowie Entwicklung interner Informationssysteme im Zusammenhang mit der zunehmenden Anzahl internationaler Schnittstellen. Die Arbeitsgruppe für Sicherheitsfragen nahm eine Untersuchung der externen Verbindungen vor, die die Zentralbanken für den Datenaustausch außerhalb der Zahlungsverkehrssysteme geschaffen haben, und ermittelte die potentiellen Risiken, die jedes dieser Datentransfersysteme in sich birgt. Die Arbeitsgruppe beabsichtigt jetzt, geeignete Maßnahmen für die Steuerung und Kontrolle dieser Risiken zu definieren.

Die Expertengruppe für Fragen monetärer und ökonomischer Datenbanken widmete ihre Aufmerksamkeit vorrangig den Datenbankdienstleistungen der BIZ, an denen die Zentralbanken der Zehnergruppe beteiligt sind. Es wurden Verbesserungen der Aktualität und Qualitätskontrolle der Statistiken geprüft und weitere Initiativen vereinbart. Fragen der Informationssicherheit wurden weiter untersucht, wobei der Schwerpunkt auf die Telekommunikationsverbindungen zu den teilnehmenden Institutionen gelegt wurde. Überdies berichtete die BIZ über Fortschritte bei der Erweiterung des statistischen Erfassungsbereichs der Datenbank, insbesondere mittels bilateralen Datenaustauschs mit den Zentralbanken von Ländern, die nicht zur Zehnergruppe gehören.

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 wiederum die meisten ihrer Sitzungen bei der BIZ ab, bei der sich auch das ständige Sekretariat des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten befindet. Der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten ist das wichtigste Forum für die währungspolitische Zusammenarbeit in der EG und befaßt sich derzeit gemäß dem Vertrag von Maastricht mit den monetären Vorarbeiten für den Übergang zur zweiten und dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion. Eine genaue Beschreibung der Tätigkeit des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten ist in den Jahresberichten des



Ausschusses an das Europäische Parlament, den Rat der Europäischen Gemeinschaften und den Europäischen Rat zu finden. Der jüngste Jahresbericht wurde im April 1993 veröffentlicht und befaßt sich im wesentlichen mit den Entwicklungen des Jahres 1992.<sup>1</sup>

## 2. Die Bank als Agent und Treuhänder

Im vergangenen Geschäftsjahr führte die Bank weiterhin verschiedene Aufgaben als Agent im Zusammenhang mit internationalen Zahlungsausgleichsfunktionen aus.

### *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.<sup>2</sup> Diese Funktionen stehen einerseits in Zusammenhang mit den Transaktionen im Rahmen des EWS und beziehen sich andererseits auf die finanzielle Abwicklung der zur Stützung der Zahlungsbilanzen der EG-Länder durchgeführten Anleihe- und Darlehenstransaktionen der Gemeinschaft.

Das vom EFWZ über Dreimonatsswaps mit jeder EG-Zentralbank, die das Abkommen vom 13. März 1979 unterzeichnet hat, und mit dem Institut Monétaire Luxembourgeois ausgegebene ECU-Volumen stieg von rund ECU 46,3 Mrd. am 1. April 1992 auf ECU 51 Mrd. am 31. März 1993. Die Ausweitung um ECU 4,7 Mrd. im Jahresverlauf war in erster Linie einer Erhöhung der von den EG-Zentralbanken eingebrachten US-Dollarreserven und einem Anstieg des Dollarkurses gegenüber der ECU zuzuschreiben.

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 anpaßte<sup>3</sup> (Einzelheiten s. im 56., 57. und 61. Jahresbericht, S. 188, S. 196 bzw. S. 221f.), so nahm der Agent im Berichtszeitraum weiterhin vom Schuldner 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 der Rückzahlung der folgenden Darlehen durch Griechenland an den Endfälligkeitsdaten durch:

- mit Wertstellung am 3. Dezember 1992 Darlehen über sfr 227 000 000 1986–92 zu 4<sup>7</sup>/<sub>8</sub>% p.a., das der Notes-Emission in gleicher Höhe und mit gleicher Verzinsung entsprach;
- mit Wertstellung am 30. Dezember 1992 Darlehen über DM 300 000 000 1987–93 zu 5<sup>3</sup>/<sub>8</sub>% p.a., das der Notes-Emission in gleicher Höhe und mit gleicher Verzinsung entsprach;

<sup>1</sup> Die Jahresberichte des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten sind für EG-Gebietsansässige bei der Zentralbank ihres Landes und für Gebietsansässige anderer Länder beim Sekretariat des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten erhältlich.

<sup>2</sup> Zur Beschreibung der Struktur und der Aufgaben des EFWZ s. den 54. Jahresbericht, S. 179 ff.

<sup>3</sup> Diese Verordnung ersetzte mit Wirkung vom 24. Juni 1988 die Verordnung (EWG) Nr. 682/81 vom 16. März 1981, die bis dahin die rechtliche Grundlage für die Tätigkeit des EFWZ im Zusammenhang mit den Anleihe- und Darlehenstransaktionen der Gemeinschaft gebildet hatte.

- mit Wertstellung am 29. Januar 1993 variabel verzinsliches Darlehen über ECU 150 000 000 1988–93 (dritte Tranche des Darlehens über ECU 350 000 000 1988–91/92/93 in drei Tranchen), das der dritten Tranche der Notes-Emission zu 7½% p.a. in gleicher Höhe entsprach;
- mit Wertstellung am 2. März 1993 Darlehen über ¥ 25 000 000 000 1987–93 zu 4¾% p.a., das der Notes-Emission in gleicher Höhe und mit gleicher Verzinsung entsprach;
- mit Wertstellung am 4. März 1993 Darlehen über US-\$ 250 000 000 1987–93 zu 7¼% p.a., das der Notes-Emission in gleicher Höhe und mit gleicher Verzinsung entsprach.

Ferner gewährte die EG, gestützt auf den Beschluß des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom 18. Januar 1993 und im Rahmen der oben erwähnten Verordnung (EWG) Nr. 1969/88, der Italienischen Republik ein Darlehen in vier Tranchen im Gesamtbetrag von ECU 8 Mrd. oder dem Gegenwert in anderen Währungen; die erste Tranche von ECU 2 Mrd. wurde Italien im März 1993 zur Verfügung gestellt und umfaßte die beiden folgenden Darlehen: ein Darlehen über DM 2 900 000 000 1993–2000 zu 6½% p.a. und ein Darlehen über ECU 500 000 000 1993–96 zu 7⅞% p.a.

Die mit diesen beiden Transaktionen zusammenhängenden Finanzgeschäfte wurden mit Wertstellung 10. bzw. 11. März 1993 ausgeführt.

Die nachstehende Tabelle gibt eine Übersicht über die per 31. März 1993 ausstehenden Gemeinschaftsdarlehen.

Ausstehende Gemeinschaftsdarlehen per 31. März 1993		
Schuldnerland	D-Mark	ECU
	Millionen	
Griechenland	536	940
Italien	2 900	500
Insgesamt	3 436	1 440

#### *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, deren jüngste am 27. Dezember 1990 unterzeichnet wurde und in Kraft trat.\* Die Mitgliedsbanken der EBA können aufgrund der von der EBA erarbeiteten Kriterien den Status einer Clearingbank erhalten. Am 31. März 1993 gab es 44 Clearingbanken.

#### *c) Treuhänder für internationale Staatsanleihen*

Seit 1953 und im wesentlichen bis 1980 erfüllte die Bank die Aufgaben eines Treuhänders für die von der Regierung der Bundesrepublik Deutschland gemäß dem Londoner Abkommen über deutsche Auslandsschulden vom 27. Februar 1953 aufgelegten Konversions- und Fundierungsschuldverschreibungen aus der

\* Zur Beschreibung der Struktur und Funktionsweise des Verrechnungssystems s. den 56. Jahresbericht, S. 189f.



Dawes- und Young-Anleihe. Wie im 62. Jahresbericht der Bank vom Juni 1992 dargelegt, hat die Regierung der Bundesrepublik Deutschland – angesichts der am 3. Oktober 1990 erfolgten deutschen Vereinigung und im Hinblick auf die mit dem Londoner Abkommen eingegangenen Verpflichtungen in bezug auf die Abgeltung von Zinsrückständen aus der Zeit von 1944–52 – die in der nachstehenden Tabelle näher bezeichneten dreizehn neuen Fundierungstranchen für die Dawes- und Young-Anleihe (1990–2010) aufgelegt. Für diese Tranchen hat die Bank auf Anfrage der deutschen Behörden erneut bestimmte treuhänderische Aufgaben übernommen.

Dawes-Anleihe			Young-Anleihe		
3% Fundierungsschuldverschreibungen 1990–2010			3% Fundierungsschuldverschreibungen 1990–2010		
Emissionsbetrag:		Ausgabe:	Emissionsbetrag:		Ausgabe:
US-\$	15 400 000	amerikanische	US-\$	16 300 000	amerikanische
£	1 500 000	belgische	bfr	45 000 000	belgische
		französische	£	4 600 000	britische
		niederländische	DM	8 500 000	deutsche
		und schweizerische Pfund Sterling	FF	86 000 000	französische
£	2 400 000	britische	hfl	14 000 000	niederländische
skr	4 100 000	schwedische	skr	24 000 000	schwedische
sfr	3 500 000	schweizerische	sfr	16 500 000	schweizerische
Verzinsung: 3% jährlich ab 3. Oktober 1990, zahlbar halbjährlich, nachträglich am 3. April und am 3. Oktober.					
Laufzeit: 20 Jahre, endfällig am 3. Oktober 2010.					
Tilgung: nach 5 Freijahren beginnend am 3. Oktober 1995; getilgt wird jährlich durch Ankauf oder Auslösung, im Falle einer Auslösung erstmals am 3. Oktober 1996.					

