

---

BANK FÜR INTERNATIONALEN  
ZAHLUNGS AUSGLEICH

---

66. JAHRESBERICHT

1. APRIL 1995–31. MÄRZ 1996

BASEL, 10. JUNI 1996

---

# Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

## 66. Jahresbericht

1. April 1995–31. März 1996

Basel, 10. Juni 1996

---



© Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 1996  
CH-4002 Basel, Schweiz

Alle Rechte vorbehalten. Kurze Auszüge dürfen reproduziert oder übersetzt werden, sofern die Quelle angegeben wird.

ISSN 1021-2485

ISBN 92-9131-396-3

Auch in Englisch, Französisch und Italienisch veröffentlicht.

# Inhaltsverzeichnis

	Seite
Vorwort .....	1
<b>I. Mittelfristige Strategien und Strukturwandel:</b>	
Warten auf den Erfolg .....	3
Mittelfristige Ausrichtung der Wirtschaftspolitik .....	4
Strukturwandel in der Realwirtschaft und an den Finanzmärkten .....	5
Geldpolitische und aufsichtsrechtliche Reaktionen im Jahr 1995 .....	7
<b>II. Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern .....</b>	
<b>Schwerpunkte .....</b>	
Nachlassendes Wachstum und anhaltende Asymmetrie .....	10
<i>Entwicklung in den drei größten Volkswirtschaften .....</i>	10
<i>Übrige europäische Länder .....</i>	11
<i>Übrige Industrieländer .....</i>	13
Wirtschaftswachstum nach Bestimmungsfaktoren und wirtschaftspolitische Maßnahmen .....	15
<i>Einige gemeinsame Merkmale .....</i>	16
<i>Finanz- und Geldpolitik .....</i>	16
<i>Das „Doppelproblem“ hoher Arbeitslosigkeit und hoher Staatsdefizite .....</i>	18
Unterschiedliche Entwicklungen am Arbeitsmarkt .....	20
<i>Flexibilität der Arbeitsmärkte: Indikatoren und Konsequenzen .....</i>	20
<i>Starre Strukturen im Lohnbereich .....</i>	22
<i>Hohe Arbeitskosten .....</i>	24
<i>Zusammenfassung und Ausblick .....</i>	25
Fast überall niedrigere Inflationsraten .....	26
<i>Entwicklung der Preise, Lohnstückkosten und Gewinnspannen .....</i>	27
<i>Grundstrukturen und Verhalten an den Güter- und Arbeitsmärkten .....</i>	27
Welthandel, Leistungsbilanzen und Wechselkurse .....	30
<i>Welthandel .....</i>	31
<i>Leistungsbilanzen .....</i>	31
<b>III. Entwicklungen in der übrigen Welt .....</b>	
<b>Schwerpunkte .....</b>	
Inlandsnachfrage, Exporte und wirtschaftspolitische Reaktionen .....	37
Bedeutende Entwicklungen in einzelnen Ländern .....	39
<i>Mexiko und Argentinien .....</i>	44
<i>Brasilien .....</i>	44
<i>Sonstige Länder Lateinamerikas .....</i>	47
<i>Ostasien .....</i>	48
<i>Südostasien .....</i>	48
<i>Indien .....</i>	50
<i>Osteuropa .....</i>	52
<i>Rußland .....</i>	52
Steigende Sparquoten .....	54
Steigende Sparquoten .....	55

	Seite
IV. Geldpolitik in den Industrieländern .....	58
Schwerpunkte .....	58
Geldpolitik in den drei größten Volkswirtschaften .....	58
USA .....	59
Japan .....	61
Deutschland .....	63
Geldpolitik in anderen Ländern des EWS-Wechselkursmechanismus .....	65
Frankreich .....	66
Kleinere Länder im EWS-Wechselkursmechanismus .....	67
Geldpolitik in Ländern mit Inflationszielen .....	67
Wechselkurse und geldpolitische Ausrichtung .....	73
Aspekte der Inflationssteuerung .....	74
Inflationsziele als geldpolitisches Konzept .....	74
Ausgestaltung des Rahmens zur Inflationssteuerung .....	75
V. Inländische Finanzmärkte und Finanzinstitute in den Industrieländern ..	79
Schwerpunkte .....	79
Preisentwicklung von Vermögenswerten .....	79
Anleihen .....	79
Aktien .....	84
Immobilienpreise .....	87
Bankensektor .....	89
Jüngste Geschäfts- und Ertragsentwicklung .....	89
Notwendigkeit längerfristiger Restrukturierungsmaßnahmen .....	91
Besonderheiten des Restrukturierungsprozesses .....	94
Risiken des Restrukturierungsprozesses .....	97
Beurteilung der Risiken .....	98
Herausforderungen für die Zukunft .....	100
VI. Wechselkurse und Kapitalverkehr in den Industrieländern .....	103
Schwerpunkte .....	103
Die Devisenmarkterhebung 1995 .....	105
US-Dollar, Yen und D-Mark .....	107
Kapitalverkehr und Yen .....	107
Konjunkturzyklen und D-Mark .....	113
Entwicklung der weltweiten Währungsreserven .....	115
Fundamentaler Wert des US-Dollars: drei Ansätze .....	117
Europäische Währungen und kanadischer Dollar .....	119
Ein gemeinsamer Faktor .....	119
Einmalige Entwicklungen in Europa .....	122
Marktaussichten für die europäische Währungsunion .....	124
Kanadischer Dollar .....	125
Goldpreis .....	126
VII. Kapitalverkehr und Finanzsysteme in den aufstrebenden Volkswirtschaften .....	127
Schwerpunkte .....	127
Kapitalbewegungen nach der Mexiko-Krise .....	128
Gesamtwirtschaftliche Stabilität und Stärke des Finanzsystems .....	131
Wertpapiermärkte .....	133
Bankensystem und Kreditwachstum .....	136
Institutionelle Gegebenheiten .....	138
Grundsätzliche Fehler im Bankmanagement .....	141

	Seite
Bankenaufsicht .....	142
Probleme in der Übergangsphase .....	145
Kontrolle des Kreditwachstums .....	145
Bankenkrisen .....	147
Nachteilige Konsequenzen .....	152
 VIII. Internationale Finanzmärkte .....	 154
Schwerpunkte .....	154
Das internationale Bankgeschäft .....	156
<i>Entwicklung nach Währungen, Finanzplätzen und Nationalität</i> <i>der berichtenden Banken</i> .....	 157
Geschäft mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets .....	159
Internationale Konsortialkredite .....	161
Die internationalen Wertpapiermärkte .....	162
Sektor und Sitzland der Emittenten .....	163
Aufgliederung der Emissionen nach Währungen .....	165
Instrumentkategorien .....	165
Aufsichtsrechtliche Entwicklungen .....	168
Die Märkte für derivative Instrumente .....	169
Börsengehandelte Instrumente .....	170
Außerbörsliche Instrumente .....	173
Die Erhebung der Zentralbanken zum Geschäft an den Derivatmärkten .....	174
Derivate, Regulierung und Risikomanagement .....	178
 IX. Schlußbemerkungen: Wahren der Stabilität in einem sich wandelnden Umfeld .....	 180
Wahrung der Preisstabilität .....	181
Wahrung der Stabilität im Finanzsektor .....	184
Förderung der internationalen Kooperation im Finanzbereich .....	187
 -----	
Die Tätigkeit der Bank .....	189
Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen ...	189
Die Bank als Agent und Treuhänder .....	195
<i>Agent des Verrechnungs- und Saldenausgleichssystems für private ECU</i> .....	195
<i>Treuhänder für internationale Staatsanleihen</i> .....	195
<i>Pfandhalter für brasilianische Anleihen</i> .....	195
Finanzhilfe für Zentralbanken .....	196
Die Tätigkeit der Bankabteilung .....	196
<i>Passiva</i> .....	196
<i>Aktiva</i> .....	197
Der Reingewinn und seine Verwendung .....	197
Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion .....	198
 Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1996 .....	 201
 Verwaltungsrat .....	 214
 Direktion .....	 215

Die Kapitel dieses Berichts wurden nacheinander zwischen dem 15. und 24. Mai 1996 abgeschlossen.



## Verzeichnis der Grafiken (\*) und Tabellen

	Seite
<b>Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern</b>	
BIP-Wachstum und unausgeschöpftes Wachstumspotential* .....	10
Nominaler und realer gewogener Außenwert* .....	12
Beitrag zum BIP-Wachstum: Inlandsnachfrage und Außenbeitrag* .....	15
Ersparnis der privaten Haushalte in den jüngsten Aufschwungphasen: ausgewählte Länder .....	17
Wachstum der Reallöhne und des Verbrauchs* .....	18
Finanzierungssaldo und Verschuldung der öffentlichen Haushalte .....	19
Haushaltssalden, Arbeitslosigkeit und Wachstum* .....	20
Arbeitsmärkte: ausgewählte Indikatoren* .....	21
Beschäftigungswachstum, Schaffung neuer Arbeitsplätze und Arbeitsmarktflexibilität .....	22
Meßgrößen des Realeinkommens und der Produktion pro Kopf* .....	24
Gesamtarbeitskosten in der verarbeitenden Industrie: ausgewählte Länder .....	26
Verbraucherpreise und Lohnstückkosten .....	28
Indikatoren der Güterpreise, Kosten und Nettogewinne* .....	29
Indikatoren des Welthandels* .....	32
Wettbewerbsfähigkeit, Position im Konjunkturzyklus und Leistungsbilanzen* .....	33
Leistungsbilanzsalden der Industrieländer .....	34
<b>Entwicklungen in der übrigen Welt</b>	
Wachstum, Inflation und Ersparnis .....	38
Handelsbilanz und Inlandsnachfrage* .....	39
Leistungsbilanz und Außenhandel .....	41
Wechselkurse und Inflationsraten in ausgewählten Ländern .....	43
Inflationsraten, Realzinssätze und Wechselkurse* .....	45
Handelsbilanzen und Industrieproduktion in Lateinamerika* .....	47
Indikatoren des Nachfragedrucks 1995 .....	49
Wechselkurstrends in Südostasien* .....	51
Rubel und Zinssätze* .....	55
<b>Geldpolitik in den Industrieländern</b>	
USA* .....	59
US-Tagesgeldsatz* .....	60
Japan* .....	62
Deutschland* .....	64
Geldmengenwachstum und Renditenstrukturkurve* .....	65
Frankreich* .....	66
Zinssätze und Inflationsraten in ausgewählten Ländern* .....	68
Inflation und Inflationsziele in ausgewählten Ländern* .....	69
Zinssätze und Wechselkurse in ausgewählten Ländern* .....	70

	Seite
Indikatoren der Inflationsaussichten in ausgewählten Ländern .....	72
Inflationsziele in ausgewählten Ländern .....	76

### Inländische Finanzmärkte und Finanzinstitute in den Industrieländern

Anleiherenditen* .....	80
Ausgewählte Indikatoren für die Hebelwirkung („Leverage“) auf den internationalen Anleihemärkten .....	81
Volatilität der Anleiherenditen* .....	82
Asymmetrisches Hedging an ausgewählten Anleihemärkten* .....	83
Aktienindizes .....	84
Kurs-Gewinn-Verhältnisse und Anleiherenditen* .....	85
Indikatoren der Aktienkursbewertung .....	86
Volatilität und asymmetrisches Hedging am US-Aktienmarkt* .....	87
Nominale und inflationsbereinigte Immobilienpreise .....	88
Rentabilität großer Banken 1994 und 1995 .....	89
Bilanzkennzahlen für die Ertragslage der Banken in längerfristiger Perspektive .....	90
Kursentwicklung der Bankaktien in längerfristiger Perspektive .....	91
Kredite und reale aggregierte Preise für Vermögenswerte* .....	93
Restrukturierung des Bankensektors:	
Zahl der Bankinstitute und Konzentrationsgrad .....	94
Restrukturierung des Bankensektors: Zahl der Zweigniederlassungen .....	95
Restrukturierung des Bankensektors: Beschäftigte und Personalaufwand .....	96
Fusionen und Übernahmen im Bankensektor .....	99
Reaktionen der Aktienkurse auf Fusionen und Übernahmen im Vergleich* .....	100

### Wechselkurse und Kapitalverkehr in den Industrieländern

US-Dollar: Wechselkurse gegenüber ausgewählten Währungen und nominaler gewogener Außenwert* .....	104
Außerbörsliche Devisengeschäfte .....	106
Zahlungsbilanzen der USA, Japans und Deutschlands .....	108
Internationale Anleihe- und Aktientransaktionen .....	109
Private Portfolioströme von Japan in die USA* .....	110
Yen und US-Dollar* .....	111
Wahrscheinlichkeitsverteilungen des Yen und der D-Mark gegenüber dem US-Dollar* .....	112
Zinsterminsätze* .....	114
D-Mark und US-Dollar* .....	115
Offizielle Währungsreserven .....	116
Kaufkraftparität und fundamentaler Gleichgewichtswert des US-Dollars, geschätzt .....	118
US-Dollar: Anteil an Währungsreserven, internationalen Vermögenswerten und BIP der G10-Länder* .....	119
Wechselkurse europäischer Währungen gegenüber der D-Mark* .....	120
Wechselkurssensitivität bei Veränderungen der D-Mark gegenüber dem US-Dollar* .....	121
Französischer Franc und D-Mark* .....	123
Veränderungen der Terminkurse gegenüber der D-Mark* .....	125
Goldpreis und Volatilität* .....	126

## Kapitalverkehr und Finanzsysteme in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Zinssätze in den Industrieländern und Preise der Finanzaktiva in den aufstrebenden Volkswirtschaften*	128
Kapitalströme nach Asien und Lateinamerika	130
Wertpapiermärkte	134
Volatilität der Wechselkurse, Zinssätze und Aktienmärkte	135
Volatilität makroökonomischer Indikatoren und aggregierter Bankbilanzpositionen	137
Volatilität des Bankgeschäfts und des BIP im Vergleich*	137
Indikatoren der Bankenstruktur	139
Kennzahlen für die Ertragskraft der Banken*	140
Zunahme der Bankkredite an den privaten Sektor im Verhältnis zum BIP-Wachstum	147
Notleidende Kredite in Prozent der gesamten Kredite	148

## Internationale Finanzmärkte

Internationale Finanzierung*	154
Nettofinanzierung an den internationalen Märkten (Schätzung)	155
Hauptmerkmale des internationalen Bankgeschäfts	156
Internationale Bankkredite*	157
Aufgliederung des internationalen Bankkreditgeschäfts nach Währung und Nationalität*	158
Geschäft der Banken mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets	159
Internationale Bankkredit- und Wertpapierfinanzierungen in Asien und Lateinamerika*	160
Hauptmerkmale der internationalen Wertpapieremissionen	163
Internationale Zinssätze*	164
Mittelaufnahme an den Wertpapiermärkten nach Sektor und Sitzland des Emittenten	166
Hauptmerkmale des internationalen Anleihemarktes*	167
Märkte für ausgewählte derivative Finanzinstrumente	170
Börsengehandelte Derivate	171
Umsatz börsengehandelter Financial Futures und Optionen*	172
Neue Zins- und Währungsswaps*	174
Der außerbörsliche Derivatmarkt Ende März 1995	175



## 66. Jahresbericht

*an die ordentliche Generalversammlung  
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich  
am 10. Juni 1996 in Basel*

Hiermit darf ich den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 66. Geschäftsjahr (1. April 1995–31. März 1996) vorlegen. Die Darstellung des Jahresabschlusses am Schluß des Berichts wurde in einigen Punkten geändert. Die Vergleichbarkeit der Daten gegenüber den Vorjahren wird dadurch jedoch nicht beeinträchtigt.

Nach Zuweisung von 3 529 792 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und 3 073 940 Goldfranken an die Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und Erneuerung der Geschäftsausstattung ergab sich für das Geschäftsjahr ein Reingewinn von 181 333 300 Goldfranken. Im Vorjahr hatte er 162 408 716 Goldfranken betragen.

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 53 333 300 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 260 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 38 400 000 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds, 3 000 000 Goldfranken dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den verbleibenden Betrag von 86 600 000 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1995/96 den Aktionären am 1. Juli 1996 gezahlt.

Basel, 23. Mai 1996

ANDREW CROCKETT  
Generaldirektor



# I. Mittelfristige Strategien und Strukturwandel: Warten auf den Erfolg

Die Weltwirtschaft entwickelte sich 1995 allgemein günstig, worin die positiven Effekte größerer wirtschaftspolitischer Disziplin und zunehmenden Vertrauens in die Marktkräfte sowohl in den entwickelten Volkswirtschaften als auch in den Entwicklungsländern deutlich wurden. Trotz einer Reihe von Schocks an den Finanzmärkten, darunter der Mexiko-Krise Anfang 1995, funktionierte das internationale Finanzsystem weiterhin reibungslos und bewältigte auch die neuerliche Ausweitung der Transaktionsvolumina ohne Schwierigkeiten. Dies ist wohl nicht zuletzt dem günstigen Einfluß in der Vergangenheit eingeleiteter Schritte zu verdanken, haben doch die Überwachungsinstanzen zunehmend auf die Notwendigkeit besserer Risikomanagement-Verfahren auf der Ebene der einzelnen Institute und sonstiger Maßnahmen zur Sicherung der Stabilität des Finanzsystems hingewiesen.

Eine wichtige Rolle spielte im Berichtszeitraum die Befürchtung, daß sich die Konjunktur in den Industrieländern übermäßig verlangsamten könnte (s. Kapitel II). Zu einem großen Teil scheint das Nachlassen der Auftriebskräfte durch den Zinsanstieg im Jahr 1994 und den damit zusammenhängenden Lagerzyklus verursacht worden zu sein. Weitere Bremsfaktoren waren vermutlich Übergangsprobleme, die sich zum einen aus der Ausrichtung auf mittelfristige wirtschaftspolitische Ziele und zum anderen aus strukturellen Veränderungen in den Volkswirtschaften ergaben. Erstere dürften von selbst verschwinden, wenn die positiven Effekte der Haushaltskonsolidierung und der Preisstabilität deutlicher werden. Dagegen dürfte der Anpassungsdruck in der Weltwirtschaft, der von wechselseitig wirkenden Veränderungen in Handel und Technologie ausgeht, für die Marktteilnehmer ebenso wie für die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger eine Herausforderung bleiben.

Die Finanzmärkte in den Industrieländern (s. Kapitel V) erwarteten mittelfristig allgemein sowohl ein beständiges reales Wachstum als auch Preisstabilität. Die Anleiherenditen sanken 1995 in den meisten Industrieländern stetig, in vielen Fällen sogar fast wieder auf den Stand vor dem Beginn ihres Anstiegs 1994. Leicht rückläufig war auch die 1994 verlangte Zinsprämie für Anleihen von Ländern, die aufgrund traditionell hoher Inflationsraten und hoher Haushalts- oder Leistungsbilanzdefizite als risikoreicher eingestuft wurden. Die Aktienmärkte, insbesondere in den USA, entwickelten sich sehr lebhaft, worin sich die Erwartung widerspiegelte, daß sich die gute aktuelle Gewinnsituation fortsetzen würde und die Nominalzinsen niedrig bleiben würden. Selbst als die Anleiherenditen Anfang 1996 infolge einer positiven Entwicklung der Konjunkturindikatoren in Japan und den USA hochschnellten, tendierten die Aktienkurse in beiden Ländern aufgrund erwarteter Ertragssteigerungen bis Mitte April weiterhin recht fest.

Die Wirtschaftsentwicklung in den Entwicklungsländern (s. Kapitel III) einschließlich der im Übergang befindlichen ehemaligen Staatshandelsländer verlief

1995 ebenfalls insgesamt positiv. Südostasien verzeichnete erneut sehr hohe Wachstumsraten, und in Osteuropa sowie in den afrikanischen Ländern südlich der Sahara wurden die 1994 erzielten Erfolge konsolidiert. In der ehemaligen Sowjetunion ging die Produktion zwar weiter zurück, jedoch mit weitaus geringerem Tempo, und die Hoffnung wuchs, daß die makroökonomische Stabilisierung und die Privatisierung bald die ersten sichtbaren Früchte tragen würden. Sogar in den meisten lateinamerikanischen Ländern erreichten die Wachstumsraten wiederum ein beachtliches Niveau; allerdings bildeten Mexiko und Argentinien über weite Strecken des Jahres wichtige Ausnahmen, was angesichts der Mexiko-Krise nicht verwunderlich ist. Die Inflationsraten in den Entwicklungsländern sind im allgemeinen immer noch zu hoch, wobei das Problem durch Haushaltsdefizite oft noch verstärkt wird. In immer mehr Ländern zielt die Wirtschaftspolitik jedoch ausdrücklich darauf ab, die Inflation zu senken, und etliche Länder haben auch bereits beachtliche Erfolge zu verzeichnen.

Das Zusammenspiel üblicher konjunktureller Unwägbarkeiten mit den kumulativen Einflüssen vieler noch nicht abgeschlossener struktureller Veränderungen haben die Formulierung einer wirtschaftspolitischen Strategie und ihre Durchführung in den letzten Jahren schwieriger gemacht. In einem solchen Umfeld erhöhter Unsicherheit ist es besonders wichtig, daß die Entscheidungsträger ihre Zielsetzungen ganz deutlich offenlegen, nämlich eine mittelfristig tragfähige Politik zu verfolgen. Es sollte außerdem darauf hingewirkt werden, dem Druck zur Strukturveränderung durch Anpassung und nicht durch Widerstand zu begegnen. Soweit die strukturellen Veränderungen durch technologischen Fortschritt bedingt sind, würde sich Widerstand ohnehin als nutzlos erweisen. Überdies müßten dann dauerhafte volkswirtschaftliche Kosten akzeptiert werden, um Kosten, die lediglich in der Übergangsphase anfallen, zu vermeiden. Für zukunftsorientierte Politiker dürfte dies kein guter Handel sein.

### Mittelfristige Ausrichtung der Wirtschaftspolitik

1995 verstärkte sich in vielen Ländern die Entschlossenheit der wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger, mittelfristige Ziele der dauerhaften Haushaltskonsolidierung und der Preisstabilität zu verfolgen. In einigen Entwicklungsländern und in zahlreichen als risikoreicher eingeschätzten Industrieländern war dies ein Nebenprodukt größerer Marktdisziplin, dem die Ereignisse im Umfeld der Mexiko-Krise noch zusätzlich Nachdruck verliehen. In mehreren westeuropäischen Ländern wirkte die wachsende Konzentration auf die Erfüllung der Maastricht-Kriterien für den Beitritt zur Wirtschafts- und Währungsunion in eine ähnliche Richtung. In den USA wurden das entschlossene Handeln der Federal Reserve im Jahr 1994, um dem Inflationsdruck vorzubeugen, und ihre vorsichtige Reaktion auf Anzeichen einer konjunkturellen Abschwächung 1995 von den Märkten allgemein als ein Beweis dafür gesehen, daß die Entscheidungsträger an dem Ziel längerfristiger Preisstabilität festhalten. In engem Zusammenhang mit diesen Entwicklungen stand die zunehmende Bereitschaft der Verantwortlichen in vielen Industrieländern, öffentlich einzuräumen, daß gegen die Last der rasch wachsenden Sozialversicherungsverpflichtungen etwas unternommen werden muß, wenn die öffentlichen Haushalte auf Dauer tragfähig werden sollen.



Die Finanzmärkte reagierten äußerst positiv auf diese Anzeichen der sich festigenden Orientierung an mittelfristigen Zielen. Wie schon angemerkt, zogen sowohl die Anleihe- als auch die Aktienkurse per saldo kräftig an, und die Volatilität an den Finanzmärkten verringerte sich etwas, wodurch wiederum die Nachfrage nach börsengehandelten derivativen Finanzinstrumenten gedämpft wurde. Vor diesem Hintergrund erreichte der Nettoabsatz internationaler Wertpapiere 1995 fast Rekordumfang, und der Zufluß privaten Kapitals in die aufstrebenden Länder blieb hoch (s. Kapitel VII). Besonders beliebte Anlageziele waren Südostasien und Brasilien, aber auch Mexiko und Argentinien erhielten wieder Zugang zu den internationalen Wertpapiermärkten, wobei allerdings die Emissionen des öffentlichen Sektors am besten aufgenommen wurden. All dies dürfte nachfragefördernd gewirkt haben, und zwar nicht nur in den aufstrebenden Volkswirtschaften, sondern auch in den Industrieländern.

Nachdem die positiven Auswirkungen dieser wirtschaftspolitischen Kursänderungen aufgezeigt wurden, wäre es unvorsichtig, nicht auch auf eine Reihe vorübergehender Schwierigkeiten hinzuweisen, die die jüngste Abschwächung des Wirtschaftswachstums in einigen Industrieländern beschleunigt haben dürften. So hatte die Verpflichtung auf Preisstabilität beispielsweise unverhältnismäßig starken Einfluß auf die Preise für Vermögenswerte, die zuvor durch Erwartungen eines anhaltenden Preisauftriebs bestimmt worden waren. Gedämpfte Preise für Wohneigentum in einer Anzahl von Ländern dürften wiederum einer der Gründe dafür gewesen sein, daß das Stimmungsbild der Verbraucher eingetrübt blieb und die Konsumausgaben in den letzten Jahren allgemein niedrig waren. Entsprechend dürften Bedenken hinsichtlich des Wertes von Sicherheiten die Banken in mehreren Ländern, darunter Japan, zu größerer Vorsicht bei der Kreditvergabe veranlaßt haben, was insbesondere die kleinen und mittleren Unternehmen zu spüren bekamen. Ferner spielten in den meisten Industrieländern – außer in Japan – haushaltspolitische Sparmaßnahmen 1995 eine erhebliche Rolle. Diese hatten auf kurze Sicht einen direkten Ausgabeneffekt, und möglicherweise wurde durch sie sogar die private Ersparnis gefördert, da die künftigen staatlichen Transferleistungen zweifelhafter und Steuersenkungen weniger wahrscheinlich erschienen.

Angesichts solcher möglichen Übergangseffekte ist es um so wichtiger, daß die Verpflichtung auf mittelfristige Ziele als glaubwürdig eingeschätzt wird und daß in vollem Umfang Nutzen aus den niedrigeren und weniger volatilen Zinssätzen gezogen wird. An den Märkten zeigt sich immer noch Unsicherheit über die Haushaltsvereinbarung in den USA, den Übergang zur Wirtschafts- und Währungsunion in Europa und die kurzfristigen Aussichten für die Stabilität der Regierung mehrerer Industrieländer, und darum wird der Vorteil einer glaubwürdigen, auf mittelfristige Stabilität ausgerichteten Politik erst dann vollständig sichtbar werden, wenn sich das politische Klima beruhigt hat. Auch wenn dies möglicherweise einige Zeit dauern wird, ist die Orientierung an mittelfristigen Zielen deshalb nicht weniger erstrebenswert.

## Strukturwandel in der Realwirtschaft und an den Finanzmärkten

In den letzten Jahren hatten die Wechselwirkungen des technologischen Fortschritts und des sich ausweitenden internationalen Handels wesentliche Konsequenzen für die Preisstruktur, das Produktionsgefüge und die

Beschäftigungsaussichten in der Weltwirtschaft. Der Handel hat den Technologietransfer und wettbewerbsorientierte Innovationen gefördert, und der technologische Fortschritt hat wiederum den Handel begünstigt, indem er die Kommunikations- und Transportkosten senkte. Die Deregulierung – in vielen Fällen eine Reaktion auf diese zugrundeliegenden Einflüsse – und die zunehmende Attraktivität der Entwicklungsländer als Ziel von Direktinvestitionen lieferten weitere Impulse für strukturelle Veränderungen. Letztlich werden alle Länder von diesen Entwicklungen profitieren, aber noch hat eine Reihe von Industrieländern mit Anpassungsproblemen zu kämpfen.

Das anschaulichste Beispiel für das Wirken dieser Faktoren liefern die USA. Obwohl die Marktliberalisierung hier eine lange Tradition hat und die Unternehmen 1995 Rekordgewinne erzielten, setzten sich die Unternehmensübernahmen, Fusionen und Personalfreisetzen unvermindert fort. Zwar wurde die Arbeitslosenquote dank der hochflexiblen Arbeitsmärkte insgesamt im Zaum gehalten, doch dürfte die allgemein unsichere Arbeitsplatzsituation dazu beigetragen haben, daß sowohl die Lohnforderungen als auch die Verbrauchsausgaben in letzter Zeit niedrig waren. Die Löhne und Preise stiegen 1995 etwas weniger, als es die traditionellen ökonomischen Zusammenhänge in der derzeitigen Konjunkturphase vielleicht erwarten ließen.

In Westeuropa und Japan ist diese Entwicklung noch nicht so weit fortgeschritten und manifestiert sich nicht auf dieselbe Weise, vor allem da dort die Arbeitsmärkte anders funktionieren. In Kontinentaleuropa wurden durch die konjunkturelle Erholung im Jahr 1994 weniger neue Arbeitsplätze geschaffen als erwartet, und in jüngerer Zeit scheint eine neue Welle der Umstrukturierung und des Stellenabbaus eingesetzt zu haben, was entsprechende Auswirkungen auf die Arbeitslosigkeit und das Konsumklima hat. Angesichts der relativ inflexiblen Arbeits- und Gütermärkte in Europa und des größeren Anteils der Produktion von Handelsgütern mit rückläufigen relativen Preisen ist es möglich, daß die Auswirkungen dieser Schocks von längerer Dauer sein werden als in Nordamerika. In Japan stieg die Arbeitslosenquote 1995 trotz der relativ flexiblen Reallöhne und des Einsatzes der Unternehmen für den Erhalt der Arbeitsplätze deutlich an, insbesondere bei den jungen Menschen. Hier wirkt in erster Linie die Phase der „Preisblasen“ nach, und die Notwendigkeit weiterer Strukturreformen wird deutlich. Aber auch die Umleitung japanischer Investitionen in kostengünstigere Länder dürfte für den zögernden Fortgang der Konjunkturerholung in Japan mitverantwortlich gewesen sein.

Ähnliche Wechselwirkungen zwischen technologischem Fortschritt, Deregulierung und internationalem Wettbewerb haben in den letzten Jahren auch an den weltweiten Finanzmärkten zu erheblichen strukturellen Veränderungen beigetragen (s. Kapitel V und VIII). Diese Entwicklung wird sich überdies wahrscheinlich noch verstärken, vor allem in Kontinentaleuropa und in Japan. Besonders erwähnenswert waren an den wichtigsten Finanzplätzen im Jahr 1995 eine Anzahl größerer Fusionen von Finanzinstituten, eine wachsende Symbiose zwischen Banken- und Wertpapierbereich und eine weitere Zunahme der Verwendung neuer Finanzinstrumente im Portfoliomanagement. Ein weiterer Hinweis auf einen steigenden Wettbewerbsdruck ist das außerordentlich hohe Volumen von Konsortialkrediten der Banken, die in vielen Fällen mit geringen Zinsspannen und



zu günstigeren Bedingungen gewährt wurden; auch die internationalen Bankkredite erhöhten sich wieder kräftig. In den meisten Ländern ist es ein rentables und solides Finanzsystem, das dem Wettbewerbsdruck ausgesetzt ist, aber leider ist dies nicht überall der Fall.

Das wichtigste Element der Finanzreform in den Entwicklungsländern war zunächst meist die Deregulierung der inländischen Finanzmärkte (s. Kapitel VII). Aber auch internationale Einflüsse und Konkurrenzdruck machen sich immer mehr bemerkbar. Auch wenn die Mexiko-Krise zahlreiche Länder veranlaßte, das Tempo der Integration in das internationale Finanzsystem zu drosseln, bedeutet dies nicht, daß bereits früher ergriffene Liberalisierungsmaßnahmen 1995 allgemein zurückgenommen worden sind. Die Krise lenkte jedoch die Aufmerksamkeit auf die strukturellen Mängel im Bankensystem vieler Entwicklungsländer. Nach den regulierten Kreditvergaben der Vergangenheit sind die Banken in diesen Ländern noch immer nur begrenzt in der Lage, Risiken zu beurteilen, und oft machen ihnen Problemkredite aus früheren Zeiten zu schaffen. Die Folgen solcher Schwächen im Finanzsektor werden von den Zentralbanken und Aufsichtsbehörden in den aufstrebenden Volkswirtschaften – vor allem, wenn die Situation noch durch umfangreiche Zu- oder Abflüsse von internationalem Kapital kompliziert wird – etwa seit einem Jahr mit besonderer Besorgnis beobachtet.

### Geldpolitische und aufsichtsrechtliche Reaktionen im Jahr 1995

Bisweilen wird nicht hinreichend verstanden, daß die Währungsbehörden ungeachtet einer Verpflichtung auf mittelfristige Preisstabilität durchaus eingreifen können, um eine konjunkturelle Abschwächung zu mildern. Auch hindert eine solche Verpflichtung sie nicht daran, angemessen auf die Auswirkungen struktureller Veränderungen in der Volkswirtschaft zu reagieren, ob diese Auswirkungen nun vorübergehender (nachfragedämpfender) oder dauerhafter (angebotssteigernder) Natur sind. Eine Kombination dieser Faktoren war denn auch der Grund dafür, daß die Geldpolitik in den meisten wichtigen Industrieländern im Verlauf des Jahres 1995 beträchtlich gelockert wurde (s. Kapitel IV).

Gleichzeitig wird die praktische Durchführung der Geldpolitik durch die weiter andauernden Strukturveränderungen in der Realwirtschaft und an den Finanzmärkten spürbar erschwert. Wegen der damit verbundenen Verschiebungen in der Geldnachfrage sind die Zentralbanken in vielen Industrieländern zu dem Schluß gekommen, daß die Steuerung des Wachstums eines Geldmengenaggregats nicht mehr ausreicht, um die Inflation unter Kontrolle zu halten. Daher haben in den letzten Jahren immer mehr Zentralbanken – in manchen Fällen erst nach Versuchen mit Wechselkurszielen – begonnen, explizite Inflationsprognosen als Richtschnur für ihre Zinsbeschlüsse einzusetzen. Leider erschwert der Strukturwandel die Ausgestaltung der Geldpolitik auch in diesem Rahmen. Insbesondere ist schwieriger abzuschätzen, welches Produktionsniveau mit einer stabilen Inflationsrate vereinbar ist. Außerdem ist der geldpolitische Transmissionsmechanismus schwerer zu durchschauen, da neue Kanäle der Kreditschöpfung entstanden sind, die Preisentwicklung immer stärker durch Außenhandel und Wechselkurse mitbestimmt wird und für das Risikomanagement immer häufiger derivative Instrumente eingesetzt werden. Mit Rücksicht auf diese Erschwernisse

und auf die Kosten, die mit einer Inflationsbekämpfung verbunden wären, wenn es zu einem Preisschub kommen sollte, mußte die Lockerung der Geldpolitik 1995 zwangsläufig behutsam und in angemessenen Schritten vonstatten gehen.

Erhebliche Veränderungen bei einigen Finanzindikatoren und Preisen von Vermögenswerten erschwerten die Beurteilung der monetären Bedingungen 1995 ebenfalls. Beispielsweise bedeutete das Steilerwerden der deutschen Zinsstrukturkurve, wenn man von traditionellen volkswirtschaftlichen Zusammenhängen ausgeht, positive Aussichten für die deutsche Volkswirtschaft, was in recht krassem Widerspruch zu anderen, eher negativen Indikatoren stand. In den USA schlossen Beobachter aus dem Höhenflug der Aktienkurse, daß die Geldpolitik letzten Endes womöglich expansiver wirken werde, als zunächst vermutet worden war. Die kräftige Zunahme des Außenwerts vor allem des Yen, aber auch der D-Mark Anfang 1995 (s. Kapitel VI) trug dazu bei, daß die kurzfristigen Zinssätze in Japan und Deutschland schließlich gesenkt wurden. Im Falle Japans wurden die Konsequenzen der Yen-Stärke sogar als so schwerwiegend eingestuft, daß die drei größten Volkswirtschaften im August – mit Erfolg – an den Devisenmärkten intervenierten.

Unsicherheiten hinsichtlich der möglichen Auswirkungen von Veränderungen bei den Finanzinstituten und an den Finanzmärkten weltweit sowie Bedenken, die durch die Mexiko-Krise hervorgerufen worden waren, gaben während des Jahres den Anstoß zu weiteren Maßnahmen zur Stärkung des internationalen Finanzsystems. Was die Stabilität der Finanzinstitute betrifft, machten der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht und die International Organization of Securities Commissions (IOSCO) gemeinsam große Fortschritte bei der Erarbeitung von Bestimmungen zur Begrenzung des Marktrisikos. In zwei Veröffentlichungen unterstützten sie nachdrücklich die Offenlegung der Risiken und Erträge der Finanzinstitute im Derivatgeschäft. Der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht dehnte die Basler Eigenkapitalvereinbarung auf die Marktrisiken aus und ließ erstmals bankinterne Modelle als Berechnungsgrundlage für die aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen zu. Die Veröffentlichung eines Berichts zur Aufsicht über Finanzkonglomerate, gemeinsam erarbeitet von den Banken-, Wertpapier- und Versicherungsaufsichtsbehörden, setzte 1995 einen weiteren Meilenstein der Kooperation. Größere Aufmerksamkeit wurde auch der Frage geschenkt, inwieweit die staatlichen Schuldner zum Schuldendienst in der Lage sind. Der Internationale Währungsfonds kündigte ein Programm verstärkter Länderüberwachung an, und für Länder, die die internationalen Finanzmärkte in Anspruch nehmen wollen, wurden strengere Rechnungslegungs- und Publizitätsvorschriften eingeführt.

Im Rahmen der Bemühungen, das störungsfreie Funktionieren der Finanzmärkte zu wahren, bot eine im April 1995 von den Zentralbanken gemeinsam mit der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich durchgeführte Erhebung erstmals einen umfassenden Überblick über Umfang und Struktur der weltweiten Derivatmärkte. Im März 1996 lenkte ein Bericht des Ausschusses für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme der G10-Zentralbanken die Aufmerksamkeit auf das Erfüllungsrisiko der Banken bei Devisenhandelstransaktionen und unterbreitete Vorschläge, wie der private Sektor dieses Risiko verringern könnte.

Zusammen mit vielen bereits zuvor ergriffenen Maßnahmen dürften diese Schritte dazu beitragen, internationale Finanzkrisen zu vermeiden, und auch helfen,



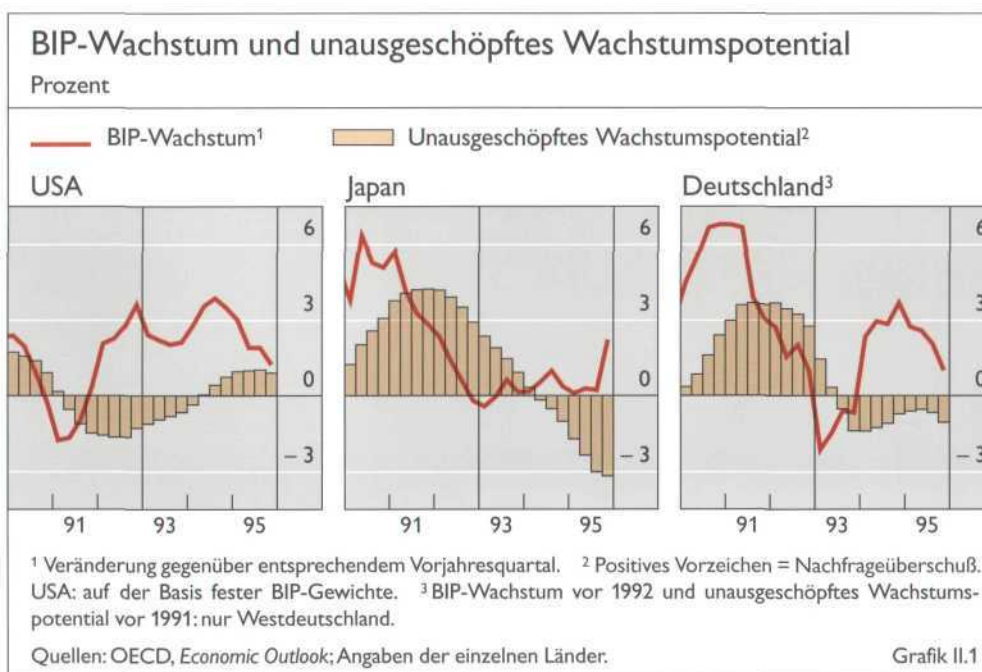
die Auswirkungen dennoch auftretender Krisen zu begrenzen. Gleichwohl wäre es unvorsichtig anzunehmen, daß bessere Verfahren der Krisenbewältigung deshalb nicht mehr nötig seien. Im Kommuniqué des G7-Gipfeltreffens vom Juni 1995 wurden explizit Bemühungen gefordert, die Verfahren zur Bewältigung der Liquiditätskrise eines Staates zu verbessern und die Allgemeinen Kreditvereinbarungen auszuweiten. Was bei diesen und anderen Bemühungen um eine Reduzierung von Systemrisiken letztlich herauskommen wird, bleibt noch abzuwarten, aber eine Schlußfolgerung ist bereits vorgegeben: Auch wenn der öffentliche Sektor angemessene finanzielle Mittel zur Bewältigung von Krisen erhalten soll, muß die Unsicherheit aufrechterhalten werden, unter welchen Umständen und ob überhaupt solche Ressourcen mobilisiert werden. Das heißt, öffentliche Schuldner und private Kreditgeber müssen begreifen, daß die Konsequenzen mangelnder Vorsicht ihrerseits nicht unbedingt mit öffentlichen Geldern ausgebügelt werden. Wenn diese Erkenntnis alle Beteiligten zu umsichtigerem Verhalten anhält, ist sie gleichzeitig die beste Garantie für ein reibungsloses Funktionieren des internationalen Finanzsystems.