Die Bedienungsmodalitäten dieser neuen Tranchen weichen in ihren technischen Aspekten zum Teil von den früheren Bedingungen ab. Insbesondere wurden effektive Stücke größtenteils durch stückelose Schuldverschreibungen ersetzt. Allerdings haben die deutschen Behörden der Bank schriftlich bestätigt, daß die Inhaber von auf Girosammeldepotkonten zur Verfügung gestellten stückelosen Fundierungsschuldverschreibungen in keiner Weise schlechter gestellt sind als die Inhaber effektiver Stücke.

Für die verschiedenen Tranchen der Dawes- und Young-Anleihe wurden die folgenden Umtauschagenten bestimmt, die auch als Zahlungsagenten für die effektiven Stücke fungieren:

Belgien:	Banque Bruxelles Lambert S.A., Brüssel
Deutschland:	Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main
Frankreich:	Crédit Lyonnais, Paris
Großbritannien:	Bank of England, London
Niederlande:	ABN-AMRO Bank N.V., Amsterdam
Schweden:	Skandinaviska Enskilda Banken, Stockholm
Schweiz:	Schweizerische Kreditanstalt, Zürich
USA:	(Die entsprechenden Verhandlungen sind noch nicht abgeschlossen.)

Die Bundesschuldenverwaltung (BSV) hat die BIZ informiert, daß bis zum 31. März 1993 lediglich 93 Gläubiger von der Möglichkeit auf Ausstellung von effektiven Stücken Gebrauch gemacht hatten. Die Deutsche Bundesbank hat zusätzlich die Funktion als Zahlungsagent für sämtliche stückelosen Schuldverschreibungen aller Tranchen übernommen; gemäß ihrer Mitteilung hat sie für die Zinstermine vom 3. April 1991 bis einschließlich 3. Oktober 1992 rund DM 12,8 Mio. an die Einreicher ausbezahlt.

Auf die Young-Fundierungsschuldverschreibungen ist die Währungssicherungsklausel in Anlage I des Londoner Schuldenabkommens von 1953, Abschnitt A 2(e) anwendbar. Einzelheiten über die von den deutschen Behörden auf dieser Grundlage vorgenommene Berechnung der Fundierungswerte für den Umtausch in die neuen Young-Fundierungsschuldverschreibungen, insbesondere der Umrechnungsfaktor und die Einlösungswerte für die Zinsfälligkeit vom 3. April 1991, sind aus dem Bezugsangebot (Oktober 1991) ersichtlich. Zu den Zinsterminen vom 3. Oktober 1991, 3. April und 3. Oktober 1992 sowie 3. April 1993 wurden die aktualisierten Einlösungswerte bzw. Umrechnungsfaktoren jeweils im Bundesanzeiger von der BSV veröffentlicht.

Die Bank hat ihre früheren Vorbehalte in bezug auf die Anwendung der Währungssicherungsklausel der Young-Anleihe durch die BSV erneut geltend gemacht und bekräftigt, daß sich diese Vorbehalte, insbesondere die Möglichkeit von Nachforderungen, auch auf die neu begebenen Fundierungsschuldverschreibungen 1990–2010 erstrecken. Im einzelnen wird diesbezüglich auf den 50. Jahresbericht der Bank vom Juni 1980 (S. 177 ff.) sowie auf die von der Bank in verschiedenen Wirtschaftszeitungen vom 30./31. Mai 1980 veröffentlichte Bekanntmachung verwiesen.

### 3. Multilaterale Finanzhilfe für Zentralbanken

Neben den bilateralen Kreditgeschäften, die die BIZ mit Zentralbanken tätigte, arrangierte sie im Berichtsjahr wiederum eine multilaterale Fazilität für die Banca Nationala a Romaniei. Diese sehr kurzfristige Transaktion erfolgte in Form eines Überbrückungskredits im Gesamtbetrag von ECU 76 Mio., wovon ECU 61,2 Mio. von der BIZ und ECU 14,8 Mio. von der deutschen Kreditanstalt für Wiederaufbau bereitgestellt wurden; der Anteil der BIZ wurde von zehn EG-Zentralbanken garantiert. Diese Transaktion diente dazu, ein der Republik Rumänien zur Deckung des Zahlungsbilanzdefizits von der EG gewährtes Darlehen vorzufinanzieren.

### 4. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank, die beide in Goldfranken\* erstellt wurden, sind – mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen – am Ende dieses Berichts abgedruckt.

\* Der Goldfranken (abgekürzt GFr.) entspricht 0,290 322 58... Gramm Feingold – Artikel 4 der Statuten. Aktiva und Passiva in US-Dollar werden zu US-\$ 208 je Feinunze Gold (entspricht 1 Goldfranken = US-\$ 1,941 49...) umgerechnet, alle anderen auf Währungen lautenden Bilanzposten zu den Marktkursen gegenüber dem US-Dollar.



Am Ende des Geschäftsjahres 1992/93, d.h. per 31. März 1993,  
 betrug die Bilanzsumme GFr. 59 966 449 459  
 gegenüber einer Vorjahressumme von GFr. 47 961 052 059  
 Die Zunahme von GFr. 12 005 397 400  
 ist die größte, die je für ein Geschäftsjahr der Bank verzeichnet wurde.

Die Zunahme ist auf einen Anstieg der Währungseinlagen zurückzuführen; ohne Wechselkurseffekte wäre sie sogar noch etwas höher ausgefallen. Die D-Mark und der Yen verzeichneten gegenüber dem Goldfranken Wertzuwächse, nämlich um 1% bzw. 14%, das Pfund Sterling und die ECU dagegen büßten 14% bzw. 4% ein.

BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf Geschäftsjahren			
Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Bilanzsumme	Veränderung gegen Vorjahr	
	Millionen Goldfranken	Prozent	
1989	42 234	+ 4 083	+ 11
1990	41 291	– 943	– 2
1991	45 719	+ 4 428	+ 11
1992	47 961	+ 2 242	+ 5
1993	59 966	+ 12 005	+ 25

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.

Der Gesamtwert dieses Goldes belief sich per 31. März 1993 auf GFr. 1 059 Mio., verglichen mit GFr. 1 246 Mio. am 31. März 1992.

## 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			
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
1992	1 644	44 866	1 451	47 961
1993	1 745	56 515	1 706	59 966

## *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 der am Schluß dieses Berichts enthaltenen Übersicht aufgeführt.

Mit Ausnahme des gesetzlichen Reservefonds, der unverändert bleibt, werden für die übrigen Reservefonds folgende Erhöhungen vorgeschlagen:

#### 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. 703 116 157

Dieser Wert ergibt sich nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 30,3 Mio. aus dem Reingewinn von 1992/93 (gemäß Artikel 51(3) der Statuten); am 31. März 1992 hatte dieser Fonds GFr. 672,8 Mio. enthalten.

#### 3. Besonderer Dividenden-Reservefonds GFr. 47 530 055

Dieser Wert ergibt sich nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 5 Mio. aus dem Reingewinn von 1992/93; am 31. März 1992 hatte dieser Fonds GFr. 42,5 Mio. enthalten.

#### 4. Freier Reservefonds GFr. 668 766 872

Dieser Wert ergibt sich nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 65,7 Mio. aus dem Reingewinn des Geschäftsjahres 1992/93; im Vorjahr hatte er GFr. 603,1 Mio. betragen.

Die Reserven der Bank erhöhen sich somit auf insgesamt

GFr. 1 449 483 397

verglichen mit GFr. 1 348,5 Mio. am 31. März 1992; aus dem Reingewinn des Geschäftsjahres 1992/93 wird den Reserven ein Gesamtbetrag von GFr. 101 Mio. zugewiesen; im Vorjahr waren es GFr. 87 Mio.

## *B. Fremdmittel*

In den beiden nachstehenden Tabellen sind die Fremdmittel der Bank nach Herkunft bzw. Sachkategorien und Restlaufzeit gegliedert.

Die Geschäfte der Bank waren von einer überaus kräftigen Expansion der Fremdmittel – um 26% – geprägt; im Vorjahr hatte das Wachstum nur 4,7% betragen.



BIZ: Fremdmittel (Herkunft)			
Herkunft	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1992	1993	
	Millionen Goldfranken		
Einlagen von Zentralbanken	43 204	54 686	+ 11 482
Einlagen von anderen Einlegern	1 662	1 829	+ 167
Zusammen	44 866	56 515	+ 11 649

Der Anstieg der Einlagen ist hauptsächlich einer Zunahme der Einlagen von Zentralbanken um 27% zuzuschreiben, spiegelt aber auch die um 10% gestiegenen Eingänge von Einlagen anderer Einleger wider.

Am 31. März 1993 betrug der Anteil der „Einlagen von Zentralbanken“ an den gesamten Währungseinlagen 96,8% (Vorjahr: 96,3%). Auf die „Einlagen von anderen Einlegern“ entfallen dagegen nur 3,2% des Gesamtvolumens (Vorjahr: 3,7%).

Der Zuwachs der Währungseinlagen war in erster Linie dem Eingang neuer Einlagen in US-Dollar zuzuschreiben; im Verlauf des Geschäftsjahres erhöhte sich der Gesamtbetrag der Einlagen in dieser Währung um 47%. Zu vermerken ist ferner, daß der Anteil der Dollareinlagen am Gesamtvolumen der Währungseinlagen nunmehr 60% beträgt, verglichen mit 53% zu Beginn des Finanzjahres. Der Anteil der D-Mark, des zweitgrößten Postens, war dagegen während der ersten elf Monate des Geschäftsjahres stabil bei 24% geblieben, ging dann aber im März 1993 auf 21% zurück. Die ECU-Einlagen nahmen kräftig ab und machen nun nur noch 5% der Währungseinlagen aus, verglichen mit vorher 12%.

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
	1992	1993		1992	1993		1992	1993	
	Millionen Goldfranken								
Auf Sicht	4 562	4 334	– 228	1 862	1 845	– 17	6 424	6 179	– 245
Bis zu 3 Monaten	9	30	+ 21	37 853	49 437	+ 11 584	37 862	49 467	+ 11 605
Mehr als 3 Monate	–	3	+ 3	580	866	+ 286	580	869	+ 289
Zusammen	4 571	4 367	– 204	40 295	52 148	+ 11 853	44 866	56 515	+ 11 649

Die Goldeinlagen nahmen um 4% ab, während die Währungseinlagen um 29% anstiegen; diese beiden Posten stellen nun 7,7% bzw. 92,3% der gesamten Fremdmittel dar, verglichen mit 10,2% bzw. 89,8% am 31. März 1992.