## II. Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern

### Schwerpunkte

Das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern geriet im vergangenen Jahr unerwartet ins Stocken. Zeitpunkt und Ursachen der Abschwächung waren unterschiedlich, aber einige andere Aspekte waren den meisten Ländern gemeinsam. So war die Zunahme des privaten Verbrauchs relativ schwach, da die privaten Haushalte angesichts der unsicheren Lage an den Arbeitsmärkten zögerten, ihre Ersparnisbildung so stark zu reduzieren wie in früheren Konjunkturzyklen. Zum Teil aus diesem Grund kam es zu einem ausgeprägten Umschwung im Lagerzyklus. Die Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter und Investitionen wurden von den späten Auswirkungen des Zinsanstiegs 1994 beeinträchtigt.

Die Arbeitsmärkte spiegelten die Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage wider, wobei es im Jahresverlauf und von Land zu Land erhebliche Unterschiede gab. In den USA sank die Arbeitslosenquote auf ein Niveau, bei dem im allgemeinen von Vollbeschäftigung gesprochen wird, während sie in vielen westeuropäischen Ländern zum Jahresende erneut frühere Höchststände erreichte. Dennoch gibt es einige Anzeichen dafür, daß sich die Flexibilität der europäischen Arbeitsmärkte dank der ergriffenen Strukturmaßnahmen zu erhöhen beginnt, auch wenn es noch nicht zu einer verstärkten Schaffung neuer Arbeitsplätze gekommen ist. Angesichts der langsameren Nachfrageexpansion ließ der Preisauftrieb im letzten Jahr weiter nach, und in Japan sank sogar das durchschnittliche Preisniveau.





Allerdings verzeichneten einige Länder, in denen die Konjunkturerholung schon weiter fortgeschritten war, etwas höhere Inflationsraten.

Maßgeblich für die Leistungsbilanzentwicklung waren wie in den Vorjahren die divergierenden Positionen im Konjunkturzyklus und wechselkursbedingte Veränderungen der Wettbewerbsfähigkeit sowie Kapitalertragsströme, die durch Unterschiede im Auslandsvermögensstatus bedingt waren. Das US-Leistungsbilanzdefizit nahm weiter zu, da der ausgeprägte Umschwung in der Handelsbilanz gegenüber Mexiko und die relativ weit fortgeschrittene Position der USA im Konjunkturzyklus die Spätfolgen der vorangegangenen Dollarschwäche mehr als ausglich. In Japan setzte 1995 eine gegenläufige Entwicklung ein: Infolge der verzögerten Auswirkungen der kräftigen Yen-Aufwertung verringerte sich der Leistungsbilanzüberschuß trotz der Schwäche der Inlandsnachfrage das ganze Jahr hindurch. Die Leistungsbilanzsituation der europäischen Länder verbesserte sich im Durchschnitt, aber es gab regionale Unterschiede. Das außenwirtschaftliche Defizit im Vereinigten Königreich weitete sich aus, während die Überschüsse Frankreichs und Italiens wuchsen.

## Nachlassendes Wachstum und anhaltende Asymmetrie

### *Entwicklung in den drei größten Volkswirtschaften*

Wachstumsverlauf 1995 gekennzeichnet durch ...

Der divergierende Wachstumsverlauf, der die drei großen Volkswirtschaften seit 1991 kennzeichnet, setzte sich 1995 fort; allerdings zeigte sich auch eine gewisse Tendenz zur Wachstumskonvergenz (s. Grafik II.1). In den USA sank das Wirtschaftswachstum auf ein tragfähigeres Niveau, während es in Japan in der zweiten Jahreshälfte Anzeichen einer Erholung gab. Die Konjunkturaussichten in Deutschland schienen sich dagegen im Jahresverlauf zu verschlechtern.

... Verlangsamung des US-Wirtschaftswachstums auf ein tragfähiges Niveau ...

In den USA entwickelte sich das Wirtschaftswachstum 1995 von Quartal zu Quartal alles andere als einheitlich, so daß sich kein eindeutiger Trend ausmachen läßt. In den ersten beiden Quartalen betrug die durchschnittliche Zuwachsrate auf Jahresbasis nur ½%, da die Spätwirkungen des Zinsanstiegs die Wohnbauinvestitionen sowie die Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter drückten und die Unternehmen zum Abbau ihrer Lagerbestände gezwungen waren. Außerdem sank der Außenbeitrag infolge der Rezession in Mexiko. Vor dem Hintergrund niedrigerer Anleihezinsen beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum dann im Sommer deutlich; gegen Ende des Jahres schwächte es sich aber wieder ab, als eine Reihe nachteiliger Sonderfaktoren auf die Wirtschaft durchschlugen.

... mit geringer Inflation ...

Obwohl das BIP Ende 1994 gemäß den meisten Schätzungen bereits nahe oder über dem Produktionspotential lag und sich die Arbeitslosigkeit nahe oder sogar unter der übereinstimmend als „natürlich“ beurteilten Quote bewegte, verringerte sich die Inflation 1995 weiter. Es gibt einige Hinweise auf Verhaltensänderungen an den Inlandsmärkten, aber auch die geringere konjunkturelle Dynamik in Japan und Europa dürfte bei der günstigen Preisentwicklung eine Rolle gespielt haben. Trotz des Kursrückgangs des US-Dollars im ersten Halbjahr 1995 und sich abzeichnender inländischer Kapazitätsengpässe konnte der Nachfrage- druck durch Importe aus anderen Ländern mit größeren Kapazitätsreserven gemindert werden.

Die Wirtschaftsentwicklung in Japan, die 1994 Anzeichen einer Erholung gezeigt hatte, geriet Anfang vergangenen Jahres wieder ins Stocken. Dadurch stieg die Arbeitslosenquote auf ein im historischen Vergleich sehr hohes Niveau, und das nicht ausgenutzte Produktionspotential (bereinigt um die verdeckte Arbeitslosigkeit in Form von entmutigt aus dem Erwerbsleben ausgeschiedenen Personen sowie Mitarbeitern, die ohne eigentliche Beschäftigung im Unternehmen bleiben) erhöhte sich noch mehr. Allerdings veränderte sich das Wachstumsmuster im Laufe des Jahres beträchtlich. In der ersten Jahreshälfte schwächte sich das Wachstum ab, da sich eine Anzahl negativer Einflüsse gegenseitig verstärkten und ein deflationäres Umfeld schufen, das sich allmählich von den Preisen auf die Mengen ausbreitete. Das Erdbeben von Kobe, eine ausgeprägte Währungsaufwertung, rückläufige Preise für Vermögenswerte und ein anfälliger Finanzsektor schwächten das Vertrauen der Unternehmen und der Verbraucher und dämpften die Ausgaben. Da nur begrenzte Maßnahmen zur Liberalisierung der Wirtschaft getroffen worden waren, war es außerdem vor allem für die kleineren Unternehmen schwierig, sich auf die sinkenden Güterpreise und die rasche Ausweitung kostengünstiger Importe aus anderen asiatischen Ländern einzustellen. Die Notwendigkeit, den zuvor aufgebauten überhöhten Kapitalstock zu verringern, und der deutliche Rückgang des Außenbeitrags bremsten schließlich die Verbesserung der Gewinnsituation wie auch die Unternehmensinvestitionen.

... dagegen in Japan zunächst Stocken der Konjunktur ...

In der zweiten Jahreshälfte kehrte sich dieser Abwärtstrend um. Das gesamtwirtschaftliche Wachstum belebte sich dank einer expansiven Finanz- und Geldpolitik, einer Korrektur des Wechselkurses, einer Erholung des Aktienmarktes und wieder höherer Unternehmensgewinne. Im historischen Vergleich war das Tempo des Aufschwungs bisher jedoch eher gering, da u.a. strukturelle Hemmnisse weiterhin einem expansiveren Ausgabeverhalten der privaten Haushalte und der Unternehmen entgegenstehen.

... dann jedoch wieder Beschleunigung





In Deutschland  
schwächeres  
Wachstum ...

In *Deutschland* schwächte sich das Wirtschaftswachstum im ersten Halbjahr 1995 ab, kam aber nicht zum Stillstand, da die Ausgaben der privaten Haushalte überraschend wenig auf die straffere Finanzpolitik reagierten und die zunehmende Belebung der Anlageinvestitionen der Unternehmen den Rückgang beim Wohnbau und bei den öffentlichen Investitionen weitgehend ausglich. Überdies stieg der Außenbeitrag trotz eines Wertgewinns der Währung weiter an.

... aufgrund  
DM-Aufwertung  
und Lagerbestands-  
korrekturen

Ganz anders als in Japan und den USA sank jedoch das Wachstum in Deutschland in der zweiten Jahreshälfte weiter, wofür mehrere nachteilige Einflüsse verantwortlich waren. Insbesondere ergab sich durch die effektive Aufwertung der D-Mark im ersten Halbjahr 1995 (s. Grafik II.2) und eine infolge erheblicher Lohnsteigerungen noch größere reale Aufwertung eine beträchtliche Verschlechterung der deutschen Wettbewerbsfähigkeit. Zwar konnten die Unternehmen den Effekt der Aufwertung zum Teil durch raschere Produktivitätsgewinne abfangen, aber dennoch verringerte sich das Exportwachstum. Außerdem trübte die sich verschlechternde Arbeitsmarktlage – die teilweise auf die Bemühungen der Unternehmen um Produktivitätssteigerungen zurückzuführen war – die Stimmung der Verbraucher zunehmend und dämpfte die Konsumausgaben. Angesichts einer schleppenden Endnachfrage drosselten die Unternehmen überdies die Produktion, um einen unerwünschten Aufbau von Lagerbeständen zu vermeiden, und die Erholung der Investitionen kehrte sich in einen Rückgang.

#### *Übrige europäische Länder*

Konjunktur-  
abschwächung auch  
in Frankreich ...

Aufgrund der engen Handelsverbindungen innerhalb Europas griff die konjunkturelle Abschwächung in Deutschland auf andere Länder über, wo die Inlandsnachfrage zum Teil ohnehin nachgelassen hatte. In *Frankreich* war das Wachstum in der ersten Jahreshälfte 1995 recht lebhaft, was teilweise auf Anreize zum Erwerb von Kraftfahrzeugen und auf vorgezogene Käufe aufgrund einer bevorstehenden Anhebung der Mehrwertsteuer zurückzuführen war. Unter dem Druck anhaltend hoher Realzinssätze angesichts der Unsicherheit über die Haushaltskonsolidierung begann die Wirtschaftsentwicklung jedoch im Sommer zu stocken. Die allmähliche Verschlechterung der Arbeitsmarktlage trübte auch die Stimmung der Verbraucher; die privaten Haushalte verstärkten ihre Ersparnisbildung und schränkten ihre Ausgaben für Gebrauchsgüter sowie ihre Wohnungsausgaben ein. Als auch der Außenbeitrag zu schrumpfen begann, zwang die unerwartete Nachfrageabschwächung die Unternehmen, ihre Lagerbestände abzubauen und ihre Investitionen zu verringern.

... Belgien ...

Einige andere wirtschaftlich eng mit Deutschland verflochtene Länder gerieten ebenfalls in Schwierigkeiten. *Belgien*, dessen Außenhandel rund 70% des BIP entspricht und das massiv vom Veredelungsverkehr abhängig ist, bekam den Lagerzyklus 1994/95 besonders zu spüren (s. weiter unten). Auch der Verbrauch war schwach, da der Anstieg der Realeinkommen der privaten Haushalte durch die zunehmende Arbeitslosigkeit sowie eine restriktive Finanzpolitik gedämpft wurde und die Sparquote, die höchste in Europa, nahe 20% blieb. Infolgedessen verringerte sich das Wirtschaftswachstum im Verlauf des Jahres beträchtlich. Einen noch stärkeren Wachstumseinbruch verzeichnete die *Schweiz*, deren Währung kräftig an Wert gewann, was besonders den Reiseverkehr beeinträchtigte. Weitere Gründe für den Trend sinkender realer Produktion in der Schweiz waren die

... und der  
Schweiz ...

pessimistische Stimmung der Verbraucher nach mehreren Jahren sinkender Real-löhne und die schwache Wohnbaukonjunktur als Spätfolge des Baubooms Ende der achtziger Jahre.

In anderen kontinentaleuropäischen Ländern war die Wachstumsverlangsamung beim wichtigsten Handelspartner dagegen bisher weniger zu spüren. In *Österreich* wurde die Wirkung der effektiven Aufwertung der Währung teilweise durch den Anstieg der Exporte nach Osteuropa und eine starke Zunahme der Investitionen ausgeglichen. Große Produktivitätsfortschritte, die ohne höhere Arbeitslosigkeit erzielt werden konnten, erlaubten außerdem eine Ausweitung der Realeinkommen und des Verbrauchs der privaten Haushalte. In *Dänemark* und den *Niederlanden* war das Wirtschaftswachstum ebenfalls relativ lebhaft, die Arbeitsmarktlage besserte sich langsam, und die privaten Haushalte zeigten ein im Vergleich sehr dynamisches Ausgabeverhalten. Die Anlageinvestitionen der Unternehmen erwiesen sich in beiden Ländern als Konjunkturstütze, sie stimulierten jedoch auch die Einfuhr von Investitionsgütern.

In *Griechenland* und *Portugal* entwickelte sich die Wirtschaft 1995 trotz einer Straffung der Finanzpolitik positiver. Ein kräftiges Exportwachstum war für Portugal in den letzten Jahren kennzeichnend; allerdings leistete der Außenhandel aufgrund des zuvor sehr großen Ungleichgewichts 1995 sogar einen negativen Wachstumsbeitrag. Anders als in den meisten anderen Ländern war die Baukonjunktur in Portugal lebhaft, aber die restriktive Finanz- und Lohnpolitik und die wachsende Arbeitslosigkeit dämpften weiterhin die Ausgaben der privaten Haushalte. In der *Türkei* nahm das Wirtschaftswachstum nach der Rezession 1994 wieder sprunghaft zu. Angeführt vom privaten Verbrauch und gestützt durch eine starke Kreditausweitung und eine gewisse finanzpolitische Lockerung dürften sich die Inlandsausgaben real um fast 10% erhöht haben. Da dieses Wachstumstempo die vorhandenen Kapazitäten jedoch bei weitem überforderte, wurde das BIP-Wachstum durch einen Importschub und eine langsamere Zunahme der Exporte erheblich begrenzt.

In den Ländern, deren Währungen 1992/93 massiv an Wert verloren hatten, trat die Inlandsnachfrage zunehmend an die Stelle des Außenbeitrags als wichtigster Wachstumsmotor (s. Grafik II.3). Dies galt im vergangenen Jahr besonders für *Italien*, wo die Investitionsausgaben aufgrund der hohen Gewinne und der Kapazitätsengpässe in der Exportindustrie stark zunahmen. Der Verbrauch der privaten Haushalte blieb jedoch gedämpft, was vor allem auf den anhaltenden Rückgang der Reallöhne zurückzuführen war. Im *Vereinigten Königreich* dagegen verlief die Investitionstätigkeit angesichts der günstigen Ertragslage der Unternehmen erstaunlich schleppend. Im Wohnbau fehlte es ebenfalls an Dynamik, und die Preise für Wohneigentum waren fast das ganze Jahr über rückläufig. Der private Verbrauch entwickelte sich demgegenüber recht lebhaft, was die Auswirkungen des sinkenden Außenbeitrags teilweise wettmachte. Auch in *Finnland*, *Norwegen* und *Schweden* ließ das Wachstum des Außenbeitrags im vergangenen Jahr nach, während die Anlageinvestitionen der Unternehmen in allen drei Ländern mit zweistelligen Raten zunahmen. Anders als in früheren Konjunkturzyklen stand auch hinter der Erholung in *Spanien* weniger der Verbrauch der privaten Haushalte als vielmehr die Investitionstätigkeit. Der Lohnzuwachs blieb mäßig, was möglicherweise in Deregulierungsmaßnahmen begründet lag. *Irland* schließlich, das von einer

... jedoch relativ hohes Wachstum in anderen europäischen Ländern

Zunahme der Inlandsnachfrage in Italien ...

... im Vereinigten Königreich ...

... und in anderen europäischen Ländern





Exporte in die USA und die restriktivere Finanzpolitik. Besonders ausgeprägt war die Abschwächung bei den Ausgaben der privaten Haushalte, während die Anlageinvestitionen und die Lagerbildung einen positiven Wachstumsbeitrag leisteten. In der zweiten Jahreshälfte erholte sich die Wirtschaft dank eines stärkeren Exportwachstums, aber wegen der massiven Rückführung des zum Teil ungewollten Lageraufbaus betrug der Jahreswert der Expansion nur gut 2%. Auch das Beschäftigungswachstum verlangsamte sich; in den einzelnen Wirtschaftssektoren waren aber unterschiedliche Tendenzen festzustellen. Infolge von Budgetkürzungen ging die Beschäftigung im öffentlichen Sektor drastisch zurück, was jedoch durch eine Belebung im privaten Sektor mehr als wettgemacht wurde, so daß sich die Arbeitslosenquote verringerte.

Die Abschwächung der Wirtschaftsentwicklung in *Australien* und *Neuseeland* läßt sich einer Kombination mehrerer Faktoren zuschreiben: einer restriktiveren Wirtschaftspolitik, einer langsameren Ausweitung der Anlageinvestitionen der Unternehmen und – in Australien – einer ausgeprägten Schwäche im Wohnbau als Spätfolge des Anstiegs der Hypothekarzinsätze 1994. In Neuseeland dagegen ließ die starke Wohnungsnachfrage die Immobilienpreise in den letzten zwei Jahren um über 35% nach oben schnellen. Der Verbrauch der privaten Haushalte blieb in beiden Ländern vergleichsweise lebhaft, während der Wachstumsbeitrag des Außenhandels negativ war, obwohl sich die Zunahme der Importe aufgrund einer geringeren Investitionstätigkeit verlangsamte.

... sowie  
Australien und  
Neuseeland

## Wirtschaftswachstum nach Bestimmungsfaktoren und wirtschaftspolitische Maßnahmen

### *Einige gemeinsame Merkmale*

Trotz der voneinander abweichenden Wachstumsmuster gab es im vergangenen Jahr auch einige übereinstimmende Entwicklungen. Eine davon war die Ausgaben-schwäche der privaten Haushalte. In den meisten Ländern war die Sparquote der privaten Haushalte während der vorangegangenen Wirtschaftserholung stark gesunken, aber während der Aufschwungphase im gegenwärtigen Konjunkturzyklus war dieser Rückgang weit weniger ausgeprägt (s. Tabelle II.1). In Japan stieg die Ersparnisbildung der privaten Haushalte 1995 sogar an, was auch einer der Gründe für das Ausbleiben einer nachhaltigen Erholung in diesem Land sein dürfte. Mitverantwortlich für dieses Sparverhalten waren die allgemein niedrige Sparquote zu Beginn der derzeitigen konjunkturellen Erholung und das Bestreben der privaten Haushalte, ihre Ersparnisse wieder aufzustocken, aber auch andere Faktoren veranlaßten die privaten Haushalte zu einer vorsichtigeren Haltung.

Entwicklung zum  
Teil ähnlich:

– relativ hohe  
Sparquoten ...

Wie noch näher zu erörtern sein wird, wurde die Finanzpolitik sowohl 1994 als auch im vergangenen Jahr gestrafft. Das damit verbundene langsamere Wachstum des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte trug unmittelbar zur Schwäche der Ausgaben bei. Die Erwartung einer weiteren Konsolidierung der öffentlichen Finanzen wirkte sich möglicherweise zusätzlich negativ aus. Ebenfalls von Bedeutung war die niedrige Zuwachsrates der realen Arbeitseinkommen, bedingt durch das Zusammentreffen einer gedämpften Lohnentwicklung und hartnäckig hoher oder steigender Arbeitslosenquoten. Dies war besonders in Ländern

... bei finanz-  
politischen  
Maßnahmen und  
schwächerer  
Zunahme der  
Reallöhne



Ersparnis der privaten Haushalte in den jüngsten Aufschwungphasen: ausgewählte Länder				
Kumulierte Veränderung der Sparquote seit der letzten Rezession in Prozentpunkten				
Land	Letztes Jahr der Rezession	Anzahl Jahre nach der Rezession		
		1	2	3
USA	1982	-2,1	-2,5	- 4,4
	1991	0,2	-0,9	- 2,8
Japan	1983	-0,2	-0,6	- 1,1
	1993	-0,6	-0,6	..
Deutschland	1982*	-1,6	-2,8	- 4,0
	1993	-0,7	-1,3	..
Frankreich	1983	-1,5	-3,8	- 6,5
	1993	-0,5	-0,3	..
Italien	1983	-1,7	-5,1	- 9,2
	1993	-1,0	-3,2	..
Vereinigtes Königreich	1981	-1,3	-4,3	- 5,8
	1992	-0,9	-3,5	- 5,6
Kanada	1982	-3,2	-6,2	-10,9
	1991	0,5	0,2	- 1,7
Belgien	1981	-2,6	-3,8	- 6,5
	1993	-1,2	-3,0	..
Schweden	1981	-3,5	-6,2	- 9,2
	1993	0,3	0,2	..

\* Nur Westdeutschland.  
 Quellen: OECD, *Economic Outlook*; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.1

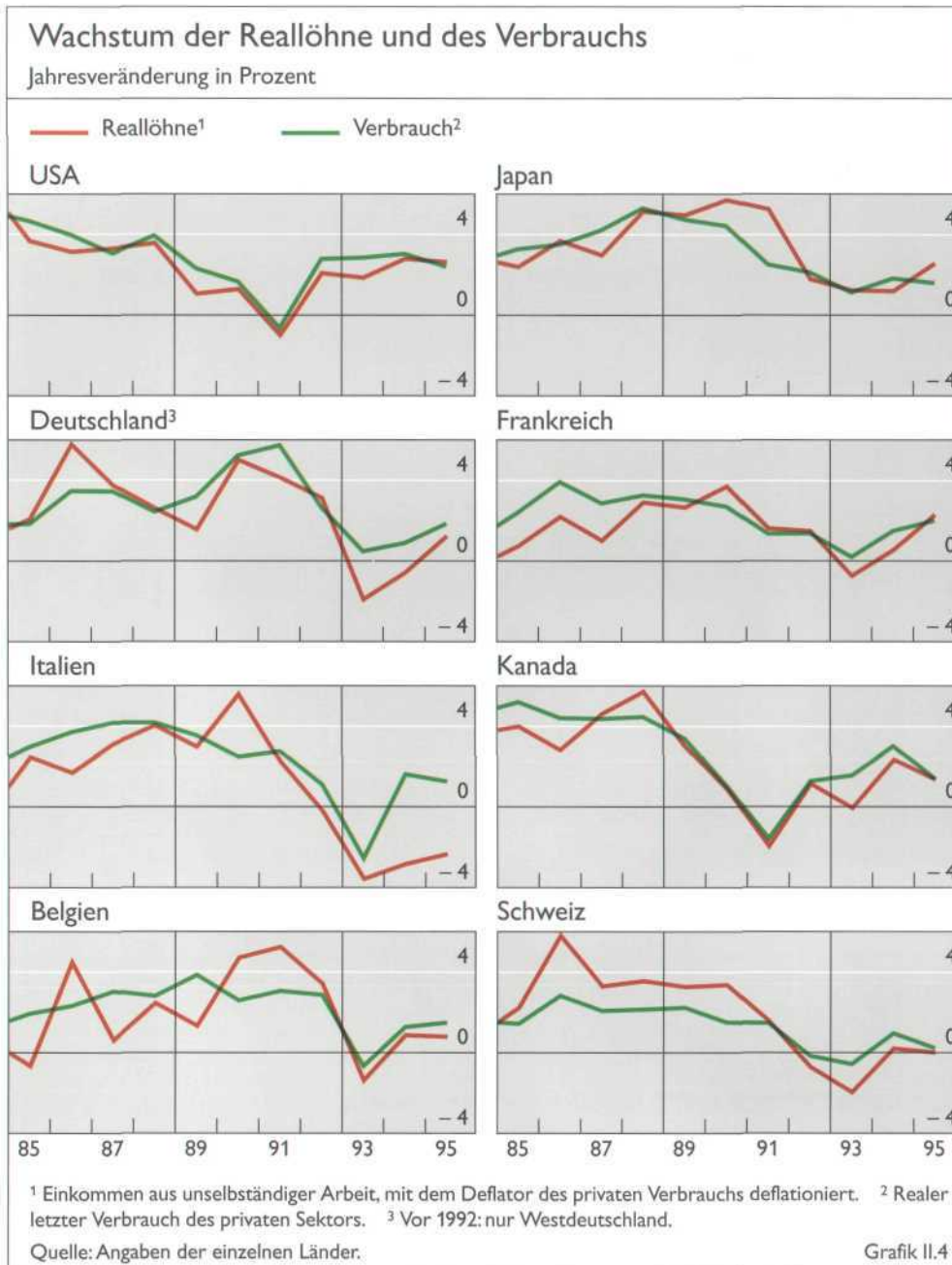
wie Italien und Belgien zu spüren (s. Grafik II.4), wo die Reallöhne rückläufig waren oder durch wirtschaftspolitisch motivierte Beschränkungen der Nominallohnsteigerungen begrenzt wurden. Ähnlich, wenn auch weniger zugespitzt, war die Situation in Deutschland, Frankreich und der Schweiz.

– Umschwung im Lagerzyklus

Die zweite Gemeinsamkeit und gleichzeitig eine wesentliche Erklärung für den konjunkturellen Einbruch zwischen Ende 1994 und Anfang 1995 war der Umschwung im Lagerzyklus. Während die Lagerbestandsveränderungen in den G7-Ländern im zweiten Halbjahr 1994 fast 1 Prozentpunkt zum BIP-Jahreswachstum beigetragen hatten, wirkten sie in den ersten 6 Monaten 1995 kontraktiv. In mehreren Ländern, darunter in den USA, Deutschland und Frankreich, bremsten die Bemühungen der Unternehmen um eine Rückführung ihrer überhöhten Lagerbestände das Wachstum das ganze Jahr über.

– dynamische Ausrüstungsinvestitionen ...

Ein drittes Merkmal, das allerdings in nicht so vielen Fällen auftrat wie die beiden bisher genannten, war die Dynamik der Anlageinvestitionen der Unternehmen in mehreren Ländern, insbesondere angesichts des langsamen Tempos der konjunkturellen Erholung. Ein Beispiel, das typisch ist für Länder mit einer lebhaften Investitionstätigkeit, ist die Schweiz. Trotz eines schleppenden gesamtwirtschaftlichen Wachstums haben sich die Anlageinvestitionen der Unternehmen seit 1993 um fast 35% ausgeweitet. Auch die Struktur der Investitionen in der Schweiz ist kennzeichnend; es dominieren Ausrüstungsinvestitionen. Obwohl sich die realen Lohnstückkosten deutlich vermindert haben, sind die Lohnkosten im Verhältnis zu den Kapitalkosten gestiegen, da die Preise für Investitionsgüter und die



Nominalzinssätze zurückgegangen sind. Zusammen mit dem wachsenden Wettbewerbsdruck und der Tatsache, daß der technische Fortschritt zumeist in neue Ausrüstungsgüter einfließt, bot diese Veränderung der Preisstruktur für die Unternehmen einen starken Anreiz, Arbeitskräfte durch Kapital zu ersetzen. In anderen Ländern (Deutschland, Frankreich, Vereinigtes Königreich) waren die Unternehmensinvestitionen dagegen gemessen am vorangegangenen Konjunkturaufschwung und an der guten Ertragslage schwach.

... jedoch mit Ausnahmen

#### Finanz- und Geldpolitik

Wirtschaftspolitische Maßnahmen hatten im vergangenen Jahr einen ganz beträchtlichen Einfluß auf die Struktur des Wachstums und der Nachfrage. In den meisten Ländern wurde die Finanzpolitik erheblich gestrafft (s. Tabelle II.2), während die Geldpolitik gelockert wurde (s. Kapitel IV). Da finanz- und geldpolitische Maß-

Änderung des „policy mix“ in Richtung ...



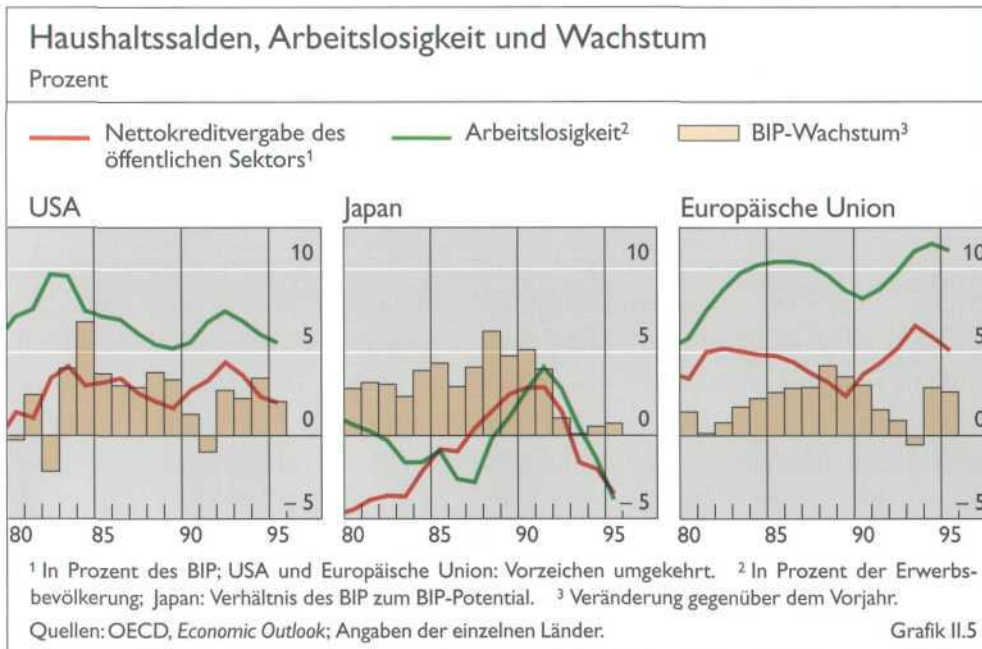
nahmen mit unterschiedlichen Wirkungsverzögerungen auf die Ausgaben durchschlagen, dürfte diese Veränderung des „policy mix“ die Wachstumsabschwächung zum Teil erklären. Gemeinsam mit den Veränderungen der Lagerbestände ist sie wohl auch der Grund für die allgemeine Erwartung, daß die Konjunktur im weiteren Verlauf des Jahres 1996 wieder an Fahrt gewinnt.

Aufgrund der engen internationalen Verknüpfungen im Finanzbereich fand der Zinsrückgang auf breiter Front statt, auch wenn die Nominal- ebenso wie die Realzinssätze noch immer von Land zu Land unterschiedlich hoch sind. Das Ausmaß der finanzpolitischen Straffung war dagegen überall verschieden. Am stärksten gestrafft wurde die Politik in Ländern, in denen die Staatsverschuldung in Relation zum BIP 70% oder mehr betrug, aber auch einige Länder mit niedrigerer Verschuldungsquote (z.B. das Vereinigte Königreich und Australien) schlugen einen restriktiveren Kurs ein. Demgegenüber stiegen die strukturellen Defizite in Deutschland, Österreich, Irland und vor allem Japan sogar an. Seit Beginn der Rezession 1991 hat sich das strukturelle Haushaltsdefizit in Japan in Relation zum BIP um über 5% ausgeweitet, und für das erste Halbjahr 1996 wird eine weitere Verschlechterung erwartet. Trotz Haushaltskonsolidierung und Primärüberschüssen in zwei Dritteln der Industrieländer nahmen die Bruttoverschuldungsquoten 1995 allgemein weiter zu. Die Notwendigkeit restriktiver finanzpolitischer Maßnahmen

... Straffung der  
Finanzpolitik

Finanzierungssaldo und Verschuldung der öffentlichen Haushalte												
Prozent des BIP bzw. des BIP-Potentials												
Land	Nettofinanzierungssaldo				Struktureller Saldo				Bruttofinanzschuld			
	1980	1990	1994	1995 <sup>1</sup>	1980	1990	1994	1995 <sup>1</sup>	1980	1990	1994	1995 <sup>1</sup>
USA	- 1,3	- 2,5	- 2,3	-2,0	- 1,2	- 3,0	- 2,5	-2,0	37,3	53,7	61,0	62,1
Japan	- 4,4	2,9	- 2,0	-3,5	- 4,7	1,7	- 1,0	-1,8	51,2	65,0	73,6	81,1
Deutschland	- 2,9	- 2,1	- 2,6	-3,5	- 3,9	- 3,1	- 1,8	-2,7	32,8	43,4	50,5	59,0
Frankreich	- 0,0	- 1,6	- 6,0	-5,0	- 0,4	- 2,2	- 4,1	-3,5	20,1	34,2	48,7	51,5
Italien	- 8,6	-10,9	- 9,0	-7,4	- 9,7	-11,7	- 7,4	-6,1	57,7	98,0	125,5	125,0
Vereinigtes Königreich	- 3,4	- 1,2	- 6,9	-5,7	- 3,2	- 3,1	- 5,3	-4,6	54,0	35,3	50,5	51,8
Kanada	- 2,8	- 4,1	- 5,3	-4,2	- 2,9	- 4,7	- 4,0	-3,0	44,3	73,1	95,6	97,3
Australien	- 1,7	0,6	- 4,0	-2,0	- 1,9	0,4	- 4,0	-2,5	..	23,5	36,1	38,1
Belgien	- 9,3	- 5,8	- 5,3	-4,4	-11,6	- 6,6	- 3,7	-2,8	78,7	130,5	136,0	134,0
Dänemark	- 3,3	- 1,5	- 3,8	-1,9	- 3,4	- 0,6	- 2,5	-1,0	37,7	59,6	75,6	75,0
Finnland	3,4	5,4	- 6,3	-5,7	2,2	2,7	- 2,6	-3,8	12,1	14,5	60,0	61,5
Griechenland	- 2,6	-14,1	-11,4	-9,2	- 3,8	-13,6	-11,0	-8,5	33,1	82,7	114,0	115,5
Irland	-12,1	- 2,3	- 2,3	-2,3	-12,6	- 2,4	- 1,0	-2,0	71,3	97,4	90,3	83,9
Niederlande	- 4,3	- 5,1	- 3,2	-3,3	- 5,1	- 6,4	- 2,5	-2,8	46,8	78,8	78,1	78,8
Norwegen <sup>2</sup>	5,2	2,3	0,4	2,0	- 4,2	- 1,0	- 5,0	-4,5	47,6	32,5	40,5	41,5
Österreich	- 1,7	- 2,2	- 4,5	-6,0	- 2,9	- 3,2	- 4,0	-5,5	37,3	58,3	65,0	69,2
Portugal	5,6	- 5,5	- 5,8	-5,4	4,7	- 7,2	- 4,2	-3,5	43,0	68,6	69,5	70,2
Schweden	- 4,0	4,2	-10,4	-8,3	- 4,4	1,4	- 8,6	-7,0	41,3	43,3	79,5	75,8
Schweiz	0,0	- 0,0	- 3,0	-2,5	0,0	- 1,2	- 2,0	-1,7	43,0	31,0	47,0	49,0
Spanien	- 2,2	- 4,1	- 6,6	-6,0	- 1,0	- 6,7	- 5,0	-4,6	18,3	45,3	63,2	65,8

<sup>1</sup> Vorläufig. <sup>2</sup> Struktureller Saldo ohne Produktion und Einnahmen des Ölsektors.  
Quellen: Europäische Kommission, *European Economy*; IWF, *World Economic Outlook*; OECD, *Economic Outlook*; Angaben der einzelnen Länder.  
Tabelle II.2



wird außerdem durch die Auswirkungen unterstrichen, die die Pensionsverbindlichkeiten und Krankenversicherungsleistungen in den nächsten zehn Jahren auf die öffentliche Verschuldung haben werden.

#### Das „Doppelproblem“ hoher Arbeitslosigkeit und hoher Staatsdefizite

Die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte ist für die langfristige wirtschaftliche Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung von wesentlicher Bedeutung. In diesem Zusammenhang ist aber zu beachten, daß der Anstieg der Haushaltsdefizite zu einem beträchtlichen Teil auf höhere Sozialleistungen und Subventionen zurückzuführen ist, die zumeist direkt oder indirekt mit der Zunahme der strukturellen Arbeitslosigkeit im Zusammenhang stehen. Dies wird am deutlichsten in der Europäischen Union (s. Grafik II.5), wo die Ausweitung des Defizits seit 1979 (als die Arbeitslosenquoten in den USA und in der EU auf dem gleichen Niveau waren) rund zur Hälfte diesem Faktor zuschreiben sein dürfte. Das bedeutet, daß als wichtige Ergänzung finanzpolitischer Sparmaßnahmen Strukturreformen zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit notwendig sind, wenn die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte wiederhergestellt werden soll. Dies gilt um so mehr, als eine restriktive Finanzpolitik in einem Umfeld rigider Arbeitsmärkte die Arbeitslosigkeit andernfalls noch verschärfen könnte, was dann zur Folge hätte, daß die haushaltspolitischen Erfolge geringer ausfallen würden, als ursprünglich erwartet.

Finanzpolitische Maßnahmen durch Strukturreformen ergänzt

#### Unterschiedliche Entwicklungen am Arbeitsmarkt

Die Arbeitslosigkeit in den Industrieländern nahm im vergangenen Jahr zwar insgesamt betrachtet ab, aber der Rückgang war eher geringer als erwartet, und im Jahresverlauf wie auch von Land zu Land gab es beträchtliche Unterschiede. In den USA sank die Arbeitslosenquote auf rund 5½%, und in Kanada und Australien verringerte sie sich dank eines raschen Beschäftigungswachstums im dritten aufeinanderfolgenden Jahr. Allerdings wurde die positive Entwicklung in Kanada im Laufe

Unterschiedliche Arbeitsmarktentwicklungen 1995 ...

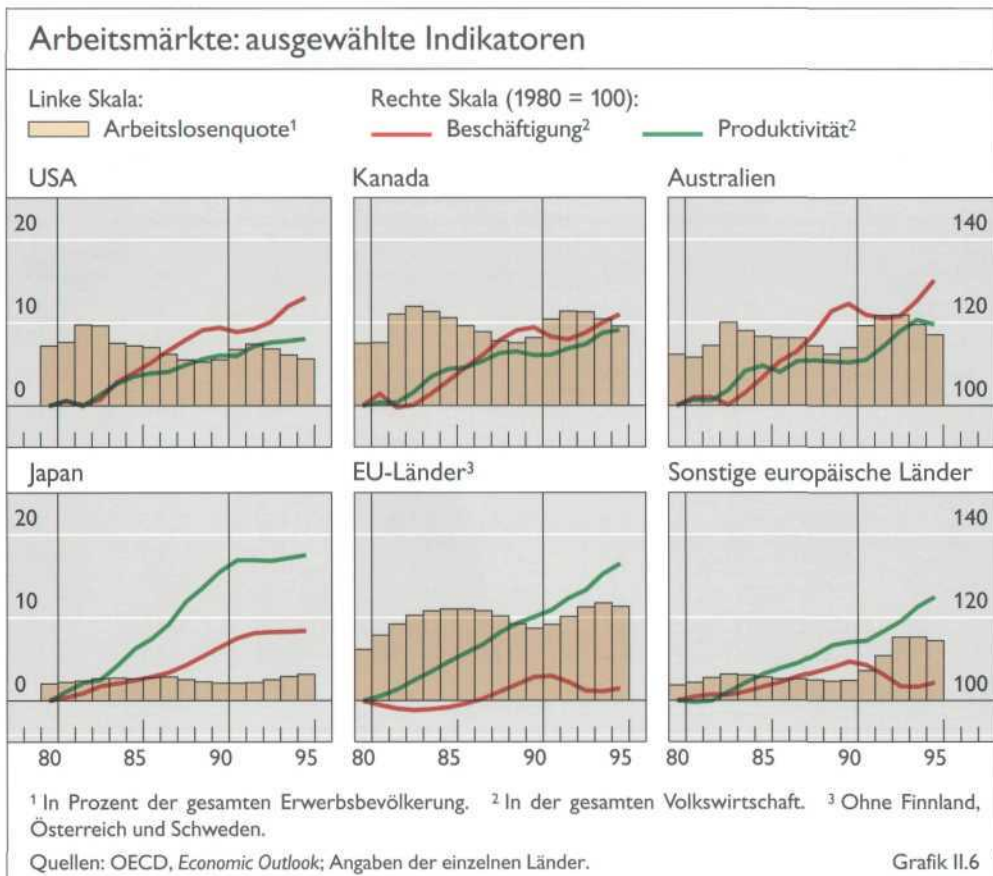


des Jahres 1995 durch den Stellenabbau im öffentlichen Sektor gestoppt. Auch im Vereinigten Königreich nahm die Arbeitslosigkeit ab; dies war jedoch zum Teil auf einen Rückgang der Erwerbsbevölkerung zurückzuführen. In einer Reihe anderer EU-Länder war die Arbeitslosigkeit Ende 1995 dagegen höher als 12 Monate zuvor. Nachdem sich die Beschäftigung in der ersten Jahreshälfte 1995 noch ausgeweitet hatte, begann sie mit der Konjunkturabschwächung ebenfalls abzunehmen. In Japan erreichte die Arbeitslosigkeit einen neuen Höchststand, blieb aber im Vergleich zu anderen Ländern weiterhin niedrig.

... entsprechen längerfristigen Trendunterschieden ...