Schlüsselt man die Fremdmittel nach Laufzeiten auf, so verzeichneten die Sichteinlagen einen Rückgang, die Einlagen mit Laufzeiten von bis zu drei Monaten und mehr als drei Monaten dagegen einen Zuwachs.

Der Anstieg der Einlagen entfiel hauptsächlich auf die Einlagen mit einer Laufzeit von bis zu drei Monaten (+31%), hingegen war der prozentuale Zuwachs bei den Einlagen mit einer Laufzeit von mehr als drei Monaten ausgeprägter (+50%).

Der Anteil der Sichteinlagen an den gesamten Fremdmitteln betrug 10,9% (Vorjahr: 14,3%), jener der Einlagen mit einer Laufzeit von bis zu drei Monaten 87,5% (Vorjahr: 84,4%) und jener der Einlagen mit längeren Laufzeiten 1,6% (Vorjahr: 1,3%).

*a) Goldeinlagen* GFr. 4 367 255 684

verglichen mit GFr. 4 571 Mio. im Vorjahr. Der Rückgang um GFr. 204 Mio. ist auf den Rückgang der Sichteinlagen zurückzuführen, der durch einen Anstieg der gesamten Termineinlagen teilweise ausgeglichen wurde.

*b) Währungseinlagen* GFr. 52 147 751 915

verglichen mit GFr. 40 295 Mio. am 31. März 1992. Der Anstieg um GFr. 11 853 Mio. spiegelt vor allem die weitgehend parallel verlaufene Zunahme der Einlagen mit einer Laufzeit von bis zu drei Monaten und – in einem geringeren Ausmaß – jener mit einer Laufzeit von mehr als drei Monaten wider.

*C. Sonstige Verbindlichkeiten*

Die sonstigen Verbindlichkeiten beliefen sich insgesamt auf GFr. 1 706 255 338  
verglichen mit GFr. 1 451 Mio. am 31. März 1992.

*a) Vorsorgesystem des Personals* GFr. 172 105 388

verglichen mit GFr. 158 Mio. ein Jahr zuvor. Dieser Posten stellt die Verpflichtung der Bank aus dem Pensionssystem des Personals dar; sein Betrag in Schweizer Franken – der Währung, auf die er lautet – erhöhte sich im abgelaufenen Geschäftsjahr.

*b) Verschiedenes* GFr. 1 495 254 533

verglichen mit GFr. 1 260 Mio. im Vorjahr.

*c) Dividende, zahlbar am 1. Juli 1993* GFr. 38 895 417

Die Erhöhung der Dividende von sfr 200 auf sfr 240 je Aktie erklärt den Anstieg dieses Postens. Dieser Betrag soll dem Reingewinn des Geschäftsjahres 1992/93 entnommen werden; im Vorjahr betrug die Entnahme GFr. 32,5 Mio.

Die Gewinn- und Verlustrechnung weist vor der Gewinnverwendung einen Reingewinn von GFr. 139 895 417 aus, der gemäß Artikel 51 der Statuten verwendet werden soll. Nähere Angaben zur Gewinnverwendung finden sich in Abschnitt 5 dieses Kapitels.

Im Vorjahr hatte der Reingewinn GFr. 119,5 Mio. betragen.



## Aktiva (Mittelverwendung)

In der nachstehenden Tabelle sind die wichtigsten Aktiva nach Sachkategorien zusammengestellt:

BIZ: Aktiva (Sachkategorien)						
Aktiva	Ende des Geschäftsjahres am 31. März				Veränderung	
	1992		1993			
	Millionen Goldfranken					
Kassenmittel						
Gold	4 808		4 727		—	81
Währungen	12	4 820	8	4 735	—	4 — 85
Schatzwechsel		3 623		2 175		— 1 448
Terminguthaben und Kredite						
Gold	460		413		—	47
Währungen	31 588	32 048	41 184	41 597	+ 9 596	+ 9 549
Staats- und andere Wertpapiere		7 458		11 428		+ 3 970
Verschiedenes		12		31		+ 19
Zusammen						
Gold	5 268		5 140		—	128
Währungen	42 693	47 961	54 826	59 966	+ 12 133	+ 12 005

Parallel zur Entwicklung bei den Passiva war bei den Goldaktiva ein Rückgang und bei den Währungsaktiva ein beträchtlicher Anstieg zu verzeichnen.

a) *Kassenmittel in Gold* GFr. 4 726 895 651

verglichen mit GFr. 4 808 Mio. im Vorjahr. Der Rückgang dieses Postens um GFr. 81 Mio. entspricht der Differenz zwischen Goldabzügen durch Zentralbanken und der Rückzahlung von auf dem Markt plazierten Termineinlagen, die fällig wurden (s. Posten d)).

b) *Kassenbestand und Sichtguthaben in Währungen* GFr. 7 557 219

verglichen mit GFr. 12 Mio. ein Jahr zuvor.

c) *Schatzwechsel* GFr. 2 175 383 708

Dieses Portfolio hatte am 31. März 1992 einen Wert von GFr. 3 623 Mio. Im Verlauf des Geschäftsjahres schwankten sein Umfang und seine Zusammensetzung erheblich. Schatzwechsel wurden an verschiedenen Märkten erworben.

d) *Terminguthaben und Kredite* GFr. 41 596 864 761

gegenüber GFr. 32 048 Mio. am 31. März 1992. Der Zuwachs von GFr. 9 549 Mio. oder 30% entspricht der Differenz zwischen dem Rückgang der Goldguthaben und dem Anstieg der Währungsguthaben.

– In Gold GFr. 412 988 974

verglichen mit GFr. 460 Mio. ein Jahr zuvor, was einem Rückgang um GFr. 47 Mio. im Verlauf des Geschäftsjahres entspricht.

– In Währungen GFr. 41 183 875 787

verglichen mit GFr. 31 588 Mio. ein Jahr zuvor. Der Anstieg der Währungseinlagen auf der Passivseite schlug sich vor allem in einer Expansion dieses Postens nieder, der sich um GFr. 9 596 Mio. erhöhte.

e) Staats- und andere Wertpapiere GFr. 11 428 278 309

Dieser Posten betrug am Ende des Vorjahres GFr. 7 458 Mio. und verzeichnete somit einen Anstieg um GFr. 3 970 Mio. Das Portfolio besteht aus Wertpapieren, die auf verschiedenen Märkten erworben wurden.

Die Zusammensetzung der Einlagen spiegelt sich auch bei den Aktiva wider, die zum größten Teil auf US-Dollar lauten, gefolgt von D-Mark; der Anteil sonstiger Währungen ist viel kleiner.

Anzumerken ist ferner, daß dem Rückgang der gesamten Goldaktiva um GFr. 128 Mio. eine Abnahme der gesamten Goldpassiva um GFr. 204 Mio. gegenübersteht. Die Differenz von GFr. 76 Mio. schlägt sich in einer entsprechenden Zunahme der Goldtermingeschäfte nieder, die weiter unten erwähnt werden.

In der nachstehenden 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
	1992	1993	
	Millionen Goldfranken		
Bis zu 3 Monaten	32 083	43 649	+ 11 566
Mehr als 3 Monate	7 423	9 376	+ 1 953
Zusammen	39 506	53 025	+ 13 519

Ein Vergleich der Laufzeiten aller Anlagen zeigt, daß die Anlagen mit Laufzeit bis zu drei Monaten um 36,1% und jene mit längerer Laufzeit um 26,3% zugenommen haben.

Der Anteil der Anlagen mit Laufzeit bis zu drei Monaten am gesamten Posten betrug 82,3%, jener der längerfristigen Anlagen 17,7%, verglichen mit 81,2% bzw. 18,8% am 31. März 1992.

f) Verschiedenes GFr. 31 469 810

gegenüber GFr. 12 Mio. im Vorjahr.

#### Goldtermingeschäfte

Diese Geschäfte erscheinen in der Bilanz in Anmerkung 2. Sie ergaben einen negativen Saldo von GFr. 110 573 384



verglichen mit einem ebenfalls negativen Saldo von GFr. 34,3 Mio. im Vorjahr. Dieser Posten beinhaltet die Rückzahlung von Gold durch die Bank bei Fälligkeit dieser Geschäfte.

## 5. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1993 abgelaufene 63. Geschäftsjahr schloß mit einem Geschäftsüberschuß von GFr. 162 427 719 (Vorjahr: GFr. 134 110 445). Der Geschäftsüberschuß ergibt sich nach Abzug von GFr. 49 255 621 für Verwaltungskosten; in dem Zuwachs von 7% gegenüber dem Vorjahresbetrag von GFr. 46 056 417 zeigt sich das höhere Niveau des Goldfrankenwertes des Schweizer Frankens, das über weite Strecken des Jahres zu verzeichnen war; der prozentuale Anstieg in Schweizer Franken – der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank anfallen – lag dagegen bei weniger als 3%.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, GFr. 3 295 256 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten zuzuweisen sowie – mittels Zuweisung von weiteren GFr. 19 237 046 – die Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung zu erhöhen, deren Hauptzweck die Deckung der Kosten für den Unterhalt der Bankgebäude und die Finanzierung der laufenden Investitionsvorhaben ist. Nach diesen Zuweisungen beträgt der Reingewinn GFr. 139 895 417, verglichen mit GFr. 119 460 160 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. 139 895 417 wie folgt zu verwenden:

- GFr. 38 895 417 zur Zahlung einer Dividende von sfr 240 je Aktie;
- GFr. 30 300 000 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
- GFr. 5 000 000 zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds;
- GFr. 65 700 000 – 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 obengenannten Vorschläge wird die Dividende am 1. Juli 1993 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1993 im Aktienregister der Bank eingetragen sind.