... aufgrund von Marktunvollkommenheiten

Die jüngsten Unterschiede in der Arbeitsmarktentwicklung in den USA und den EU-Ländern entsprechen dem längerfristigen Trend, der dazu geführt hat, daß die durchschnittliche Arbeitslosenquote in der EU inzwischen doppelt so hoch ist wie in den USA (s. Grafik II.6). Während außerdem in den USA diskutiert wird, ob die „natürliche“ (d.h. die mit einer stabilen Inflation konsistente) Arbeitslosenquote gegenüber den siebziger und achtziger Jahren gesunken ist, geht es in Europa vor allem um die Frage, in welchem Ausmaß sich die natürliche Arbeitslosigkeit erhöht hat (s. S. 30) und wie ein weiterer Anstieg verhindert werden könnte. In diesem Zusammenhang wird drei verschiedenen, aber miteinander verbundenen Problemen besondere Aufmerksamkeit gewidmet: erstens der unzureichenden Flexibilität der Arbeitsmärkte in Europa, die vor allem in Beschäftigungssicherungsmaßnahmen begründet ist, zweitens der Starrheit der Reallöhne und der Lohnstruktur, in der Regel auf institutionelle und regulatorische Besonderheiten zurückzuführen, und schließlich den hohen Arbeitskosten, die vielfach den verschiedenen Lohnnebenkosten zugeschrieben werden.



## Flexibilität der Arbeitsmärkte: Indikatoren und Konsequenzen

Um die Flexibilität der Arbeitsmärkte zu messen, werden zumeist die Veränderung der Beschäftigung und die der Produktion zueinander in Relation gesetzt, ebenso die Variabilität der beiden Meßgrößen. Je stärker diese Beziehung ist, als um so flexibler wird der Arbeitsmarkt in der Regel eingestuft. In Tabelle II.3 sind solche Indikatoren zusammen mit dem Beschäftigungswachstum für zwei Teilperioden dargestellt. Danach wurden im Zeitraum 1975–85 in Kontinentaleuropa deutlich weniger Arbeitsplätze geschaffen als in den englischsprachigen Ländern, und die Arbeitsmarktflexibilität (gemäß der Definition in der Tabelle) war wesentlich geringer. Japan nahm eine mittlere Position ein. In Italien, Frankreich und Belgien war die Flexibilität besonders niedrig, was sich weitgehend durch verschiedene Beschäftigungssicherungsmaßnahmen erklären läßt, z.B. hohe Kosten aus der Beendigung von Arbeitsverhältnissen sowie Beschränkungen für kurzfristige Arbeitsverträge oder Teilzeitbeschäftigung. In der zweiten Teilperiode nahmen in der EU dagegen sowohl die Schaffung neuer Arbeitsplätze als auch die Arbeitsmarktflexibilität zu, und zwar insbesondere in Ländern, in denen Maßnahmen zur Deregulierung und Liberalisierung des Arbeitsmarktes ergriffen wurden. In Spanien und Italien konnte die Arbeitsmarktflexibilität durch die Einführung befristeter Arbeitsverträge und eine gewisse Senkung der Kosten aus der Beendigung von Arbeitsverhältnissen erheblich erhöht werden. In anderen Ländern wirkten eine Zunahme der Teilzeitarbeit oder der Übergang zu dezentralen Lohnverhandlungen

Flexibilität der  
Arbeitsmärkte ...

... in Europa  
gestiegen ...

Beschäftigungswachstum, Schaffung neuer Arbeitsplätze und Arbeitsmarktflexibilität						
Land	Beschäftigungswachstum <sup>1</sup>	Schaffung neuer Arbeitsplätze <sup>2</sup>	Arbeitsmarktflexibilität <sup>3</sup>	Beschäftigungswachstum <sup>1</sup>	Schaffung neuer Arbeitsplätze <sup>2</sup>	Arbeitsmarktflexibilität <sup>3</sup>
	1975–85			1985–95		
USA	2,2	0,80	0,65	1,6	0,60	0,85
Kanada	2,1	0,60	0,75	1,4	0,60	0,75
Australien	1,3	0,45	0,70	2,0	0,70	1,10
Neuseeland	1,1	0,60	0,35	0,4	0,35	0,85
Japan	1,1	0,25	0,35	1,1	0,40	0,35
EU-Länder <sup>4</sup>	0,2	0,05	0,30	0,8	0,30	0,85
darunter: Deutschland	0,3	0,10	0,60	0,7	0,25	0,75
Frankreich	0,1	0,05	0,50	0,4	0,20	0,50
Italien	0,5	0,15	0,20	-0,1	<0 <sup>5</sup>	1,20
Vereinigtes Königreich	-0,1	<0 <sup>5</sup>	0,85	0,4	0,15	0,90
Spanien	-1,6	<0 <sup>5</sup>	0,80	1,0	0,30	1,30
Sonstige Länder <sup>6</sup>	0,9	0,35	0,40	0,0	0,00	1,05

<sup>1</sup> Jahresveränderung in Prozent. <sup>2</sup> Verhältnis zwischen den Veränderungsraten der Beschäftigung und des BIP. <sup>3</sup> Verhältnis zwischen den Standardabweichungen der Veränderungsraten der Beschäftigung und des BIP. <sup>4</sup> Ohne Finnland, Österreich und Schweden. <sup>5</sup> Beschäftigungsrückgang bei Produktionssteigerung. <sup>6</sup> Finnland, Norwegen, Österreich, Schweden, Schweiz.

Quellen: OECD, *Economic Outlook*; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.3



mit Produktivitätsfortschritten als wesentlicher Voraussetzung für Lohnsteigerungen (wie in Australien) in eine ähnliche Richtung.

... dadurch  
Beschäftigungs-  
wachstum  
kurzfristig nicht  
unbedingt  
angeregt ...

Eine verbesserte Flexibilität der Arbeitsmärkte wird sich auf jeden Fall in einem höheren Beschäftigungswachstum niederschlagen, aber kurzfristig ist dies nicht unbedingt der Fall. Zwar fördern die Verringerung der Kosten aus der Beendigung von Arbeitsverhältnissen und die Einführung befristeter Arbeitsverträge die Bereitschaft der Unternehmen, bei positiven Schocks Arbeitskräfte einzustellen, aber gleichzeitig reduzieren sie auch die Kosten von Kündigungen im Falle negativer Schocks. Außerdem kann eine größere Arbeitsmarktflexibilität mit Bemühungen der Unternehmen zusammenfallen, angesichts eines stärkeren Wettbewerbsdrucks die Kosten zu senken und die Arbeitsproduktivität durch Personalabbau und Redimensionierung des Unternehmens zu steigern. In einem von erhöhtem Wettbewerb geprägten Umfeld mag dies für das Überleben der Unternehmen von entscheidender Bedeutung sein, es hat aber auch zur Folge, daß weniger neue Arbeitsplätze je Produkteinheit geschaffen werden, insbesondere wenn immer mehr Unternehmen diesem Konkurrenzdruck ausgesetzt sind. In manchen Fällen kommen die Vorteile der Arbeitsmarktliberalisierung außerdem noch nicht zum Tragen, weil die Gütermärkte noch zu stark reguliert sind.

In den meisten EU-Ländern und in Australien scheinen die verschiedenen bisher dargestellten Maßnahmen bewirkt zu haben, daß die Arbeitsmärkte rascher und reibungsloser auf Veränderungen der Nachfrage und des Wettbewerbsdrucks reagieren konnten; außerdem hat die Schaffung neuer Arbeitsplätze zugenommen, und das Beschäftigungswachstum ist leicht gestiegen. In anderen Ländern aber war die größere Flexibilität des Arbeitsmarktes mit einem Rückgang der Schaffung neuer Arbeitsplätze und/oder des Beschäftigungswachstums verbunden. Wie die Tabelle zeigt, war dies nach 1985 in den USA der Fall, und am ausgeprägtesten war es wahrscheinlich in Ländern wie Finnland und Schweden, die im Zeitraum 1985–95 im Zusammenhang mit Wechselkursverschiebungen eine Rezession verzeichneten. Ein niedrigeres Beschäftigungswachstum und eine geringere Schaffung von Arbeitsplätzen kennzeichneten auch die Situation Neuseelands, wo die Liberalisierung des Arbeitsmarktes Mitte der achtziger Jahre begann und weiter fortgeschritten ist als in den meisten anderen Ländern. Die Erfahrung Neuseelands zeigt jedoch auch, welchen Nutzen eine größere Arbeitsmarktflexibilität letztlich bringt, selbst wenn es lange dauert, bis es soweit ist: In den neunziger Jahren betrug das Beschäftigungswachstum durchschnittlich fast 2% pro Jahr, und der Indikator, der die Schaffung neuer Arbeitsplätze mißt, war höher als während der Zeit regulierter Arbeitsmärkte.

... allerdings  
langfristig

Problem der  
Langzeitarbeits-  
losigkeit

Gemäß anderen Indikatoren, die von den Zu- und Abgängen am Arbeitsmarkt ausgehen, scheint eine mangelnde Flexibilität der Arbeitsmärkte die Beschäftigten in Europa nicht daran gehindert zu haben, den Arbeitsplatz zu wechseln. Das Problem besteht vielmehr darin, daß im Verhältnis zum Stellenabbau nicht genügend neue Arbeitsplätze geschaffen werden, so daß nur ein ganz geringer Teil von Arbeitslosen wieder eine Beschäftigung findet. Das bedeutet, daß diejenigen, die ihre Stelle verloren haben, lange Zeit arbeitslos bleiben. Maßnahmen zur Verbesserung der Flexibilität der Arbeitsmärkte müssen darum durch Maßnahmen für die Langzeitarbeitslosen ergänzt werden. Im Vereinigten Königreich und in Australien hatten solche Maßnahmen bereits einigen Erfolg.

## Starre Strukturen im Lohnbereich

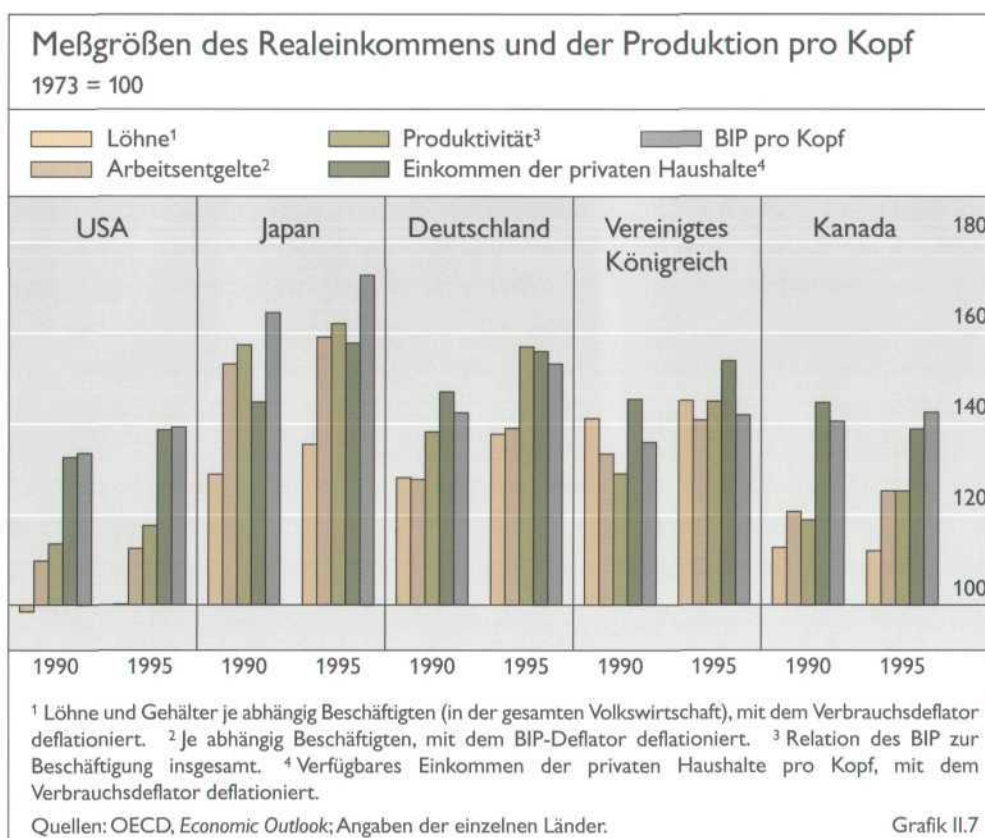
Hier kann es mehrere verschiedene Probleme geben. Zum Beispiel reagieren die Reallöhne auf aggregierter Basis möglicherweise nicht flexibel genug auf einen Anstieg der Arbeitslosigkeit sowie auf die Veränderungen der Produktivität und der Terms of Trade, von denen die Reallöhne letztendlich abhängen. Dieses Problem scheint jedoch heute nicht mehr so groß zu sein wie früher. In allen europäischen Ländern ist die Lohnquote in den letzten 10–15 Jahren sogar gesunken.

Heute besteht das Problem eher in einer starren Lohnstruktur. In den USA und im Vereinigten Königreich haben Veränderungen der Nachfrage nach unterschiedlichen Kategorien von Arbeitskräften dazu geführt, daß die Löhne ungelernter Arbeitskräfte im Vergleich zu denen qualifizierter Arbeitskräfte gesunken sind. In den meisten kontinentaleuropäischen Ländern hat sich die Lohnstruktur dagegen kaum verändert. Auf diese Weise ist der Anteil ungelernter Arbeitskräfte, die keine Stelle finden, hier stärker gestiegen als in den USA.

Ein beliebtes Argument gegen eine flexible Lohnstruktur ist, daß sie ein niedrigeres Produktivitätswachstum und stagnierende reale Durchschnittslöhne mit sich bringe. Denn ein großer Teil der Erwerbsbevölkerung findet lediglich niedrig-bezahlte Stellen, und wenn die Löhne Ungelernter niedrig sind und leicht angepaßt werden können, besteht für die Unternehmen ein besonderer Anreiz, solche Stellen anzubieten. Oft wird in diesem Zusammenhang darauf verwiesen, daß die Realeinkommen je Beschäftigten in den USA seit 1973 um über 10% gesunken sind. Diese Beobachtung stützt sich jedoch auf einen eng definierten Lohnbegriff. Erweitert man die Definition auf die Löhne und Gehälter je Beschäftigten, so sind die Reallöhne stabil geblieben (s. Grafik II.7). Auch diese breiter gefaßte Definition

Starre Lohnstrukturen

In den USA sinkende Reallöhne ...





... jedoch markanter Anstieg des Realeinkommens

bedeutet nicht, daß es den US-Amerikanern im Durchschnitt nicht besser geht als vor 25 Jahren, denn ein wachsender Anteil der Arbeitseinkommen sind Lohnnebenleistungen. Rechnet man diese mit ein, ergibt sich ein realer Einkommenszuwachs von 10%. In diesem Zusammenhang ist außerdem sehr wichtig, daß heute ein größerer Anteil der Bevölkerung beschäftigt ist als 1973. Berücksichtigt man all dies sowie auch die höheren staatlichen Transferleistungen nach Abzug der Steuern und die sonstigen Einkommen der privaten Haushalte, so ist das Realeinkommen der privaten Haushalte pro Kopf seit 1973 um fast 40% gestiegen, d.h. in demselben Tempo wie das BIP pro Kopf. Es gibt jedoch auch Hinweise darauf, daß es für entlassene Arbeitskräfte heute schwerer ist, eine gleich gut bezahlte neue Stelle zu finden. Dies könnte die Unsicherheit über die künftigen Beschäftigungsaussichten erhöht haben, wodurch sich in den USA wiederum das Konsumklima eingetrübt hat.

In anderen Ländern Zunahme des Realeinkommens

In anderen Ländern waren die Wachstumsraten insgesamt höher als in den USA. Das aber hing zumeist mit dem – wenngleich im Laufe der Zeit abnehmenden – Produktivitätsfortschritt zusammen, den diese Länder im Zuge der Verringerung des technologischen Abstands zu den USA realisierten. Daher ist – und das ist für die Frage der Arbeitsmarktflexibilität von entscheidender Bedeutung – die allgemeine Abschwächung des Produktivitätsfortschritts seit den siebziger Jahren in den USA wesentlich geringer ausgefallen, obwohl hier eine stärkere Verlagerung der Beschäftigung von der Industrie zum Dienstleistungssektor stattgefunden hat als in den meisten anderen Ländern. Außerdem ist der Unterschied zwischen den Wachstumsraten der Reallöhne und der Einkommen der privaten Haushalte in den anderen Ländern erheblich kleiner, außer in Kanada, wo auch die Erwerbsbeteiligung gestiegen ist. Im Vereinigten Königreich läßt sich das eher langsame Wachstum des BIP pro Kopf zum Teil sogar mit einem Rückgang der Erwerbsbevölkerung erklären.

#### *Hohe Arbeitskosten*

In Europa hohe Arbeitskosten ...

Ein Vergleich der Gesamtarbeitskosten im verarbeitenden Gewerbe je Stunde (s. Tabelle II.4) läßt keinen Zweifel daran, daß die Arbeitskosten in Kontinentaleuropa und besonders in Deutschland sehr hoch sind. Ein wichtiger Grund dafür ist offensichtlich der große Anteil von Lohnnebenkosten, und zwar vor allem von Renten- und sonstigen Sozialversicherungsbeiträgen. Diese Lohnnebenkosten reagieren außerdem kaum auf konjunkturelle und andere Schocks, und wegen der geltenden Beitragsbemessungsgrenzen fallen sie bei relativ niedrig bezahlten Arbeitnehmern, deren Stellen aus anderen Gründen ohnehin schon bedroht sind, besonders ins Gewicht. Somit sind die Lohnnebenkosten ein wichtiger Grund nicht nur für die hohen Gesamtarbeitskosten, sondern auch für die starre Lohnstruktur.

... mit möglichen Beschäftigungseffekten

Die hohen Arbeitskosten dürften auch das Beschäftigungswachstum gehemmt haben, indem sie den Unternehmen einen Anreiz lieferten, nicht im Inland, sondern im Ausland zu investieren. Im vergangenen Jahr erreichten beispielsweise die deutschen Direktinvestitionen im Ausland ein Rekordhoch. Zwar erhöhten sich die Zuflüsse von Direktinvestitionen nach Deutschland ebenfalls, aber der Nettokapitalabfluß durch Direktinvestitionen erreichte in den neunziger Jahren zusammen genommen bisher DM 180 Mrd., was über 10% der inländischen Ausrüstungsinvestitionen entspricht. Was dieser Kapitalabfluß im Endeffekt bedeutet, ist freilich

Gesamtarbeitskosten in der verarbeitenden Industrie: ausgewählte Länder				
Land	Gesamtarbeitskosten je Stunde 1995			Sozialversicherungsbeiträge und Lohnsummensteuern in % der Steuern insgesamt (1993)
	Index auf der Basis von Daten in einheitlicher Währung Deutschland=100	davon <sup>1</sup>		
		Lohnkosten	Lohnnebenkosten	
Deutschland	100	55	45	39
Japan	75	59	41	34
Frankreich	61	54	46	47
USA	55	71	29	29
Italien	52	50	50	37
Kanada	49	74	26	17
Vereinigtes Königreich	45	73	27	18
Ungarn <sup>2</sup>	10	50	50	39
Tschechische Republik <sup>2</sup>	7	60	40	35
Singapur <sup>2</sup>	23	68	32	30 <sup>3</sup>
Korea <sup>2</sup>	19	70	30	8
Malaysia <sup>2</sup>	6	76	24	15 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> In Prozent der Gesamtarbeitskosten. <sup>2</sup> Auf der Basis der Daten für 1994. <sup>3</sup> Einschl. Beiträge zu öffentlichen Vorsorgefonds.  
 Quellen: Institut der Deutschen Wirtschaft, *IW-Trends*; IWF, *Government Finance Statistics*; OECD, *Revenue Statistics*; schwedischer Arbeitgeberverband; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.4

ungewiß. Wenn das Kapital in Deutschland investiert worden wäre, wären die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und die Produktion höher gewesen, aber der damit verbundene Beschäftigungszuwachs wäre proportional weit niedriger ausgefallen (s. Tabelle II.3). Womöglich hätte die Alternative zu den Auslandsinvestitionen für die Unternehmen außerdem vielmehr darin bestanden, ihre Finanzvermögensposition zu stärken. Darüber hinaus stand ein großer Teil der deutschen Direktinvestitionen im Ausland im Zusammenhang mit dem Bemühen, die Marketing- und Service-Netze im Ausland zu verbessern, und trug somit dazu bei, inländische Arbeitsplätze in exportabhängigen Unternehmen zu sichern.

Um zur Lösung des Problems der Arbeitslosigkeit in Europa beizutragen, wird oft vorgeschlagen, die Last der Lohnnebenkosten zu verringern, indem die Gesundheitsfürsorge effizienter gestaltet wird und/oder die Sozialversicherungsbeiträge gesenkt werden. Dies ist durchaus wünschenswert, solange die Reduzierung der Lohnnebenkosten nicht durch höhere Löhne ausgeglichen wird. Da die Sozialversicherungsbeiträge einen beträchtlichen Anteil (in manchen Fällen fast 50%) der Einnahmen des öffentlichen Sektors ausmachen, müßten außerdem Schritte zur Senkung dieses Bestandteils der Lohnnebenkosten von Maßnahmen zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte begleitet werden.

#### Zusammenfassung und Ausblick

Zwar scheint sich die Flexibilität der europäischen Arbeitsmärkte dank verschiedener Maßnahmen in den letzten Jahren bereits verbessert zu haben, doch waren die Fortschritte sehr begrenzt. Die Flexibilität der Lohnstruktur in den Ländern Kontinentaleuropas ist noch immer niedriger als in den USA, und die Gesamt-

Verringerung der Lohnnebenkosten

Arbeitsmarktflexibilität erhöht ...



... Vorteile aber erst auf lange Sicht

arbeitskosten je Stunde sind nach wie vor hoch. Dies zeigt nicht nur, daß die bisher vorgenommenen Reformen wenig durchgreifend waren, sondern auch, daß sich manche Reformen auf kurze Sicht als zweischneidiges Schwert erweisen können. Eine geringere Beschäftigungssicherung vergrößert beispielsweise für die Unternehmen den Anreiz, neue Mitarbeiter einzustellen, erleichtert es ihnen aber auch, Arbeitnehmer zu entlassen. Außerdem haben die Maßnahmen eine lange Wirkungsverzögerung, und der Wettbewerbsdruck zwingt die Unternehmen, der Senkung ihrer Kosten durch Steigerung der Arbeitsproduktivität eine noch größere Priorität beizumessen. Läßt sich das Problem der hohen Arbeitskosten durch eine Senkung der Sozialversicherungsbeiträge lösen, ist dies gleichzeitig von Bedeutung für die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte und die Verringerung der Lasten des Wohlfahrtsstaats.

## Fast überall niedrigere Inflationsraten

### *Entwicklung der Preise, Lohnstückkosten und Gewinnspannen*

Anhaltend niedrige Inflation aufgrund maßvoller Lohnentwicklung

Die Inflationsrate betrug in den Ländern der Zehnergruppe 1995 ebenso wie 1994 durchschnittlich 2¼% (s. Tabelle II.5). Mit Ausnahme des Jahres 1986, als die Verbraucherpreise stark von dem Einmaleffekt des Ölpreiserückgangs beeinflusst wurden, war dies die niedrigste Steigerungsrate seit über 30 Jahren. Einige Länder wichen zwar von diesem allgemeinen Trend ab, doch diese Ausnahmen lassen sich zumeist auf vorübergehende Sondereinflüsse zurückführen, z.B. auf Änderungen bei den indirekten Steuern und/oder höhere Hypothekarzinsätze. Zurückhaltung bei den Löhnen und relativ große Produktivitätssteigerungen waren weiterhin die wichtigsten Gründe für die günstige Preisentwicklung. Zum ersten Mal seit dem Zweiten Weltkrieg waren schon seit mehreren Jahren die Lohnstückkosten in vielen Ländern rückläufig. Der durchschnittliche Rückgang war im vergangenen Jahr allerdings geringer als 1994, und in Dänemark und Schweden gaben die niedrigere Arbeitslosigkeit und/oder wachsende Gewinne bei den handelbaren Gütern bereits Anlaß zu höheren Lohnforderungen.

Gewinnsituation in den USA ...

Während sich die breit definierten Inflationskennzahlen einander angenähert haben, entwickelten sich die Importkosten und die Gewinnspannen von Land zu Land sehr unterschiedlich, so daß es schwierig ist, ihren Beitrag zum Inflationsabbau festzustellen. In Grafik II.8 wird die Entwicklung der Gewinnspannen auf der Grundlage der zusammengefaßten Inlands- und Auslandsumsätze dargestellt (s. die Anmerkung zur Grafik), und danach haben sich in den USA die Nettogewinne vor Steuern wie auch die Nettoumsatzrenditen erhöht. Das hängt vor allem damit zusammen, daß die deutliche Zunahme der Verwendung von Importen sowie der Importkosten durch niedrigere Nettozinszahlungen und eine nur geringe Steigerung der Arbeitskosten mehr als ausgeglichen wurde und daher der Anstieg der Gesamtkosten unter dem der Güterpreise blieb. In dem begrenzten Rahmen dieses Ansatzes könnte man daher die Schlußfolgerung ziehen, daß die Gewinnentwicklung in der jüngsten Expansionsphase in gewissem Maße zur Inflation beigetragen hat.

... Japan ...

Anders als in den USA mußten die Unternehmen in Japan und in weit geringerem Umfang auch in Kanada anscheinend einen wesentlichen Rückgang ihrer Nettogewinne und -renditen hinnehmen, insbesondere während der jüngsten

Verbraucherpreise und Lohnstückkosten										
Land	Verbraucherpreise					Lohnstückkosten <sup>1</sup>				
	1980–89	1990	1993	1994	1995	1980–89	1990	1993	1994	1995
	Jahresveränderung in Prozent									
USA	5,5	5,4	3,0	2,6	2,8	2,9	3,0	0,2	-1,3	-0,6
Japan	2,5	3,1	1,3	0,7	-0,1	1,0	2,1	5,3	-0,3	-2,0
Deutschland <sup>2</sup>	2,9	2,7	4,5	2,7	1,8	2,4	2,1	3,6	-6,1	1,1
Frankreich	7,3	3,4	2,1	1,7	1,8	4,6	3,3	2,2	-5,9	-1,7
Italien	11,2	6,1	4,2	3,9	5,4	8,3	6,9	2,6	-2,7	-4,3
Vereinigtes Königreich	7,4	9,5	1,6	2,5	3,4	6,0	6,7	-0,2	0,0	3,3
Kanada	6,5	4,8	1,8	0,2	2,2	4,9	3,4	-2,8	-1,8	-0,4
Belgien	4,9	3,5	2,8	2,4	1,5	1,3	6,0	0,9	-1,5	-0,3
Niederlande	2,8	2,5	2,6	2,8	1,9	0,5	1,3	1,5	-4,4	-5,3
Schweden	7,9	10,5	4,6	2,2	2,5	6,7	5,6	-6,2	-0,6	-0,7
Schweiz	3,3	5,4	3,3	0,9	1,8	1,8	3,1	0,1	-5,7	-2,7
Zehnergruppe <sup>3</sup>	5,4	4,9	2,7	2,2	2,2	3,3	3,4	1,5	-2,1	-0,8
Australien	8,4	7,3	1,8	1,9	4,6	7,9	3,9	-3,8	-3,6	-0,2
Dänemark	6,9	2,6	1,3	2,0	2,1	5,5	6,4	-3,7	1,6	3,7
Finnland	7,2	6,2	2,2	1,1	1,0	4,7	8,7	-6,2	-4,4	4,8
Neuseeland	11,8	6,1	1,3	1,8	3,8	10,1	3,7	-0,4	-0,1	4,6
Norwegen	8,3	4,1	2,3	1,4	2,5	4,4	3,9	-0,1	0,4	3,1
Österreich	3,8	3,3	3,6	3,0	2,2	1,6	1,4	0,4	-3,5	-1,7
Portugal	17,5	13,4	6,5	5,2	4,1	12,4	15,8	7,3	3,6	2,8
Spanien	10,2	6,7	4,6	4,7	4,7	7,8	11,4	1,2	-4,9	0,8
Länder insgesamt <sup>3</sup>	5,7	5,0	2,8	2,3	2,4	3,6	3,8	1,4	-2,1	-0,7

<sup>1</sup> Im verarbeitenden Gewerbe; Zeitreihen von Land zu Land unterschiedlich definiert. <sup>2</sup> Verbraucherpreise vor 1993 und Lohnstückkosten: nur Westdeutschland. <sup>3</sup> Berechnet anhand von Gewichten auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1990.

Quellen: OECD, *Economic Outlook*; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle II.5

Rezessionsphase. Zwar sind die Lohnstückkosten in Japan seit 1990 weniger gestiegen als in anderen Ländern, doch höhere Abschreibungen infolge des vorangegangenen Investitionsbooms haben auch die Gesamtkosten in die Höhe getrieben und zusammen mit dem schärferen Wettbewerb durch Billigimporte die Unternehmen gezwungen, ihre Gewinnspannen zu verkleinern, insbesondere bei den Exporten. Dadurch dürften die Gewinne je Produkteinheit jetzt um rund 35% niedriger sein als 1985, während die Güterpreise nur um 4% gestiegen sind. Dieser Druck auf die Gewinnmargen in der jüngsten Rezessionsphase nimmt im Desinflationsprozeß in Japan ganz offensichtlich eine Schlüsselstellung ein, aber ebenso offensichtlich war der Desinflationsprozeß seinerseits mitverantwortlich für die angespannte Gewinnsituation.

In allen wichtigen europäischen Ländern haben sich die Nettogewinnspannen dagegen ausgeweitet. Ungeachtet der anhaltend hohen Arbeitskosten waren die Unternehmen in einigen Ländern offenbar in der Lage, vor dem Hintergrund der allgemeinen Mäßigung in der Lohnentwicklung ihre früheren Gewinnspannen zum Teil wiederherzustellen. In Italien und im Vereinigten Königreich war der Zuwachs besonders groß, wobei dies in Italien weitgehend auf die maßvollen Lohnsteigerungen seit dem einkommenspolitischen Abkommen von 1992 und auf den außer-

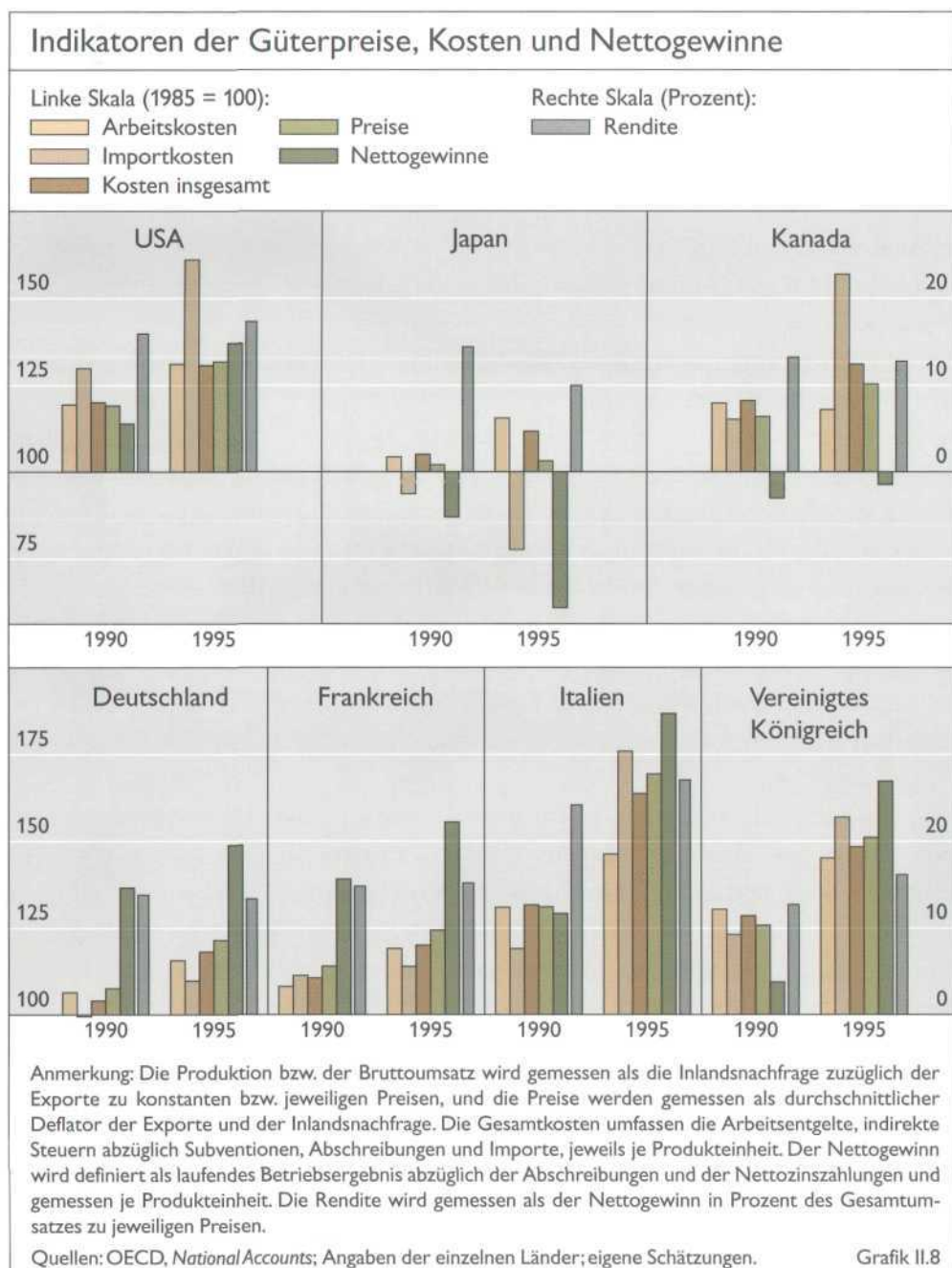
... und Europa



gewöhnlichen Anstieg der Exportvolumina wie auch der in Inlandswährung gemessenen Exportpreise zurückzuführen ist. In letzter Zeit kamen auch die Unternehmen in Frankreich dank der moderaten Steigerung der Arbeitskosten zu höheren Gewinnspannen, während das hohe Wachstum der Nominallöhne in Deutschland durch Rationalisierungsmaßnahmen, Personalabbau und größere Produktivitätssteigerungen kompensiert wurde. Anders als in Italien und im Vereinigten Königreich wirkten die Importkosten dämpfend auf die Preise, insbesondere in Deutschland.

Diese Indikatoren deuten darauf hin, daß die Unternehmensgewinne in Europa von dem Umfeld niedriger Preissteigerungsraten in den letzten Jahren profitiert, aber nicht ihrerseits dazu beigetragen haben. Hinter den gesamtwirtschaftlichen Indikatoren können sich jedoch erhebliche Unterschiede zwischen den

Gewinne der Wirtschaftszweige unterschiedlich





einzelnen Wirtschaftsbereichen verbergen. In Abwertungsländern entwickelten sich beispielsweise die Gewinne in den im internationalen Wettbewerb stehenden Wirtschaftszweigen besonders dynamisch, während die Gewinnsteigerungen in Deutschland in den geschützten Wirtschaftszweigen größer waren als in den exportorientierten. In Japan scheinen dagegen große, exportorientierte Industrieunternehmen trotz der niedrigeren Gewinnspannen bessere Ergebnisse verzeichnet zu haben als kleine und mittlere Unternehmen anderer Wirtschaftsbereiche, die die Zunahme der Billigimporte stärker zu spüren bekamen.

#### *Grundstrukturen und Verhalten an den Güter- und Arbeitsmärkten*

Auf längere Sicht ist eine günstige Preisentwicklung vor allem der Geldpolitik zuzuschreiben, doch für den Transmissionsmechanismus sind vor allem das kurzfristige Verhalten der Preise und Löhne sowie deren Wechselspiel maßgeblich. Von zentraler Bedeutung ist dabei der Begriff der „natürlichen“, d.h. mit einer stabilen Inflationsrate konsistenten Arbeitslosenquote. Diese Quote wird in erster Linie durch strukturelle Gegebenheiten am Arbeitsmarkt determiniert. Wichtig sind jedoch darüber hinaus die Preis- und Gewinnentwicklung sowie unter bestimmten Umständen auch der Trend des Produktivitätswachstums. In diesem Zusammenhang sind zwei Fragen von besonderem Interesse: Hat sich die „natürliche“ Arbeitslosenquote in den letzten Jahren verändert? Und haben die früheren empirischen Hinweise auf einen symmetrischen kurzfristigen „Trade-off“ zwischen Inflation und Produktion noch Gültigkeit?

Strukturelle  
Veränderungen der  
Determinanten  
niedriger Inflation

Es dürfte kaum zu bezweifeln sein, daß die natürliche Arbeitslosenquote in den meisten kontinentaleuropäischen Ländern und auch in Kanada und Australien heute höher ist als vor zehn oder fünfzehn Jahren (s. den vorangegangenen Abschnitt). In den USA und im Vereinigten Königreich gibt es dagegen Hinweise darauf, daß sie sich in letzter Zeit etwas verringert haben könnte. In beiden Ländern haben sich die Machtverhältnisse in den Tarifverhandlungen deutlich zugunsten der Arbeitgeber verschoben, und die Lohnstruktur ist erheblich flexibler als in den meisten anderen Ländern. Die Lohnsteigerungen blieben in beiden Ländern im vergangenen Jahr gedämpft, obwohl die Arbeitslosigkeit auf ein im Vergleich zur jüngeren Vergangenheit niedriges Niveau zurückgegangen ist. Dennoch ist es natürlich noch zu früh, um richtungweisende wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen zu ziehen.

Die „natürliche“  
Arbeitslosenquote

Ebenso problematisch sind endgültige Aussagen über das Verhaltensmuster der Preise, der Gewinne und des Produktivitätstrends. Einerseits hat es der schärfere inländische und internationale Wettbewerb – verbunden mit den niedrigen Inflationsraten – schwieriger gemacht, Kostensteigerungen auf die Preise zu überwälzen, so daß für die Unternehmen starke Anreize bestehen, die Kosten niedrig zu halten. Andererseits scheinen sich die Nettogewinnspannen in einigen Ländern, wie bereits erwähnt, infolge geringerer Kostensteigerungen ausgeweitet zu haben. Außer in der verarbeitenden Industrie gibt es auch kaum Anzeichen eines rascheren Produktivitätszuwachses; zu berücksichtigen ist aber, daß der Produktivitätsfortschritt im Dienstleistungssektor größer sein dürfte, als es die aktuellen Meßgrößen erkennen lassen.

Veränderung der  
Gewinne, Preise  
und Produktivitäts-  
trend

Bis vor kurzem schienen die meisten empirischen Analysen darauf hinzuweisen, daß der *Trade-off* zwischen der Inflation und dem Verhältnis der Produktion

Hinweise auf  
asymmetrischen  
„Trade-off“ ...

zum Produktionspotential symmetrisch ist, so daß ein Inflationsanstieg infolge einer Übernachfrage ohne jeglichen Nettoverlust in der Produktion umkehrbar wäre. Dem stand die Einschätzung der meisten Wirtschaftspolitiker gegenüber, denn diese hatten die hohen Wachstumseinbußen erlebt, die mit den Maßnahmen zur Bekämpfung des Preisaufriffs in den letzten beiden Jahrzehnten verbunden waren, und ihnen war deutlicher bewußt geworden, daß eine Übersteigerung der Nachfrage vermieden werden muß. Jüngere Forschungsarbeiten über die USA und die G7-Länder stützen eher diese Einschätzung, denn sie zeigen, daß sich der Preisaufriff bei einem plötzlichen Nachfrageschub dreimal so stark beschleunigt, wie er bei einem entsprechenden Nachfrageeinbruch gebremst wird. Auch die Entwicklung in den USA und im Vereinigten Königreich 1994/95 im Vergleich zum Zeitraum 1989–91 läßt sich vor dem Hintergrund dieser neuen Erkenntnisse betrachten. 1988/89 kam es in beiden Ländern zu einer konjunkturellen Überhitzung, und weil erst *nach* dem Einsetzen des Inflationsanstiegs zu restriktiven Maßnahmen gegriffen wurde, war der nachfolgende Konjunkturrückgang stark ausgeprägt und hartnäckig. Dagegen bewirkte der Anstieg der Zinssätze Anfang 1994 – als die Inflation noch eher niedrig war, eine Zunahme aber erwartet wurde –, daß der Inflationsdruck recht schnell eingedämmt werden konnte, ohne daß es zu größeren Produktions- und Beschäftigungseffekten kam.