Die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung sowie eine Aufstellung über die Veränderung der Reserven der Bank während des Geschäftsjahres befinden sich am Ende dieses Berichts. Der Rechnungsabschluß wurde von der Firma Price Waterhouse geprüft, die bestätigt hat, daß die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung – auf der in Anmerkung 1 beschriebenen Grundlage – eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1993 und ihres Gewinns für das an diesem Tag endende Geschäftsjahr geben. Der Bestätigungsvermerk steht am Ende der Bilanz.

## 6. Aktionärszentralbanken

Da die drei baltischen Staaten ihre Unabhängigkeit wiedererlangt haben, wurde der Status der Zentralbanken von Estland, Lettland und Litauen als

Mitgliedszentralbanken der BIZ im Juni 1992 reaktiviert. Bei der letztjährigen Generalversammlung konnte der Vorsitzende des Verwaltungsrats daher Vertreter dieser drei Aktionärszentralbanken willkommen heißen, die zum ersten Mal seit über fünfzig Jahren wieder an der Generalversammlung teilnahmen.

## 7. Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion

Herr B. Dennis wurde im März 1993 in seinem Amt im Verwaltungsrat bestätigt; Lord Richardson of Duntisbourne wurde im April 1993 wiedervernommen. Herr Dr. C. Ciampi schied Ende April 1993 aus dem Verwaltungsrat aus, als er von seinem Amt als Gouverneur der Banca d'Italia zurücktrat. Sein Nachfolger in diesem Amt, Herr Dr. A. Fazio, wurde mit Wirkung vom 7. Mai 1993 Ex-officio-Mitglied des Verwaltungsrats.

Herr F. Cappanera schied Ende September 1992 aus der Banque de France aus; als Stellvertreter von Herrn de Larosière bei Abwesenheit von Herrn Lagayette folgte ihm Herr A. Robert nach. Herr P. Lagayette verließ die Banque de France im Dezember 1992, sein Nachfolger als Stellvertreter von Herrn de Larosière ist Herr H. Hannoun. Im April 1993 wurde Herr T. Clark anstelle von Herrn M. Foot Stellvertreter von Herrn Leigh-Pemberton.

Was die Direktion der Bank anbelangt, so trat Herr Dr. H.W. Mayer, Stellvertretender Direktor, Ende Juni 1992 in den Ruhestand. Herr Dr. R. Filosa wurde am 15. Januar 1993 zum Direktor ernannt. Herr Prof. Dr. M. Giovanoli, der Rechtsberater der Bank, wurde am 1. April 1993 ebenfalls zum Direktor ernannt. Am selben Tag wurden Herr Dr. J. Bisignano zum Stellvertretenden Direktor und Herr J. Bispham sowie Herr D. Lefort zu Beigeordneten Direktoren befördert.

---

Die Bank erfuhr mit tiefem Bedauern vom Ableben von Herrn Dr. G. Carli am 23. April 1993. Herr Dr. Carli war von August 1960 bis August 1975 Gouverneur der Banca d'Italia und Ex-officio-Mitglied des Verwaltungsrats gewesen.



## Schlußbemerkungen

Die Erfahrungen von 1992 und Anfang 1993 haben einige neue Fragen aufgeworfen und eine Anzahl schon seit längerem aktueller Punkte stärker in den Brennpunkt gerückt, die die wirtschaftspolitische Debatte noch auf Jahre hinaus beherrschen dürften. Erstens stellt sich die Frage, was die Wirtschaftspolitik in den Industrieländern angesichts eines schwachen Wachstums tun kann und tun sollte, wenn dieses nicht nur das Ergebnis „normaler“ konjunktureller Schwankungen um einen akzeptierten Potentialwachstumspfad zu sein scheint. In engem Zusammenhang damit steht die Sachfrage, ob damit gerechnet werden muß, daß die Arbeitslosigkeit mehr oder weniger unabhängig von den Konjunkturschwankungen weiter ansteigen wird. Sofern für diese beiden zusammengehörenden Probleme keine andere Lösung gefunden wird, besteht die akute Gefahr, daß protektionistische Kräfte die Oberhand gewinnen – und alles nur noch verschlimmern.

Eine zweite wichtige Frage ist, ob es neuer Anstrengungen bedarf, um den Finanzsektor vieler Länder auf eine solidere Grundlage zu stellen. Es besteht eine eindeutige Wechselwirkung zwischen der Verfassung des Finanzsektors und der Stärke der Realwirtschaft, das haben die jüngsten Ereignisse nur allzu klar gezeigt.

Eine dritte Frage, die 1992 an Dringlichkeit gewann, bezieht sich auf die Gestaltung der Beratung und Unterstützung für die im Übergang befindlichen Volkswirtschaften in Osteuropa. Es wird allgemein zugegeben, daß die Schwierigkeiten weit unterschätzt wurden. Fest steht aber auch, daß diejenigen Länder, die im Übergangsprozeß am weitesten fortgeschritten sind, einige beachtliche Erfolge erzielt haben. Vielleicht haben einige das Schlimmste sogar schon überstanden. Ob der neuerlangte Realismus bald auch andernorts zu Erfolgen führen wird, bleibt abzuwarten.

Eine vierte Frage betrifft die Wechselkursbeziehungen und speziell die Probleme, die sich für unterschiedliche Wechselkursregime in einer Welt praktisch unverzüglicher Portfolioanpassungen ergeben. Das Potential, das private Kapitalströme besitzen, um Veränderungen an den Devisenmärkten herbeizuführen, hat in den letzten zehn bis fünfzehn Jahren enorm zugenommen.

Bei den erfreulicheren Aspekten stellt sich vor allem die Frage der Dauerhaftigkeit. Werden die in vielen Ländern erreichten niedrigen Inflationsraten Bestand haben? Werden sich die Strukturverbesserungen und die hohen Wachstumsraten in einer großen Anzahl von Entwicklungsländern als nachhaltig erweisen?

Was das schleppende Wachstum in den Industrieländern und die Frage nach der angemessenen Reaktion betrifft, so besteht kein Zweifel, daß die derzeitige Rezession in einigen Fällen die schwerste in der zweiten Hälfte dieses Jahrhun-

derts ist. Finnland wurde wegen des Verlusts seiner Exportmärkte in der ehemaligen Sowjetunion und schwerwiegender Schuldenprobleme im privaten Sektor besonders hart getroffen. Die Arbeitslosigkeit liegt dort bei über 15%, in Spanien und Irland ist sie sogar noch höher. Unterschiedliche Strukturprobleme haben den Abschwung auch in Schweden sowie – in geringerem Maße – in Australien und Norwegen verstärkt. Schuldenprobleme und starke Schwankungen der Preise von realen Vermögenswerten werden als entscheidend für die lange Dauer der Rezession und die schleppende Erholung in den USA, Großbritannien und mehreren anderen Ländern angesehen. Dort, wo die Rezession noch keine Anzeichen für ein Verlassen der Talsohle erkennen läßt, muß jedes Urteil darüber, wie schwer sie im Vergleich zu früheren Konjunkturzyklen wirklich ist, aufgeschoben werden.

Hieraus zu folgern, daß das, was wir in einem Land nach dem anderen beobachten, tatsächlich mehr sei als ein normaler konjunktureller Abschwung und auf eine dauerhafte Reduktion des trendmäßigen Wachstums des Produktionspotentials hindeute, stünde jedoch mit dem, was derzeit an Erkenntnissen zur Verfügung steht, nicht voll im Einklang. Schließlich folgte der jetzige Abschwung in den meisten Fällen auf den „längsten und stärksten Aufschwung der jüngeren Vergangenheit“, ein Satz, der so oft zitiert wurde, daß er noch jedermann lebhaft in Erinnerung sein dürfte. Auch andere Argumente scheinen gegen einen übergroßen Pessimismus zu sprechen. Eine gemäßigte Lohnentwicklung und die Wiederherstellung früherer Gewinnquoten, die zu der Länge des Konjunkturaufschwungs in den achtziger Jahren beigetragen hatten, erklären zum Teil auch, daß sich die Maschinen- und Ausrüstungsinvestitionen der Unternehmen während der Rezession überraschend gut gehalten haben. Die Spartätigkeit der privaten Haushalte hat sich in einer Reihe von Ländern in jüngster Zeit erheblich verstärkt, was natürlich auf kurze Sicht die Inlandsnachfrage weiter schwächt, gleichzeitig aber dazu beiträgt, für die wirtschaftliche Erholung eine solidere finanzielle Basis zu schaffen. Es gibt ferner Anzeichen dafür, daß sich das Produktivitätswachstum beschleunigen könnte, und zwar nicht nur im verarbeitenden Gewerbe, sondern auch im Dienstleistungssektor. Was schließlich die Finanzpolitik betrifft, so haben sich die Haushaltsdefizite während der Rezession zwar ausgeweitet, aber die Ausrichtung auf eine mittelfristige Konsolidierung der öffentlichen Finanzen sollte sich positiv auf die Erwartungen des privaten Sektors und auf die langfristigen Zinsen auswirken.

Anders verhält es sich mit dem Anstieg der Arbeitslosigkeit, namentlich in Europa. Er begann in den siebziger und achtziger Jahren und wurde vielfach durch die Zunahme der Erwerbspersonen aufgrund einer höheren Erwerbsquote und – in einigen Fällen – einer beträchtlichen Zuwanderung verstärkt. Die Aussichten auf eine Umkehrung dieses langfristigen Anstiegs sind schlecht, selbst wenn sich die Produktion erholt und die Inflation dabei niedrig bliebe. Bemühungen, die Auswirkungen des Wettbewerbs am europäischen Arbeitsmarkt zu mildern, könnten die Arbeitslosigkeit in Wirklichkeit noch verschlimmern haben. Trotz der beachtlichen Mäßigung bei der Lohnentwicklung in den achtziger Jahren gibt es kaum Anzeichen dafür, daß die Flexibilität am Arbeitsmarkt zugenommen hat. Einige Beispiele aus einer langen Reihe von Rigiditäten am Arbeitsmarkt mögen die Probleme, für die die Politiker Lösungen finden



müssen, illustrieren. Sehr oft werden Löhne festgesetzt, die der Produktivität nicht genügend Rechnung tragen. Die Personalzusatzkosten sind in einigen europäischen Ländern auf rund 50% oder mehr der gesamten Arbeitskosten gestiegen und haben so die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen beeinträchtigt. Hohe Abfindungszahlungen und eine geringe Mobilität der Arbeitskräfte haben den Beschäftigten (den „Insidern“) in Lohnverhandlungen ein überproportional großes oder praktisch entscheidendes Gewicht verschafft. Dies zeigt sich in Spanien, wo die Reallöhne im vergangenen Jahr weiter zunahmen, während die Produktion stagnierte und die Arbeitslosenquote stieg.

Selbst unkonventionelle Methoden konnten den Anstieg der Arbeitslosigkeit offenbar kaum bremsen. Einige Länder führten Regelungen für einen vorgezogenen Ruhestand ein oder lockerten die Voraussetzungen für einen Anspruch auf Invalidenrenten und erreichten dann einen gewissen Rückgang der Arbeitslosigkeit. Leider geschah dies häufig um den Preis eines größeren Staatsdefizits und eines geringeren Produktionspotentials. Mehrere Länder haben Programme für eine Teilung von Arbeitsplätzen eingeführt, wie etwa eine Verkürzung der Wochenarbeitszeit. Allerdings blieb der Beschäftigungseffekt wegen höherer Stundenlöhne oder gesteigerter Produktivität in den meisten Fällen vergleichsweise bescheiden. Flexiblere Arbeitszeitregelungen haben in einigen Ländern die Beschäftigung von Teilzeitkräften erleichtert, aber in einem hohen Maße ist die Zunahme der Teilzeitbeschäftigung darauf zurückzuführen, daß mehr Frauen auf den Arbeitsmarkt drängen oder Arbeitslose eine Teilzeitbeschäftigung annehmen, während sie eigentlich eine Vollzeitbeschäftigung suchen.

Insgesamt betrachtet scheinen flexible Lohnfestsetzungssysteme, wie sie in den USA, Japan und Österreich bestehen, die besten Aussichten für eine Eindämmung der Arbeitslosigkeit zu bieten. Diese Systeme haben freilich sehr unterschiedliche institutionelle Grundlagen. In den USA und Japan werden die Löhne zumeist unternehmens- oder branchenbezogen festgelegt. Die enge Kopplung der Vergütungen an die Marktentwicklung – u.a. mittels eines flexiblen Bonus- oder Gewinnbeteiligungssystems in Japan – ermöglichte beiden Ländern die Anpassung an nachteilige Schocks und technologische Veränderungen bei einem kleineren oder nur vorübergehenden Anstieg der Arbeitslosigkeit. In Österreich werden die Lohnverhandlungen auf der Ebene einzelner Branchen geführt, aber in einem umfassenden einkommenspolitischen Rahmen koordiniert, in dem die Lohnforderungen dem obersten Ziel der Aufrechterhaltung eines festen nominalen Wechselkurses untergeordnet sind. Systeme wie diese können von anderen Ländern jedoch nicht ohne weiteres übernommen werden. Die Herstellung solcher Bedingungen ist nämlich nicht nur eine Frage spezifischer Arbeitsmarktmaßnahmen, sondern es geht vielmehr darum, daß eine von Realismus und Kooperationswillen geprägte Grundhaltung geschaffen und die Bereitschaft gestärkt wird, die Chancen, die die Märkte zu bieten haben, zu nutzen.

Langsames Wirtschaftswachstum und steigende Arbeitslosigkeit beschwören unweigerlich das Gespenst des Protektionismus herauf, insbesondere wenn sie von einer schwindenden Wettbewerbsfähigkeit begleitet werden. Die Industrieländer Westeuropas sehen sich nicht mehr nur mit dem Wettbewerb aus den USA und Japan konfrontiert. Neue Konkurrenz erwächst ihnen vor allem im

Fernen Osten (und zwar nicht nur in den sogenannten „jungen Industrieländern“), aber auch in Osteuropa. Ein wichtiger Aspekt der Wettbewerbsfähigkeit ist natürlich die Entwicklung der realen Wechselkurse. Die reale Aufwertung in Europa und die massive Abwertung in den USA seit 1985 haben die Wettbewerbsfähigkeit erheblich beeinflusst. Vorübergehende Wechselkursverzerrungen nähren zweifellos den Eindruck, dieses oder jenes Land sei „zu“ wettbewerbsfähig, und begünstigen so protektionistische Tendenzen. Was die Wirksamkeit des Protektionismus selbst betrifft, so ist der alte Mythos, durch Importbeschränkungen könne die Arbeitslosigkeit verringert werden, kaum überzeugend. Zwar können Importrestriktionen auf kurze Sicht Arbeitsplätze in mit Einfuhren konkurrierenden Industriezweigen erhalten, allerdings um den Preis von Arbeitsplatzverlusten in anderen Sektoren. Importrestriktionen sind unweigerlich mit Kosten verbunden und bedeuten daher für ungeschützte Produzenten einen Wettbewerbsnachteil; die daraus resultierenden höheren Preise schmälern die reale Kaufkraft der privaten Haushalte. Überdies fordern Restriktionen Gegenmaßnahmen heraus: In einem Land, das in einen Teufelskreis von Vergeltungsmaßnahmen in Form gegenseitiger Handelsbeschränkungen geraten ist, würden lediglich hochbezahlte Arbeitsplätze in den erfolgreichsten Sektoren durch niedrigbezahlte Arbeitsplätze in anderen Sektoren ersetzt werden.

In jüngster Zeit wurde Argumenten einige Beachtung geschenkt, wonach Größenvorteile und externe Effekte in der Hochtechnologieindustrie möglicherweise in gewissem Rahmen staatliche Eingriffe in den Handel rechtfertigen. Dies ähnelt dem Erziehungszoll-Argument, einem der ältesten Argumente für Ausnahmen von der Forderung nach Freihandel. Dabei wird zu Recht darauf verwiesen, daß Wachsamkeit erforderlich ist, ob die Handelspartner möglicherweise Handelsbeschränkungen und andere Restriktionen einsetzen, um sich einen langfristigen Vorteil zu sichern. Hieraus jedoch im Umkehrschluß zu folgern, daß der Handel mit Hochtechnologiegütern strikt „administriert“ werden müsse, damit nicht Konkurrenten ein langfristiger Vorteil entsteht, ist ein Sprung in der Logik, bei dem andere wichtige Überlegungen außer acht gelassen werden. Erstens verändern sich die Handels- und Produktionsstrukturen im Hochtechnologiesektor wegen des raschen Tempos in der Produktentwicklung viel zu schnell, als daß ein administrierter Handel ihnen gerecht werden könnte. Zweitens werden die Verbraucher und Produzenten durch die Schwächung des herkömmlichen kommerziellen Kodex im Handel den inländischen Interessengruppen ausgeliefert, und es wird ein wichtiger Ansporn zu größerer Effizienz beseitigt. Schließlich – aber keinesfalls weniger wichtig – ist administrierter Handel immer auch „politisierter“ Handel. Einer der großen Erfolge der GATT-Vereinbarungen ist, daß sich der internationale Handel in den letzten vierzig Jahren wirklich enorm ausgeweitet hat, weil von den Staaten erwartet wurde, sich einer direkten Kontrolle des Handels zu enthalten und den kommerziellen Kräften freien Lauf zu lassen. Es ist zu hoffen, daß sich das große gemeinsame Interesse an der Aufrechterhaltung und dem Ausbau dieses Systems schließlich durchsetzt und die noch verbliebenen Streitpunkte in der Uruguay-Runde rasch geklärt werden.

Welche Folgerungen ergeben sich angesichts dieser an drei Fronten bestehenden Probleme – nämlich Wirtschaftswachstum, Beschäftigung und



Freihandel – für die Rolle der Wirtschaftspolitik und insbesondere für die Nachfragesteuerung? Japan hebt sich dadurch ab, daß es Zeiten lebhaften Wachstums zur Korrektur fiskalischer Ungleichgewichte genutzt hat und somit jetzt in der Lage ist, der Inlandsnachfrage kräftige Impulse zu geben. In den meisten Ländern ist der Mangel an finanzpolitischer Flexibilität – in Situationen, da diese gebraucht werden könnte – mehr als alles andere das Resultat von Fehlern in der Vergangenheit, verbunden mit dem „Schneeballeffekt“ der öffentlichen Verschuldung. In diesen Fällen sollte die Wirtschaftspolitik konsequent auf eine mittelfristige Konsolidierung der Haushaltsdefizite ausgerichtet werden; ein anderer Weg steht ihr ohnehin nicht offen. Wenn solche Bemühungen glaubwürdig sind, können sie zu einem weiteren Rückgang der langfristigen Zinsen beitragen oder zumindest deren Anstieg in der Anfangsphase der wirtschaftlichen Erholung verhindern. Ferner können sie das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Wirtschaftspolitik wiederherstellen. Auf kurze Sicht sollte man den automatischen Stabilisatoren grundsätzlich ihren Lauf lassen, allerdings nur dann, wenn die Rezession tief ist und das strukturelle Defizit und die Staatsverschuldung nicht außergewöhnlich groß sind. Es könnte auch zweckmäßig sein, Ausgaben oder Einnahmen dahingehend umzustrukturieren, daß öffentliche Investitionen für Infrastruktur und Bildung ausgeweitet und so künftige private Investitionen gefördert werden.