... mit neuen  
Erkenntnissen für  
die Politik

## Welthandel, Leistungsbilanzen und Wechselkurse

### *Welthandel*

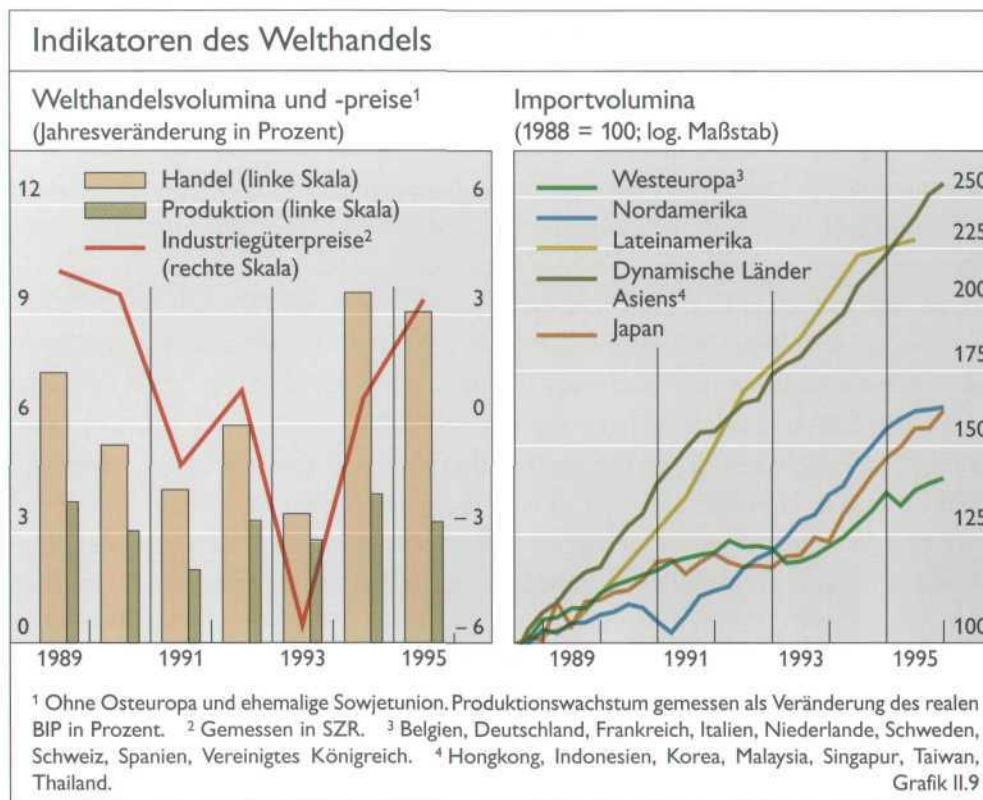
Jüngste Entwicklung  
des Welthandels  
und der Preise

Im Zuge der bereits erörterten Konjunkturabschwächung verlangsamte sich im vergangenen Jahr auch das Wachstum des internationalen Handelsvolumens der Industrieländer mit Waren und Dienstleistungen. Die Zuwachsrate war aber mit rund 9% immer noch mehr als doppelt so hoch wie die des aggregierten BIP (s. Grafik II.9). In der Gruppe der Entwicklungsländer beschleunigte sich das Wachstum des Außenhandels trotz der Rezession in einigen lateinamerikanischen Ländern. Dahinter standen einerseits Entwicklungen innerhalb dieser Ländergruppe, andererseits aber auch die nachhaltig steigenden Importe in Industrieländer und die Produktionsauslagerungen aus den Industrieländern. Die Außenhandelspreise (gemessen in SZR) erhöhten sich 1995, nachdem sie zuvor seit 1990 um insgesamt 5% zurückgegangen waren. Bei den einzelnen Gütergruppen war die Situation jedoch unterschiedlich. Während sich der Preisanstieg bei den Industriegütern beschleunigte und sich die früheren Preisrückgänge beim Rohöl zum Teil umkehrten, war der Preisanstieg bei den Rohstoffen (ohne Energieträger) 1995 erheblich niedriger als 1994.

Langfristige Trends

Die Entwicklung des Außenhandels und die Ressourcenverwendung wurden außerdem durch verschiedene längerfristige Trends beeinflusst, die teils durch neue Technologien und teils durch Veränderungen in der Verfügbarkeit kostengünstiger Arbeitskräfte verursacht worden waren. Neue, billigere Kommunikationstechnologien waren für die Unternehmen in den Industrieländern ein starker Anreiz, eine Reihe von Aktivitäten in Entwicklungsländer zu verlagern, die zu äußerst wettbewerbsfähigen Löhnen qualifizierte Arbeitskräfte boten. In Grenzregionen entstanden Fabriken für die Montage importierter Teile und den Export von





Fertigwaren; Mexiko und einige der südchinesischen Provinzen sind hier die augenfälligsten Beispiele. Der erfaßte Außenhandel wächst im Dienstleistungsbereich seit mehreren Jahren sogar schneller als im Warenbereich, obwohl die Inlandsumsätze von Niederlassungen ausländischer Unternehmen (die rund die Hälfte der Dienstleistungstransaktionen ausmachen) nicht als Außenhandelstransaktionen angesehen werden. Hinzufügen ließe sich noch die zunehmende Bedeutung grenzüberschreitender Transaktionen innerhalb multinationaler Unternehmen, die zumeist durch Unterschiede in der Besteuerung und bei sonstigen Standortkosten motiviert sind, teilweise aber auch durch Wechselkursveränderungen beeinflusst werden können. Ein weiterer Faktor trat im vergangenen Jahr besonders in Japan zutage: Die registrierten Handelsströme können sich stark verschieben, wenn Unternehmen ihre Exporte durch eine Fertigung im Absatzland ersetzen und sich die Importe sprunghaft erhöhen, die von im Auslandsbesitz befindlichen kostengünstig produzierenden Unternehmen in Entwicklungsländern stammen.

#### Leistungsbilanzen

Konjunkturelle Divergenzen, die Spätwirkungen vorangegangener Wechselkursveränderungen und wachsende Auslandsvermögenspositionen hatten im vergangenen Jahr allgemein spürbaren Einfluß auf die Leistungsbilanzen. Besonders deutlich zeigte sich dies in den beiden größten Volkswirtschaften (s. Grafik II.10).

In den USA war die Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit (um rund 10% seit 1991), die weitgehend auf den Rückgang des Dollar-Außenwerts zurückzuführen war, ein entscheidender Faktor für den Anstieg des Exportvolumens – trotz der rückläufigen Exporte nach Mexiko – um fast 15% im Jahr 1995, mit dem sich der Gesamtzuwachs in diesem Jahrzehnt auf 65% erhöhte. Angesichts der relativ weit fortgeschrittenen Position der USA im Konjunkturzyklus und der

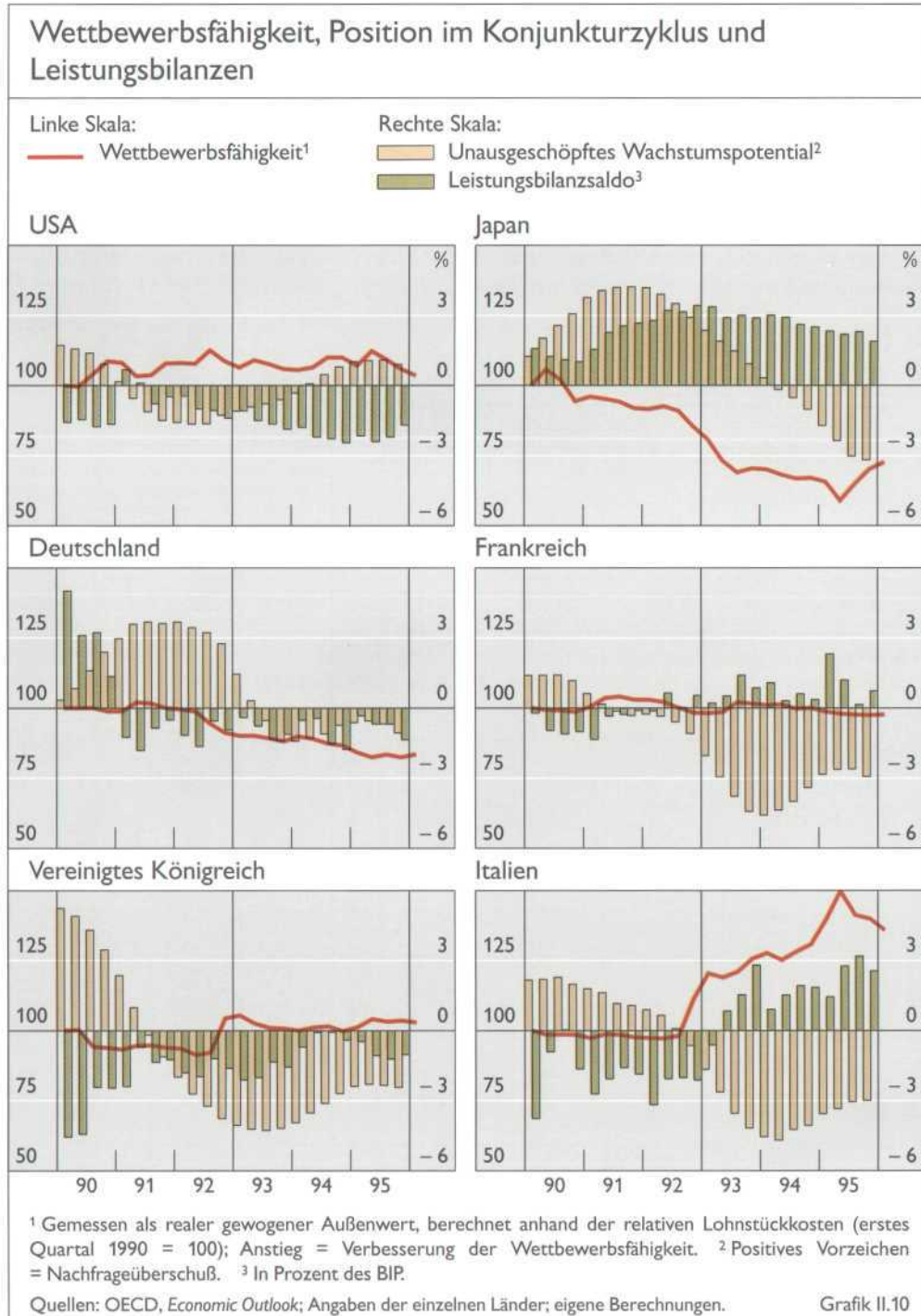
Lebhafter Anstieg der US-Exporte, aber größere Ungleichgewichte



Starkes Importwachstum in Japan aufgrund von Währungs- aufwertung und Reformen ...

damit verbundenen Marktdurchdringung importierter Güter blieb der Importzuwachs jedoch hoch. Dadurch vergrößerte sich das US-Außenhandelsdefizit auf über US-\$ 150 Mrd., den höchsten je verzeichneten Stand (s. Tabelle II.6), und bei höheren Nettozinszahlungen weitete sich auch das Leistungsbilanzdefizit aus.

Die genannten Fundamentalfaktoren waren auch ausschlaggebend für die japanische Leistungsbilanzentwicklung; allerdings waren die Vorzeichen hier umgekehrt. Zwar reduzierte sich die Importnachfrage bedingt durch das schleppende Wachstum der Inlandsnachfrage, doch wurde dies durch den Anstieg des realen Außenwerts des Yen (um insgesamt 40% seit 1991) mehr als wettgemacht, so daß die Importvolumina im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr um fast 14% zunahmen.



Seit Beginn der Rezession im Jahr 1991 ist das Gesamtvolumen importierter Waren und Dienstleistungen um fast 35% gestiegen, obwohl die Inlandsnachfrage nur um 2,5% zugenommen hat. Reformen im Einzelhandelssektor und die erhebliche Ausweitung des Anteils der Fertigwarenimporte deuten darauf hin, daß dieser Anstieg der Importquote zum Teil von Dauer sein könnte. Auch auf der Exportseite machte sich der Wertgewinn des Yen bemerkbar. Zwar war der Exportanstieg größer als 1994, er blieb aber immer noch weit hinter der Nachfrageexpansion an den wichtigsten Exportmärkten zurück, so daß sowohl der Anteil Japans an den weltweiten Exporten insgesamt als auch der japanische Handelsbilanzüberschuß wiederum zurückgingen. Allerdings waren das schwächere Exportwachstum und insbesondere die Verringerung des Außenhandelsüberschusses gegenüber den USA in hohem Maße darauf zurückzuführen, daß japanische Fahrzeughersteller zuvor ihre Fertigung in die USA verlagert hatten.

In der japanischen Leistungsbilanz fiel die Korrektur wegen steigender Reiseverkehrs Ausgaben im Ausland noch höher aus, obwohl sich die Nettokapitalerträge ausweiteten. Hierbei spielten die Nettozinseinkünfte eine Rolle, aber auch höhere Gewinne aus Direktinvestitionen im Zusammenhang mit dem bereits erwähnten sprunghaften Anstieg der Importe von Unternehmen in japanischem Besitz und der Verlagerung der Exportproduktion ins Ausland. Der Leistungsbilanzüberschuß gemessen in Yen sank dennoch im Laufe des Jahres 1995

... führt zu  
geringerem  
Leistungsbilanz-  
überschuß

Leistungsbilanzsalden der Industrieländer									
Land/Ländergruppe	Leistungsbilanzsaldo			darunter					
				Handelsbilanzsaldo			Kapitalertragsbilanzsaldo		
	1991	1993	1995	1991	1993	1995	1991	1993	1995
Mrd. US-Dollar									
Industrieländer	-31,9	22,8	7,8	-11,9	76,3	96,6	- 9,2	- 4,3	-27,8
USA	- 7,4	-99,9	-152,9	-74,1	-132,6	-174,5	15,1	9,0	-11,4
Japan	72,9	131,4	110,6	103,0	141,5	134,9	26,7	41,4	45,1
Westeuropa	-62,8	25,0	80,9	-49,6	58,7	119,1	-19,1	-23,5	-20,7
darunter:									
Deutschland	-19,1	-16,1	- 17,3	18,4	39,7	68,5	19,7	13,8	1,8
Frankreich	- 6,5	9,1	16,8	- 9,0	8,6	12,1	- 5,1	- 8,2	- 6,2
Italien	-23,9	11,0	27,4	- 0,3	32,9	44,1	-17,4	-16,2	-15,6
Vereinigtes Königreich	-14,7	-16,6	- 10,5	-18,3	- 20,1	- 18,2	- 1,1	2,8	10,5
Belgien/Luxemburg	4,7	11,2	16,5	- 0,4	3,6	7,0	1,4	3,0	4,2
Finnland	- 6,7	- 1,1	4,7	1,1	5,4	9,9	- 4,6	- 5,0	- 4,3
Niederlande	7,7	11,7	14,2	10,7	14,6	19,0	1,0	0,9	1,8
Schweden	- 4,7	- 3,8	4,6	5,1	6,8	14,9	- 6,2	- 8,6	- 6,4
Schweiz	10,7	19,4	19,9	- 5,6	1,6	0,1	15,3	14,4	16,4
Spanien	-16,6	- 2,8	7,2	-30,3	- 14,9	- 17,7	- 4,5	- 3,6	- 5,3
Türkei	0,3	- 6,4	- 2,3	- 7,3	- 14,2	- 13,2	- 1,9	- 1,5	- 1,9
Übrige Industrieländer	-34,6	-33,7	- 30,8	8,8	8,8	17,2	-31,9	-31,2	-40,8
Australien	- 9,5	-10,0	- 18,7	3,5	- 0,2	- 4,3	-12,4	- 8,5	-13,1
Kanada	-23,6	-22,4	- 9,4	3,2	7,2	20,7	-16,7	-20,2	-23,9
Neuseeland	- 1,5	- 1,3	- 2,7	2,1	1,7	0,8	- 2,8	- 2,4	- 3,8

Quellen: IWF, *Balance of Payments Statistics*; OECD, *Economic Outlook*; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Tabelle II.6



um 25%, und Anfang dieses Jahres verzeichnete Japan zum ersten Mal seit über fünf Jahren – wenn auch nur vorübergehend – ein Monatsdefizit.

Inländische  
Ersparnis und  
Investitionstätigkeit

Das wachsende außenwirtschaftliche Ungleichgewicht der USA läßt sich darauf zurückführen, daß die Entwicklung der inländischen Ersparnis mit dem Anstieg der inländischen Investitionen nicht Schritt gehalten hat. Während sich das Verhältnis der Bruttoinvestitionen zum BIP seit 1991 um fast 3 Prozentpunkte erhöht hat (damals war die Leistungsbilanz aufgrund von Einmalzahlungen nach dem Golfkrieg praktisch ausgeglichen), ist die inländische Bruttoersparnis weitgehend konstant geblieben, denn die Tendenz zu verringertem Entsparen im öffentlichen Sektor wurde durch eine niedrigere private Ersparnisbildung ausgeglichen. Mit nur 4½% des verfügbaren Einkommens ist die Sparquote der privaten Haushalte in den USA zur Zeit kleiner als in allen anderen Industrieländern außer Australien und Finnland. In Japan entwickeln sich Investitionen und Ersparnisse insgesamt umgekehrt wie in den USA. Die inländischen Bruttoinvestitionen haben sich in Relation zum BIP vermindert, aber die nationale Ersparnis ist noch stärker gesunken, da die niedrigere staatliche Ersparnis nur zum Teil durch eine höhere Ersparnisbildung der privaten Haushalte kompensiert wurde. Um das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht der USA dauerhaft zu beseitigen, ist daher eine Stärkung der Ersparnisbildung erforderlich, während für eine weitere Korrektur in Japan wohl ein Anstieg der Absorption des privaten Sektors notwendig wäre, um die geplante Abschaffung der finanzpolitischen Anreize im weiteren Verlauf dieses Jahres auszugleichen.

In Deutschland  
niedrigeres Defizit

Die D-Mark wertete im vergangenen Jahr real kräftiger auf als der Yen; in den letzten Jahren zusammengenommen war die Aufwertung des Yen allerdings erheblich größer. Dennoch gelang es den deutschen Exportunternehmen, ihren Anteil an den weltweiten Ausfuhren 1995 zu halten, und da sich vor dem Hintergrund der inländischen Konjunkturschwäche das Importwachstum verminderte, stieg der Außenhandelsüberschuß an. Die Leistungsbilanz verbesserte sich, auch wenn der geringere Überschuß in der Kapitalertragsbilanz in die andere Richtung wirkte.

Große  
Umschwünge in  
einigen euro-  
päischen Ländern ...

In anderen europäischen Ländern fiel der Leistungsbilanzumschwung in diesem Jahrzehnt stärker aus. In Italien kehrte sich das hohe Defizit im Zuge der Lira-Abwertung in einen noch höheren Überschuß. Trotz der deutlichen Erholung der Investitionen in diesem Jahr ist dieser Umschwung allerdings zum größten Teil durch einen Rückgang der Investitionsquote begründet. Die Sparquote hat sich dagegen kaum verändert, denn die Verringerung des staatlichen Entsparens wurde durch den rückläufigen Trend in der Ersparnisbildung der privaten Haushalte im wesentlichen ausgeglichen. In anderen Ländern, die sowohl einen Wertverlust ihrer Währung als auch eine relativ ausgeprägte Rezession verzeichneten, verbesserte sich die Leistungsbilanz ebenfalls erheblich. Beispielsweise konnten Finnland und Schweden ihre außenwirtschaftliche Position in Relation zum BIP um 8½% bzw. 4½% stärken. Wie in Italien, sind die Veränderungen auch hier größtenteils durch einen Rückgang der Investitionsquote bedingt. Die Sparquote Schwedens liegt sogar noch unter ihrem Niveau von 1991; allerdings scheinen jüngst ergriffene finanzpolitische Maßnahmen den Trend zum Entsparen umgekehrt zu haben. Auch in Spanien verbesserte sich die Handelsbilanz deutlich, und das Leistungsbilanzdefizit wurde vollständig abgebaut.

Beachtliche Leistungsbilanzveränderungen gab es jedoch nicht nur in Ländern, deren Währung an Wert verlor. In Belgien und der Schweiz wächst der



Leistungsbilanzüberschuß seit mehreren Jahren, vor allem dank steigender Kapitalerträge. Auch die Niederlande verzeichneten einen hohen und zumeist steigenden Leistungsbilanzüberschuß, wofür im wesentlichen die Entwicklung in der Handelsbilanz verantwortlich war. Ebenso trug auch in Frankreich die Handelsbilanz maßgeblich zur Verbesserung der Leistungsbilanzsituation bei; hier dürfte die Ausweitung der Kapazitätsunterauslastung um 3–4 Prozentpunkte seit 1991 eine entscheidende Rolle gespielt haben. In der Türkei verschlechterte sich die außenwirtschaftliche Position dagegen 1991–93 beträchtlich, was in erster Linie auf eine starke Zunahme des Haushaltsdefizits zurückzuführen war. Das Stabilisierungsprogramm vom April 1994 brachte eine gewisse Atempause, doch nach dem sprunghaften Anstieg der Importe um 25% verschlechterten sich die Handelsbilanz und die Leistungsbilanz 1995 wieder.

... und wachsende Überschüsse in anderen ...

... aber nicht in der Türkei

Insgesamt hat sich die Leistungsbilanzposition der europäischen Länder in den letzten vier Jahren um nahezu US-\$ 140 Mrd. verbessert, obwohl Deutschland, das 1990 noch einen hohen Leistungsbilanzüberschuß ausgewiesen hatte, ein leichtes Defizit verzeichnete. Diese Leistungsbilanzkorrektur ist weit größer als die Japans und betragsmäßig fast ebenso hoch wie die Verschlechterung der Außenwirtschaftsposition der USA im selben Zeitraum.

Anders als die europäischen Länder weisen Australien, Kanada und Neuseeland ein hohes Leistungsbilanzdefizit aus, was insbesondere mit der Bedienung der Auslandsschuld im Zusammenhang steht. Die jüngste Entwicklung der außenwirtschaftlichen Position war jedoch in allen drei Ländern unterschiedlich. Kanada profitierte von einer Stärkung seiner Wettbewerbsfähigkeit und von dem kräftigen Wirtschaftswachstum in den USA, so daß sich das Leistungsbilanzdefizit deutlich reduzierte, obwohl sich die Nettovermögensposition gegenüber dem Ausland und der Saldo der Kapitalertragsbilanz immer mehr verschlechterten. Außerdem wurde die Verbesserung durch einen Anstieg der Sparquote bewirkt, denn die Investitionsquote ist weitgehend konstant geblieben. Sowohl in Australien als auch in Neuseeland verschlechterte sich dagegen die Leistungsbilanzsituation. Hierfür sind vor allem das relativ hohe Wirtschaftswachstum und die sich abschwächende Handelsbilanz verantwortlich, obwohl sich die Exporte nach Asien ausweiteten und eine allmähliche Verschiebung zugunsten der Exporte von Fertig- und Halbwaren stattfindet. Das australische Leistungsbilanzdefizit, das über 5% des BIP beträgt, scheint auf zwei grundlegende Schwächen hinzudeuten: eine ungewöhnlich ausgeprägte und nachteilige Konjunkturempfindlichkeit sowie einen trendmäßigen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Ersparnisbildung, der vor allem von den privaten Haushalten ausgeht.