Die Geldpolitik kann zur Nachfragesteuerung nur in engen Grenzen beitragen. Die Argumente für eine mittelfristige Orientierung haben nichts von ihrer Gültigkeit eingebüßt. Das schließt Zinssenkungen nicht aus, wenn die Nachfrage schwach ist und der Inflationsdruck nachläßt. Wechselkursanpassungen und eine gewisse Verringerung des Lohnkostendrucks in Deutschland haben für Europa jetzt endlich den Weg frei gemacht, um an der geldpolitischen Lockerung teilzunehmen, die in Nordamerika und Japan bereits früher begonnen hat. Die Erfahrung in den Ländern, in denen dieser Prozeß zuerst eingesetzt hat, läßt vermuten, daß er recht weit voranschreiten kann, ohne daß die Inflation wieder angefacht wird. Indes, die Inflation auf Dauer unter Kontrolle zu halten, ist eine schwierige Aufgabe. Unterschiede in der Finanzstruktur und in den geldpolitischen Transmissionsmechanismen bedeuten überdies, daß die Chance der Geldpolitik, die Nachfrage, aber nicht die Inflation zu stimulieren, von Land zu Land unterschiedlich ist. Die Erfahrungen mit den scharfen Preissteigerungen bei den realen Vermögenswerten in den achtziger Jahren und die Tendenz einiger frei schwankender Wechselkurse, auf Zinssenkungen mit einem „Überschießen“ zu reagieren, sind Warnungen, die beachtet werden müssen.

Das bringt uns zu der Frage, ob neue Anstrengungen unternommen werden sollten, den Finanzsektor auf eine solidere Grundlage zu stellen. Es ist von äußerster Wichtigkeit, daß die Lehren, die aus der Steuerung des im vergangenen Jahrzehnt immer rascher gewordenen Deregulierungsprozesses gezogen wurden, nicht so schnell vergessen werden. Im letzten Jahresbericht war diesem Punkt ein ganzes Kapitel gewidmet. In diesem Jahr sind die Ausbreitung von Kreditausfällen auf eine Anzahl von Banken in Kontinentaleuropa und die Verschärfung der Bankenkrise in mehreren nordischen Ländern hinzugekommen. Die sich vertiefende Krise im Bankensektor Schwedens und Finnlands hat deutlich gemacht, daß die Deregulierung durch eine vorsichtige und konsistente

mikro- und makroökonomische Politik unterstützt werden muß. Das bedeutet im wesentlichen verstärkte Aufsichtsregelungen und -praktiken sowie ein nachhaltiges Bekenntnis zu einer antiinflationären Politik, das seinerseits ein hohes Maß an finanzpolitischer Disziplin erfordert. Die Erfahrung dieser Länder und vorher schon Norwegens hat ein Schlaglicht auf die Gefahr geworfen, daß bei einem Verzicht auf angemessene Schutzvorkehrungen die Deregulierung die staatlichen Eingriffe in den Finanzsektor unter Umständen nicht vermindert, sondern paradoxerweise noch verstärkt und auch noch kostspieliger werden läßt. Denn so sehr die staatlichen Stellen auch zögern mögen, ihr Eingreifen ist dennoch unumgänglich, wenn die Gefahr einer Finanzkrise besteht, die auch die Realwirtschaft bedrohen würde. Zudem können die Zentralbanken unter Druck geraten, in ihrer Wachsamkeit gegenüber der Inflation nachzulassen.

Es mag verlockend sein, zu glauben, staatliche Eingriffe könnten die Kosten finanzieller Anspannungen wie von Zauberhand beseitigen. Sicherlich kann ein den Finanzsektor erschütternder Run der Firmen- und Privatkunden auf die Banken abgewehrt werden. Durch die Wiederaufstockung der Eigenkapitalbasis angeschlagener Institute kann ernsten Kreditengpässen vorgebeugt werden. Verluste können breit gestreut und damit der finanzielle Schlag für einzelne Bevölkerungsgruppen gemildert werden. Aber dennoch fallen reale Kosten an. Es kommt unweigerlich zu einer Verzerrung der Wettbewerbsbedingungen zwischen den schwachen Instituten, die Unterstützung erhalten, und den starken, die diese nicht bekommen. Allein die Tatsache, daß Hilfe gewährt wird – wie behutsam dies auch geschehen mag –, birgt die Gefahr, daß die Anreize für ein umsichtiges Finanzgebaren untergraben werden, was mehr Probleme in der Zukunft implizieren kann. Die Last für die öffentlichen Finanzen kann zu groß werden, was in manchen Ländern bereits der Fall ist. Die Grenzen der Finanzierungsmöglichkeiten können rasch auf die Probe gestellt werden, vor allem wenn hohe Auslandsverbindlichkeiten bestehen.

Die mit der Behebung von Schwierigkeiten im Finanzbereich verbundenen Kosten unterstreichen, wie wichtig die Vorbeugung ist. Trotz der großen Anstrengungen, die in den letzten Jahren unternommen wurden, um die Stabilität des Finanzsystems zu wahren, bleibt auf dem Gebiet der Aufsicht noch viel zu tun, um den neuen Marktgegebenheiten national wie international angemessenen Rechnung zu tragen. Auf der Ebene der einzelnen Institute sind Formen einer konsolidierten Aufsicht über komplexe Organisationsstrukturen, eine verstärkte Kooperation zwischen verschiedenen Aufsichtsbehörden und die Verfeinerung der Eigenkapitalstandards über die Abdeckung des Kreditrisikos hinaus von hoher Priorität. Die im April vorgelegten Vorschläge des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht, die den Rahmen der Eigenkapitalstandards auf das Marktrisiko und die Messung des Zinsänderungsrisikos ausdehnen, sind ein Schritt in diese Richtung. Auf der Ebene der Verflechtungen zwischen Instituten und Märkten muß sichergestellt werden, daß die Märkte für derivative Instrumente sowie die Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme unter einem Schirm angemessener Schutzvorkehrungen operieren. Bei der Konzipierung all dieser Vorkehrungen stellt sich den Verantwortlichen unweigerlich die Frage nach dem ausgewogenen Verhältnis zwischen Marktdisziplin und staatlichen Eingriffen. Der



Begrenzung des „moral hazard“ und der Erhöhung der Publizität kommt in diesem Zusammenhang zentrale Bedeutung zu.

In Osteuropa können inzwischen die ersten Früchte entschlossener Stabilisierungsbemühungen geerntet werden, aber es bleibt noch ein weiter Weg zurückzulegen. Die Errichtung eines marktwirtschaftlichen Systems erfordert Veränderungen der gesamten ökonomischen Landschaft, der institutionellen Gegebenheiten in Politik und Wirtschaft (und hier namentlich im Finanzbereich) sowie der Gewohnheiten der Menschen. Dies ist ein Prozeß, der sich nur bis zu einem gewissen Punkt beschleunigen läßt. Während dieser Zeit ist eine in sich schlüssige Wirtschaftspolitik unabdingbar, weil allein sie es den Marktteilnehmern ermöglicht, die Entwicklungsrichtung der Reformen abzuschätzen. In einem Umfeld schrumpfender Produktion und steigender Arbeitslosigkeit ist ein solcher Zusammenhalt schwer zu erreichen, aber er kann durch Hilfe von außen unterstützt werden. Im Falle Deutschlands geschah dies zum Teil durch hohe öffentliche Transferzahlungen. Für Osteuropa waren technische Hilfe und multilaterale Kredite in den Anfangsphasen der Reform wichtig. Der Zugang zu den westlichen Märkten war aber nicht weniger entscheidend; er bestimmte nicht nur die Richtung der Unternehmensumstrukturierung, sondern trug auch dazu bei, den Produktionsrückgang in Grenzen zu halten. Dadurch erhöhte sich in der Bevölkerung der Rückhalt für staatliche Maßnahmen, die sich auf eine stärkere wirtschaftliche und politische Integration mit dem Westen gründen. Um so bedauerlicher sind daher die Beschränkungen, mit denen einige Industrieländer in jüngster Zeit die Importe aus Osteuropa belegt haben, insbesondere angesichts des bilateralen Außenhandelsüberschusses der Industrieländer gegenüber dieser Region (ohne ehemalige Sowjetunion) von rund \$ 6 Mrd. Diese Beschränkungen werden in Osteuropa als ein fundamentaler Rückzieher gegenüber der vorherigen Zusage für eine Unterstützung des Umgestaltungsprozesses empfunden.

In den meisten Teilen der ehemaligen Sowjetunion mangelt es noch an einer makroökonomischen Stabilisierung. Diese wird unerreichbar bleiben, solange die Republiken nicht entweder vollkommen auf eigene Währungen übergehen oder die russische Zentralbank als einziges Emissionsinstitut akzeptieren. Weitere Voraussetzungen für eine wirksame geldpolitische Steuerung sind, daß die Haushaltsdefizite heruntergefahren werden und der Gewährung weiterer Kredite an unrentable Unternehmen Grenzen gesetzt werden. Solche Maßnahmen haben bessere Erfolgsaussichten, wenn sie von festen Zusagen der westlichen Industrieländer für substantielle Mittelbereitstellungen untermauert werden, die an die Durchführung bestimmter Anpassungsprogramme gebunden sind. Die Beispiele Estland und Lettland zeigen, daß es durchaus Hoffnung gibt, und in den letzten Monaten haben denn auch die Zusagen des Westens für eine Unterstützung der Stabilisierung in Rußland zugenommen. Die Frage bleibt, ob die russische Regierung einen ausreichend starken Konsens über ein Stabilisierungsprogramm herstellen und aufrechterhalten kann, der die Voraussetzung für eine dauerhafte Unterstützung durch den Westen ist, unbeschadet dessen, daß eine solche Unterstützung auch im eigenen Interesse des Westens zu liegen scheint.

Kommen wir zu der vierten Frage, die am Anfang dieser Schlußbemerkungen gestellt wurde und die Zukunft der Wechselkursbeziehungen betrifft.

Welche Lehren können aus den Turbulenzen an den europäischen Devisenmärkten gezogen werden?

Die Krise brach aus, weil (wie in solchen Fällen meistens) eine Anzahl ungünstiger Entwicklungen und Umstände zusammentrafen. Zwei davon – die Wechselkursverzerrungen und das hohe Niveau der kurzfristigen deutschen Zinssätze – wurden bzw. werden mittlerweile korrigiert. Gleichzeitig haben die Wechselkursrelationen zwischen fünf Währungen eine harte Bewährungsprobe überstanden. Man kann daher der Ansicht sein, daß die Krise nunmehr vorüber ist. Doch selbst wenn sich diese relativ optimistische, aber durchaus vertretbare Einschätzung in den kommenden Monaten bestätigt, wäre es unklug, nicht über die Auswirkungen der vergangenen Ereignisse nachzudenken, und zwar sowohl auf diejenigen europäischen Länder, die explizite Wechselkursbindungen aufrechterhalten möchten, als auch auf diejenigen mit frei schwankenden Wechselkursen.

Die Devisenmarktkrise hat sehr anschaulich gezeigt, daß das Potential für die Beeinflussung der Wechselkurse durch private Kapitalströme in den letzten zehn bis fünfzehn Jahren dramatisch zugenommen hat. Die Gründe hierfür liegen auf der Hand. Der Abbau von Kapitalverkehrskontrollen und die Deregulierung im allgemeinen haben ein verändertes Umfeld geschaffen. Die umfangreiche Ansammlung finanzieller Forderungen und Verbindlichkeiten auf inländischer wie auf internationaler Ebene hat ein riesiges Volumen an Mitteln entstehen lassen, die äußerst schnell von einer Währung in die andere umgeschichtet werden können. Ein weiterer Faktor war die Herausbildung einer auf die ständige Umschichtung von finanziellen Aktiva und Passiva gerichteten Anlagestrategie, die durch die aufeinanderfolgenden Wellen von Finanzinnovationen und die sich beschleunigenden Fortschritte bei Informationssystemen und in der Kommunikationstechnologie gefördert wurde. Da Wechselkursschwankungen einen großen Einfluß auf die Portfolioentwicklung haben, bilden sich diejenigen, die für die Verwaltung von Finanzaktiva verantwortlich sind, natürlich eine Meinung über mögliche oder wahrscheinliche Wechselkursveränderungen, und wenn sie danach handeln, können sie oftmals selbst dazu beitragen, daß sich ihre Erwartungen auch erfüllen.

Die Währungsbehörden können es sich daher nicht leisten, die zentrale Rolle von Erwartungen zu ignorieren. Wenn sie Wechselkursziele einhalten wollen, werden sie diese Erwartungen beeinflussen oder es zumindest vermeiden müssen, nachteilige Erwartungen zu wecken. Die Schwierigkeit dabei ist, daß die Marktteilnehmer angesichts der heute herrschenden Transparenz fast immer den gleichen Informationsstand haben wie die Währungsbehörden. Darum ist es so wichtig, daß währungspolitische Maßnahmen glaubwürdig sind. Die Glaubwürdigkeit hängt aber nicht allein von den Absichten der verantwortlichen Instanzen ab und nicht einmal nur von der erfolgreichen Umsetzung ihrer Politik, sondern auch von der Fähigkeit, diese Maßnahmen durchzuhalten.

In der Praxis bedeutet dies, daß der Einsatz des direktesten Instruments der Devisenmarktpolitik, nämlich der Interventionen, durch Zinsanpassungen untermauert werden muß. Solche Anpassungen dienen einem doppelten Zweck: Sie verteuern die Spekulation und signalisieren eine Änderung der geldpolitischen Ausrichtung. Das ist jedoch nur dann wirksam, wenn die



Finanzmärkte glauben, daß die Zinsänderungen lange genug aufrechterhalten werden können und auch aufrechterhalten werden. Dabei bilden sich die Märkte nicht nur ein Urteil über die Entschlossenheit der Währungsbehörden, sondern auch darüber, ob die Währungsbehörden in der Lage sein werden, standfest zu bleiben, und das ist der Punkt, an dem die gesamtwirtschaftlichen Daten – und die politische Lage – der betreffenden Länder entscheidende Bedeutung erlangen.

Was bedeutet dies im einzelnen für die Funktionsweise des EWS-Wechselkursmechanismus? Erstens werden die Wechselkursbindungen zwar eine Rolle zu spielen haben, wenn es darum geht, einem stabilitätswidrigen Verhalten von Regierungen und Marktteilnehmern Einhalt zu gebieten (was eine der Aufgaben solcher Bindungen ist), aber auf längere Sicht ist dies nur dann möglich, wenn die Finanzmärkte überzeugt sind, daß die Ursachen der hausgemachten Inflation gut unter Kontrolle sind. Sofern die Märkte nicht dieser Überzeugung sind, werden sie eine Wechselkursanpassung erzwingen. Um das zu vermeiden, müssen die Währungsbehörden solche Situationen zu erkennen versuchen und sich, wenn möglich, auf präventive Leitkursanpassungen einigen. Zweitens müssen sie das Für und Wider der Anpassung einzelner Paritäten im Vergleich zu allgemeinen Realignments sorgfältig abwägen. Ein allgemeines Realignment könnte politisch akzeptabler erscheinen. Nimmt man aber die jüngste Erfahrung als Maßstab, so kann der schubweise Aufbau einer Vielzahl von Spannungen dazu führen, daß der Entscheidungsprozeß – unter dem Druck der Spekulation – möglicherweise nicht mehr funktioniert. Drittens sollte diesen Attacken jedoch Widerstand geboten werden, wenn sie sich gegen die Währungen von Ländern richten, in denen die gesamtwirtschaftlichen Daten solide sind und die Entschlossenheit der Währungsbehörden unmißverständlich ist. Dieser Widerstand sollte sowohl Interventionen als auch Zinsänderungen umfassen und darüber hinaus den multilateralen Charakter des Engagements für die Wechselkursbindung deutlich machen.

Die Kombination aus häufigeren Leitkursanpassungen für Länder, deren gesamtwirtschaftliche Daten nicht solide sind, und der Wahrung von Wechselkursstabilität unter den übrigen Ländern wäre natürlich nicht leicht zu bewerkstelligen, weder technisch noch wenn das Realignment politische Entscheidungen erfordert. Eine Versuchung könnte darin bestehen, die Wechselkurse allzu bereitwillig zu ändern. Dies könnte die disziplinierende Wirkung von Wechselkursbindungen auf das Verhalten der Regierungen und/oder Marktteilnehmer abschwächen. Zu große oder zu häufige Leitkursanpassungen könnten überdies die Wechselkursrelationen auch bei solchen Ländern verzerren, deren Fundamentaldaten solide sind. Ein möglicher Ausweg könnte darin bestehen, die Wechselkursbindungen zwischen diesen Ländern noch zu verstärken und den Übergang dieser Länder zur Währungsunion zu beschleunigen. Einige Länder mögen eine solche Perspektive als akzeptabel ansehen, andere nicht. Die Alternative bedeutet aber, an den jetzigen heterogenen und potentiell sehr instabilen Wechselkursvereinbarungen festzuhalten, einschließlich des Floatens zweier wichtiger Währungen.

Auch für frei schwankende Wechselkurse kann die spektakuläre Erhöhung der Kapitalmobilität ernsthafte Probleme mit sich bringen. Die Marktkräfte

haben zeitweise, wenngleich manchmal in Kombination mit einer unangemessenen Politik, riesige mittelfristige Veränderungen der realen gewogenen Wechselkurse herbeigeführt, die – auch ohne die Sicherheit der rückblickenden Betrachtung – eindeutig nicht mehr im Einklang mit den Erfordernissen des binnen- und außenwirtschaftlichen Gleichgewichts standen. Solche Wechselkursverzerrungen erhöhen die Unsicherheit für die Verantwortlichen in den Unternehmen, und damit entsteht das Risiko, daß Investitionsentscheidungen hinausgeschoben oder rückgängig gemacht werden und daß es zu einer internationalen Fehlallokation der produktiven Ressourcen und zu starkem protektionistischem Druck kommt. Die Gefahr ist gegeben, daß solche Verzerrungen der Wechselkurse erneut entstehen, die dann besonders großen Schaden anrichten könnten, wenn sie zwischen den Währungen von Ländern mit engen Handelsbeziehungen entstünden. Dies ist der Grund, weshalb versucht werden sollte, sie in Grenzen zu halten.

Diese Begrenzung wird jedoch, so wünschenswert sie auch ist, durch das veränderte Umfeld erschwert. Zwar kann eine sehr kurzfristige Instabilität an den Devisenmärkten in gewissem Umfang durch zur richtigen Zeit eingesetzte Interventionen geglättet werden, und die mittelfristigen Ausschläge der realen Wechselkurse können durch eine fundierte und mit den außenwirtschaftlichen Gegebenheiten zu vereinbarende Wirtschaftspolitik gemildert werden. Aber die Chancen für eine erfolgreiche Begrenzung außerhalb des disziplinierenden Rahmens einer ausdrücklichen Wechselkursfestlegung sollten nicht überschätzt werden.

Da Schwankungen der realen Wechselkurse große Wirkung auf die Binnenwirtschaft haben, müssen auch die Länder mit jetzt floatenden Währungen den Wechselkurs bei der Festlegung ihrer geldpolitischen und sonstigen Strategien nach wie vor berücksichtigen, obwohl sie im Moment keine explizite Wechselkursbindung haben. Bisher haben günstige Bedingungen erhebliche Senkungen der kurzfristigen Zinssätze ermöglicht: In den letzten Monaten haben sich die Wechselkurse der jetzt frei schwankenden europäischen Währungen nach ihrem anfänglichen Fall offenbar stabilisiert (oder sogar befestigt), und ein verstärkter Preisauftrieb läßt sich nicht beobachten. Dennoch müssen diese Länder weiterhin vor den Inflationsgefahren auf der Hut – und zu Zinserhöhungen bereit – sein, wenn ein Stimmungswandel an den Devisenmärkten einen zu starken Wertverlust ihrer Währungen zu bewirken droht. Die schwer errungenen Erfolge bei der Rückführung der Inflation könnten leicht wieder verlorengehen.

Wenn die allgemeine Wachsamkeit gegenüber der Inflation beibehalten und allen Wirtschaftsakteuren unmißverständlich zu erkennen gegeben wird, bestehen insgesamt gute Aussichten, daß die Inflation niedrig gehalten werden kann. Es darf nicht übersehen werden, daß die niedrigen Preissteigerungsraten, die im gesamten Verlauf der jetzigen Konjunkturphase verzeichnet wurden, anders als 1986 keine Einmaleffekte von Preisrückgängen oder anderen Sonderinflüssen widerspiegeln, sondern das Ergebnis mehrerer Jahre entschlossener stabilitätsorientierter Geldpolitik sind. Bisher gibt es kaum Anzeichen dafür, daß die Inflation in den Ländern, die die Rezession überwunden haben, wieder an Fahrt gewinnt. Vielmehr dürfte die beachtliche Produktivitätsentwicklung in



einigen dieser Länder – die ihrerseits möglicherweise durch den Zwang zur Kostensenkung in einem von niedrigen Preissteigerungsraten geprägten Umfeld bedingt ist – dazu beitragen, die künftige Zunahme der Lohnstückkosten niedrig zu halten. Der Schlüssel zum Erfolg an der Inflationsfront bleibt freilich die Geldpolitik, und diese hat, wie schon gesagt, eine schwere Aufgabe vor sich.

Was den Lohn einer niedrigen Inflation betrifft, so ist die Erfahrung der Entwicklungsländer ermutigend. Einer der Faktoren, die zu dem eindrucksvollen Wachstum der jungen Industriestaaten und anderer Länder Asiens beigetragen haben, ist deren niedrige Preissteigerungsrate. Auch in den meisten lateinamerikanischen Ländern wurde die Inflation durch den neuen Stabilitätskurs zurückgeführt, und nachdem die Schuldenlasten beträchtlich reduziert wurden, ist das Produktionswachstum höher als in den achtziger Jahren. Verglichen mit früheren Entwicklungen in Lateinamerika zeigt diese jüngste Erfahrung, daß dem Wachstum zwar vorübergehend ein zusätzlicher Impuls gegeben werden kann, indem eine höhere Inflation und eine Ausweitung der Auslandsschulden toleriert werden, daß ein nachhaltiges Wachstum auf lange Sicht jedoch nur in einem stabilen, von niedrigen Inflationsraten geprägten Umfeld möglich ist.

Neben der niedrigen Inflation waren eine hohe Ersparnis und umfangreiche Investitionen gepaart mit niedrigen Haushaltsdefiziten (oder Überschüssen) und einer starken Produktivitätssteigerung die Hauptmerkmale des beachtlichen Wachstums in den jungen Industrieländern und versetzten diese in die Lage, den Einfluß des schwächeren Importwachstums in den Industrieländern auszugleichen. Dabei werden die jungen Industrieländer ihrerseits – trotz Sparquoten von 35% oder darüber – noch von anderen höchst wettbewerbsfähigen Ländern in Asien herausgefordert. Wie in den stärker entwickelten Ländern könnte ihr Wachstum auf kürzere Sicht daher niedriger sein als in der Vergangenheit, weil ihre Wettbewerbsfähigkeit abnimmt. Aber dies ist ohne Frage eine der erfreulichsten Nachrichten im Berichtszeitraum: Der Entwicklungsprozeß in vordem armen Ländern erfaßt ein Land nach dem anderen, zur Zeit im Fernen Osten und zunehmend auch in Lateinamerika. Es ist zu hoffen, daß dieser Prozeß des Voneinanderlernens nicht so bald zum Stillstand kommt.

Basel, 27. Mai 1993

ALEXANDRE LAMFALUSSY  
Generaldirektor

# Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung

vom 31. März 1993



# Bilanz vom 31. März 1993

(in Goldfranken – siehe Anmerkung 1)

## Aktiva

Gold .....		4 726 895 651
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken .....		7 557 219
Schatzwechsel .....		2 175 383 708
Terminguthaben und Kredite		
Gold		
bis zu 3 Monaten .....	158 973 875	
von mehr als 3 Monaten .....	254 015 099	
Währungen		
bis zu 3 Monaten .....	35 280 021 131	
von mehr als 3 Monaten .....	<u>5 903 854 656</u>	
		41 596 864 761
Staats- und andere Wertpapiere		
bis zu 3 Monaten .....	8 210 111 292	
von mehr als 3 Monaten .....	<u>3 218 167 017</u>	
		11 428 278 309
Verschiedenes .....		31 469 810
Land, Gebäude und Geschäftsausstattung .....		<u>1</u>
		<u>59 966 449 459</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 1993: 110 573 384 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		30 070 313
Allgemeiner Reservefonds	672 816 157		703 116 157
Besonderer Dividenden-Reservefonds	42 530 055		47 530 055
Freier Reservefonds	603 066 872		668 766 872
		1 348 483 397	1 449 483 397
Einlagen (Gold)			
Zentralbanken			
auf Sicht	4 334 083 270		
bis zu 3 Monaten	29 967 132		
von mehr als 3 Monaten	3 204 883		
Andere Einleger			
auf Sicht	399		
		4 367 255 684	4 367 255 684
Einlagen (Währungen)			
Zentralbanken			
auf Sicht	1 755 962 355		
bis zu 3 Monaten	47 699 381 714		
von mehr als 3 Monaten	863 467 791		
Andere Einleger			
auf Sicht	89 375 240		
bis zu 3 Monaten	1 737 255 922		
von mehr als 3 Monaten	2 308 893		
		52 147 751 915	52 147 751 915
Vorsorgesystem des Personals		172 105 388	172 105 388
Verschiedenes		1 495 254 533	1 495 254 533
Gewinn- und Verlustrechnung		139 895 417	—
Dividende, zahlbar am 1. Juli 1993		—	38 895 417
		59 966 449 459	59 966 449 459

**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 1993 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, 30. April 1993

PRICE WATERHOUSE



# Gewinn- und Verlustrechnung

für das am 31. März 1993 abgeschlossene Geschäftsjahr  
(in Goldfranken)

Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen .....	211 683 340
---	-------------

## Abzüglich: Verwaltungskosten

Verwaltungsrat .....	755 908	
Direktion und Personal .....	32 182 425	
Geschäfts- und Bürokosten .....	16 317 288	49 255 621

Geschäftsertrag .....	162 427 719
-----------------------	-------------

## Abzüglich: Zuweisungen an

Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten .....	3 295 256	
Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung .....	19 237 046	22 532 302

Reingewinn für das am 31. März 1993 abgeschlossene Geschäftsjahr .....	139 895 417
---	-------------

Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung,  
den Reingewinn in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie  
folgt zu verwenden:

Dividende: 240 Schweizer Franken auf 473 125 Aktien .....	38 895 417
	101 000 000

Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds .....	30 300 000
	70 700 000

Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds ....	5 000 000
	65 700 000

Zuweisung an den Freien Reservefonds .....	65 700 000
	—

# Veränderung der Reserven der Bank

während des am 31. März 1993 abgelaufenen Geschäftsjahres  
(in Goldfranken)

## I. Zusammensetzung der Reserven nach Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1992–93

	Gesetzlicher Reservefonds	Allgemeiner Reservefonds	Besonderer Dividenden- Reservefonds	Freier Reservefonds
Stand am 1. April 1992 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 1991–92	30 070 313	672 816 157	42 530 055	603 066 872
Zuzüglich: Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1992–93 .....	—	30 300 000	5 000 000	65 700 000
Stand am 31. März 1993 laut Bilanz .....	30 070 313	703 116 157	47 530 055	668 766 872

## II. Dem eingezahlten Kapital und den Reservefonds per 31. März 1993 (nach Gewinnverwendung) standen gegenüber:

	Eingezahltes Kapital	Reserven	Zusammen
Nettoaktiva in			
Gold .....	295 703 125	366 352 433	662 055 558
Währungen .....	—	1 083 130 964	1 083 130 964
	295 703 125	1 449 483 397	1 745 186 522



## Verwaltungsrat

Bengt Dennis, Stockholm  
Vorsitzender des Verwaltungsrats,  
Präsident der Bank

The Rt. Hon. Lord Richardson of Duntisbourne, London  
Stellvertretender Vorsitzender

Bernard Clappier, Paris  
Dr. Lamberto Dini, Rom  
Dr. W.F. Duisenberg, Amsterdam  
Dr. Antonio Fazio, Rom  
Prof. Dr. Leonhard Gleske, Frankfurt a.M.  
Jacques de Larosière, Paris  
The Rt. Hon. Robert Leigh-Pemberton, London  
Dr. Markus Lusser, Zürich  
Prof. Dr. Helmut Schlesinger, Frankfurt a.M.  
Alfons Verplaetse, Brüssel  
Philippe Wilmès, Brüssel

### *Stellvertreter*

A.D. Crockett, London, oder  
T.A. Clark, London  
Hervé Hannoun, Paris, oder  
André Robert, Paris  
Jean-Jacques Rey, Brüssel  
Dr. Carlo Santini, Rom  
Dr. Hans Tietmeyer, Frankfurt a.M., oder  
Dr. Wolfgang Rieke, Frankfurt a.M.

## Direktion

Alexandre Lamfalussy	Generaldirektor
Rémi Gros	Beigeordneter Generaldirektor, Chef der Bankabteilung
Dr. Giampietro Morelli	Generalsekretär, Abteilungschef
Dr. Horst Bockelmann	Volkswirtschaftlicher Berater, Chef der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
G.M. Gill	Stellvertretender Chef der Bankabteilung, Direktor
Marten de Boer	Direktor, Operationelle Sicherheit, Buchhaltung und Finanzkontrolle
Dr. Renato Filosa	Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Prof. Dr. Mario Giovanoli	Rechtsberater, Direktor
Jean Vallet	Stellvertretender Generalsekretär
André Bascoul	Stellvertretender Direktor, Generalsekretariat
Dr. Kurt Spinnler	Stellvertretender Direktor, Bankabteilung
Dr. Joseph R. Bisignano	Stellvertretender Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Jean-Claude Dagassan	Beigeordneter Direktor, EFWZ-Agent
P.C. Bridge	Beigeordneter Direktor, Bankabteilung
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
F.C. Musch	Generalsekretär des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
J.A. Bispham	Beigeordneter Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Daniel Lefort	Beigeordneter Direktor, Rechtsdienst
<hr/>	
Dr. Gunter D. Baer	Generalsekretär des Ausschusses der Präsidenten der Zentralbanken der Mitgliedstaaten der EWG