In Kanada geringeres Leistungsbilanzdefizit ...

... in Australien und Neuseeland jedoch größere Ungleichgewichte

### III. Entwicklungen in der übrigen Welt

#### Schwerpunkte

Die Gesamtproduktion der Entwicklungsländer wuchs 1995 fast ebenso schnell wie 1994, wobei der Rückgang hauptsächlich auf Nachfrageeinbrüche in Mexiko und Argentinien zurückzuführen war. Infolge der Peso-Krise war Mexiko volatilen Wechselkursen und starken Zinsbewegungen ausgesetzt, was zu Instabilität auf den Finanzmärkten beitrug. Das Bankensystem sah sich großen Schwierigkeiten gegenüber, und die Inflation blieb auf sehr hohem Niveau. In Argentinien, das von den negativen Einflüssen der Mexiko-Krise am meisten betroffen war, hielten die Behörden trotz der Rezession an ihrem Entschluß fest, die festgesetzte Dollarparität zu wahren. Auch in Brasilien wurde die Wechselkursbindung beibehalten, und mit sich abschwächender Konjunktur fiel die Inflationsrate weiter. Im Frühjahr 1996 waren in allen drei Ländern Anzeichen einer wirtschaftlichen Erholung zu erkennen.

In einigen Ländern Afrikas haben Strukturreformen und eine solidere Wirtschaftspolitik zur Belebung der Konjunktur beigetragen. Demgegenüber wurde das Wachstum der ölexportierenden Länder des Nahen Ostens durch die notwendige Verminderung großer Haushaltsungleichgewichte gehemmt. In Asien stieg die Gesamtproduktion im vergangenen Jahr trotz einer Verlangsamung in China, Hongkong, Singapur und Taiwan ähnlich schnell wie im Jahr 1994. Auch in Osteuropa nahm das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts zu, wobei der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion in Rußland laut offizieller Statistiken im Jahr 1995 erheblich geringer war als in den vorhergehenden Jahren. Der Konjunkturaufschwung in Asien und in Osteuropa war wie bisher vom Export getragen. Die Marktanteile in den Industrieländern wurden ausgebaut, und der intraregionale Handel nahm ebenfalls zu.

Die internationale Vernetzung der Finanzmärkte verstärkte sich weiter, und der private Kapitalverkehr blieb von der Mexiko-Krise bemerkenswert unberührt (s. Kapitel VII). Freiere Kapitalbewegungen und eine Geldpolitik, die sich immer mehr auf Marktzinsen und nicht auf quantitative Kontrollen stützte, erschwerten das Erreichen von Wechselkurszielen. Dennoch messen viele Entwicklungsländer der Wechselkursstabilität im Rahmen ihrer Geldpolitik weiterhin einen hohen Stellenwert bei. Ein Grund dafür ist in dem wesentlichen Einfluß der Wechselkursbewegungen auf die kurzfristige Inflationsentwicklung zu sehen. In Fällen von Hyperinflation verfolgten mehrere Länder ein festes oder weitgehend festes Wechselkursziel, um den Teufelskreis von Abwertung und Inflation zu durchbrechen.

Mittelfristig hängt ein dauerhaftes inflationsfreies Wachstum jedoch von der Wirtschaftspolitik des jeweiligen Landes ab, und hier legen die jüngsten Entwicklungen erhöhte Wachsamkeit nahe. Etliche Länder verzeichnen ein hohes bzw.



Wachstum, Inflation und Ersparnis								
	Reales BIP			Verbraucherpreise			Sparquote	
	1980–93	1994	1995	1980–93	1994	1995	1980–93	1994/95
	Jahresveränderung in Prozent						in Prozent des BIP	
China	9,4	11,9	10,2	8,1	24,9	17,0	34,7	45,8
Indien	5,3	6,3	6,2	8,8 <sup>1</sup>	10,5 <sup>1</sup>	9,3 <sup>1</sup>	21,0	21,7
Übriges Asien <sup>2</sup>	6,6	7,5	7,7	7,5	6,5	6,4	30,7	31,9
Hongkong	6,6	5,4	4,6	8,9	8,6	9,2	33,7	32,2
Korea	7,8	8,6	9,0	7,8	6,3	4,5	32,5	39,5
Singapur	7,4	10,2	8,9	2,8	3,1	1,7	43,4	53,0
Taiwan	7,5	6,5	6,1	4,2	4,1	3,7	32,8	26,3
Indonesien	6,1	7,5	8,1	9,3	8,5	9,4	30,7	30,3
Malaysia	6,6	9,2	9,5	3,7	3,7	3,4	33,3	36,7
Philippinen	1,6	4,3	4,8	13,8	9,1	8,1	19,8	18,7
Thailand	7,7	8,5	8,6	5,4	5,1	5,8	28,8	32,4
Lateinamerika <sup>2</sup>	2,3	4,5	0,2	152,0	276,3	42,2	22,9	19,7
Argentinien	1,1	7,4	-4,4	284,1	4,2	3,4	20,8	17,3
Brasilien	2,0	5,8	4,2	393,4	2084,8	65,1	22,8	18,1
Chile	4,4	4,2	8,5	20,5	11,4	8,2	22,0	29,6
Kolumbien	3,5	5,7	5,5	24,5	23,8	21,0	20,8	19,9
Mexiko	2,3	3,5	-6,9	50,1	7,0	35,0	23,7	20,5
Venezuela	1,6	-2,8	2,2	25,5	60,8	59,9	24,7	18,9
Osteuropa <sup>2</sup>	-0,5	4,2	5,5	37,6	24,2	23,2	28,4	18,4
Polen	-0,8	5,2	7,0	61,3	32,2	27,8	27,1	18,2
Tschechische Republik <sup>3</sup>	-0,2	2,6	4,8	7,1	10,0	9,1	33,9	21,0
Ungarn	-0,4	2,9	1,5	13,9	18,8	28,2	25,2	15,5
Russische Föderation <sup>4</sup>	0,1	-12,6	-4,0	98,1 <sup>5</sup>	307,4	197,7	32,6	37,8
Afrika	2,1	2,0	3,2	21,6	33,9	25,8	19,2	19,2
CFA-Länder	1,4	1,6	3,8	4,8	25,6	16,1	14,3	12,2
Südafrika	1,4	2,7	3,3	14,2	9,0	8,6	26,5	19,1
Israel	3,9	6,5	7,0	73,5	12,3	10,0	12,0	16,0
Saudi-Arabien	1,7	-0,1	1,6	0,6	0,6	5,0	26,2	30,6

Anmerkung: Daten für 1995 teilweise geschätzt.

<sup>1</sup> Großhandelspreise. <sup>2</sup> Gewogener Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1990. <sup>3</sup> Vor 1985: Tschechoslowakei. <sup>4</sup> Vor 1986: Sowjetunion. <sup>5</sup> Durchschnitt 1985–93.

Tabelle III.1

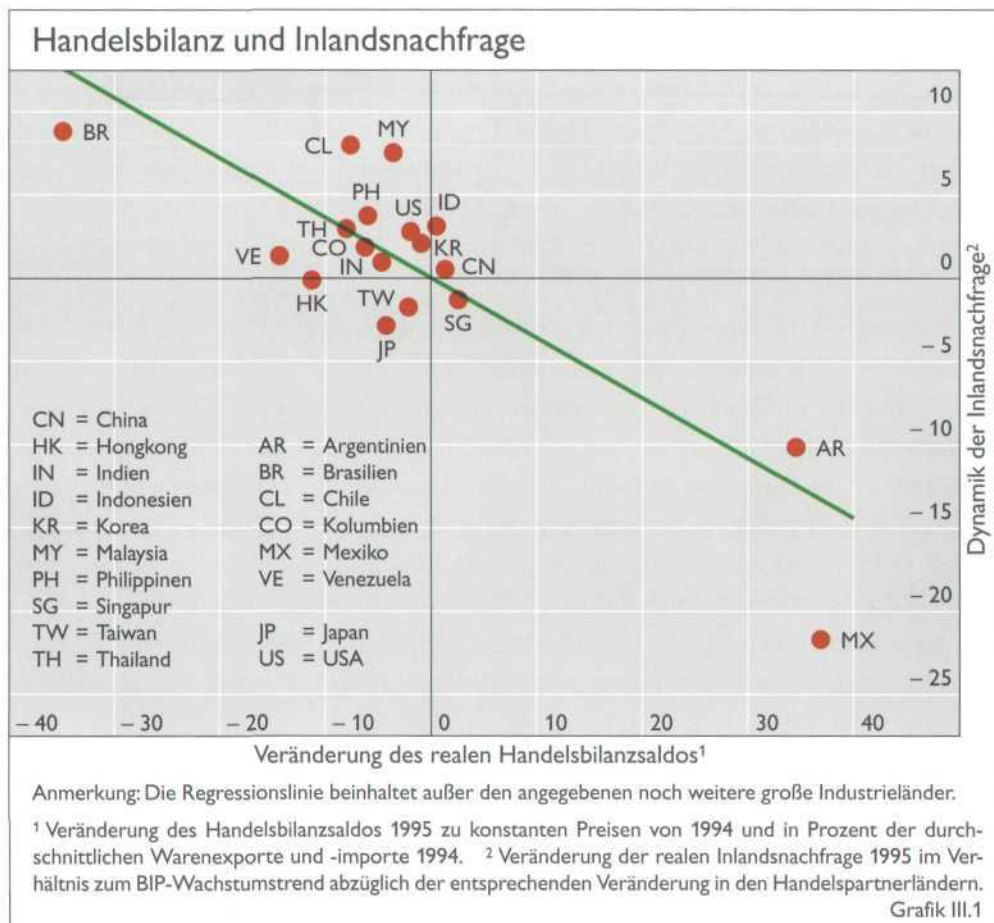
erneut steigendes Haushaltsdefizit, da die defizitmindernden Maßnahmen wenig tiefgreifend oder nur vorübergehend wirkten und daher kaum Einfluß auf strukturelle Bestimmungsgrößen wie z.B. die Höhe der Sozialversicherungsleistungen, die Rentabilität von staatlichen Unternehmen und die Beschäftigungsbedingungen im öffentlichen Sektor hatten. In den Ländern mit einer sehr instabilen Haushaltslage ist die private Ersparnisbildung oft niedrig, wemgleich einige Länder in jüngster Zeit wesentliche strukturelle Korrekturmaßnahmen ergriffen haben. In Südostasien, das als einzige Region sowohl Haushaltsüberschüsse als auch hohe Spar-

quoten aufweist, ist der Zielkonflikt schwieriger zu erkennen. Mehrere Jahre rasanter Industrialisierung haben in einigen Ländern zu starkem Nachfragedruck und hohen Leistungsbilanzdefiziten geführt. Dennoch wurden die Wechselkurse bemerkenswert stabil gehalten. In einigen Ländern dürften die Wechselkursziele sogar die Aufgabe der Geldpolitik, eine überhöhte Nachfrageausweitung einzudämmen und ein untragbares Anwachsen der Bankkredite zu verhindern, erschwert haben.

### Inlandsnachfrage, Exporte und wirtschaftspolitische Reaktionen

Unterschiedliche Trends der Inlandsnachfrage ...  
... und der Handelsbilanz

In den Entwicklungsländern wichen die Wachstumsraten der Inlandsnachfrage im vergangenen Jahr stark voneinander ab. Sowohl in vielen asiatischen Ländern als auch in Chile und Israel blieb die Inlandsnachfrage weiterhin lebhaft, was in einigen Ländern zu Überhitzung führte. Im Gegensatz dazu ging die Inlandsnachfrage in einigen größeren lateinamerikanischen Ländern zurück. Diese unterschiedlichen Tendenzen wirkten sich spürbar auf die Handelsbilanzen aus (s. Grafik III.1). Die starke Rezession in Mexiko (wo die Inlandsnachfrage um 19% fiel) und in Argentinien (mit einem Rückgang von 7%) trug im vergangenen Jahr zur Eliminierung der Handelsbilanzdefizite bei. In Brasilien dagegen führte das steile Wachstum der Inlandsnachfrage Ende 1994 und Anfang 1995 zu einer beträchtlichen Verschlechterung der Handelsbilanz. Ähnlich wirkte die dynamische Inlandsnachfrage, besonders nach importintensiven Investitionsgütern, in einigen asiatischen Volkswirtschaften, vor allem in Malaysia und Thailand.





Eine weitverbreitete Triebfeder für das Wachstum waren im vergangenen Jahr die Exporte. Das Exportvolumen Lateinamerikas, Asiens und Osteuropas nahm stark zu, und die afrikanischen Exporte belebten sich nach Jahren der Stagnation wieder. In den Industrieländern verlangsamte sich im Jahr 1995 das Importwachstum, was gleichzeitig für die Entwicklungsländer schwächere Exportmärkte bedeutete. Dies wurde jedoch durch Marktanteilsgewinne teilweise ausgeglichen: Der Anteil der Entwicklungsländer an den Importen der USA, Japans und Deutschlands erhöhte sich weiter auf knapp ein Drittel, und der Anteil der Volkswirtschaften im Übergang an den westeuropäischen Importen wuchs merklich. Im Laufe der vergangenen vier Jahre sind die Exporte der Entwicklungsländer in die Industrieländer wertmäßig zweimal so schnell gestiegen wie die Importe der Industrieländer. Gleichzeitig haben sich die Importe der Entwicklungsländer aus den großen Industrieländern stark ausgeweitet.

Anstieg des Exportvolumens ...

... durch Marktanteilsgewinne ...

Darüber hinaus trug auch der intraregionale Handel – besonders in Asien und Südamerika – wiederum zur Dynamik der Exporte bei. Die zunehmenden Direktinvestitionen innerhalb dieser Regionen haben die Integration begünstigt. Fast die Hälfte der Direktinvestitionen in Indonesien, Malaysia, den Philippinen und Thailand stammen inzwischen von anderen aufstrebenden Volkswirtschaften der Region.

... und wachsenden intraregionalen Handel

Eine vergleichende Darstellung der zentralen Bedeutung der Exporte für den Wachstumsprozeß findet sich in den beiden letzten Spalten der Tabelle III.2. In den neunziger Jahren war der Anstieg der Gesamtnachfrage in den asiatischen Volkswirtschaften (außer China und Indien) zu rund 38% auf Exporte zurückzuführen, wobei die indirekten Auswirkungen gesteigener Investitionen und sonstiger Komponenten der Inlandsnachfrage nicht berücksichtigt wurden. Der Exportboom war sehr importintensiv, was auch der Anstieg des Importvolumens auf mehr als das Doppelte zeigt. In Lateinamerika betragen die Exporte in demselben Zeitraum 24% der zusätzlichen Nachfrage. Dieser Prozentsatz liegt weit über dem für das Gebiet üblichen geringen Anteil der Exporte an der Nachfrage. Osteuropa und Afrika verzeichneten ebenfalls eine Tendenz zu verstärkten Exporten.

Wachstumsbeitrag der Exporte

In Lateinamerika bestand das vorrangige Ziel der Wirtschaftspolitik in jüngster Zeit in der Senkung bzw. Eindämmung der Inflation. In einer Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens wurde die Strategie zunehmend durch die Notwendigkeit bestimmt, die Nachfrage nicht über das Produktionspotential wachsen zu lassen. Daher war im vergangenen Jahr allgemein ein Übergang zu einer strafferen Geldpolitik festzustellen. Die Realzinsen stiegen und waren gegen Ende 1995 in fast allen Ländern positiv. Eine Haushaltskonsolidierung erfolgte demgegenüber weitaus seltener. In Argentinien und Mexiko war die Straffung der Finanzpolitik unter Berücksichtigung der konjunkturellen Situation um so bemerkenswerter. Die Haushaltsdefizite Indiens, Südafrikas und Venezuelas blieben dagegen weiterhin hoch, und in Brasilien und Malaysia verschlechterte sich die Haushaltslage beträchtlich. In manchen Ländern mußte die Geldpolitik die ganze Last der makroökonomischen Stabilisierung tragen.

Straffung der Geldpolitik

In einer Reihe von Ländern orientierte sich die Geldpolitik wie bisher an einem Wechselkursziel. Mit der Festlegung eines relativ engen Wechselkursbands Mitte letzten Jahres reihte sich Rußland in die lange Liste der Länder ein, die den Wechselkurs als nominalen Anker zur Eindämmung einer Hyperinflation verwenden. Sowohl Brasilien als auch Argentinien hielten an ihren fixen Wechsel-

Wechselkursanker

Leistungsbilanz und Außenhandel								
	Leistungsbilanzsaldo			Wachstum des Exportvolumens			Anteil des Exports an der Nachfrage	
	Durchschnitt 1980–93 <sup>1</sup>	1994	1995	Durchschnitt 1980–93 <sup>2</sup>	1994	1995	Durchschnitt <sup>3</sup>	Grenzrate <sup>4</sup>
	in Prozent des BIP			Prozent				
China	0,1	1,3	2,4	11,8	27,7	15,3	9,6	15,5
Indien	-1,6	-0,9	-1,5	6,9	17,0	22,0	5,6	18,6
Übriges Asien <sup>5</sup>	0,9	-0,1	-1,6	8,2	12,3	14,1	31,7	38,2
Hongkong <sup>6</sup>	6,6	2,2	-2,3	5,7	- 2,3	2,9	52,4	-2,3
Korea	0,3	-1,0	-1,9	10,4	14,8	24,0	22,0	29,9
Singapur	5,0	17,3	20,4	11,5	28,6	15,8	58,3	90,3
Taiwan	7,6	2,5	1,9	9,4	6,1	4,8	33,5	24,4
Indonesien	-2,5	-1,6	-4,0	3,4	10,1	8,6	20,7	27,2
Malaysia	-3,4	-5,9	-8,4	11,0	19,4	18,8	43,0	51,6
Philippinen	-3,8	-4,4	-3,7	7,1	13,1	19,4	14,6	37,9
Thailand	-5,1	-5,9	-8,1	13,1	18,4	18,8	20,9	35,0
Lateinamerika <sup>5</sup>	-1,8	-2,9	-1,6	8,3	7,2	8,1	10,3	24,0
Argentinien	-2,2	-3,3	-0,8	4,3	18,4	17,1	12,9	29,7
Brasilien	-1,1	-0,2	-2,5	7,7	5,5	-2,8	7,4	14,0
Chile	-5,1	-1,5	0,2	7,5	8,6	12,5	23,3	28,4
Kolumbien	-1,7	-4,6	-5,6	9,3	-11,7	-0,3	12,8	13,7
Mexiko	-3,2	-7,6	-0,3	11,9	11,8	24,5	9,8	48,2
Venezuela	1,7	4,3	2,0	1,9	8,8	5,4	25,7	49,4
Osteuropa <sup>5</sup>	-1,1	-2,7	-2,9	11,9	22,1	20,4	16,4	74,9
Polen	-1,1	-1,0	-1,7	13,3	25,0	25,3	8,7	55,1
Tschechische Republik	1,1	0,8	-3,2	15,6	11,3	11,8	23,6	95,1
Ungarn	-2,6	-9,4	-5,7	3,1	27,8	16,7	25,3	162,5
Russische Föderation	0,2	-1,0	2,7	12,4	33,0	10,9	7,8	..
Afrika	-2,3	-2,9	-3,3	1,5	- 0,4	4,2	16,4	24,6
Naher Osten	-0,8	-4,1	-3,4	-0,4	5,9	1,8	14,4	6,2

Anmerkung: Daten für 1995 teilweise geschätzt. Exportangaben beziehen sich auf Warenexporte.  
<sup>1</sup> China: 1982–93; Osteuropa und Russische Föderation: 1984–93. <sup>2</sup> Osteuropa: 1988–93; Russische Föderation: 1990–93. <sup>3</sup> Exporte in Prozent der Gesamtnachfrage (BIP plus Importe) 1989; Russische Föderation: 1990. Osteuropa und Russische Föderation: nur Handel in konvertiblen Währungen. <sup>4</sup> Veränderung der Exporte in Prozent der Veränderung der Gesamtnachfrage 1989–95 zu konstanten Preisen (Osteuropa und Russische Föderation: 1990–95). <sup>5</sup> Gewogener Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des Dollarwerts des Warenhandels 1990 (Wachstum des Exportvolumens) bzw. des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1990 (Anteil des Exports an der Nachfrage). <sup>6</sup> Hongkong: Saldo der Warenhandels- und nicht faktorgebundenen Dienstleistungstransaktionen; Wachstum des Exportvolumens: nur Direktexporte.

kursen fest, wobei Argentinien heute eine der geringsten Inflationsraten der Welt vorweisen kann. Auch China verfügt seit Ende 1994 trotz hoher Inflationsrate über einen stabilen bzw. steigenden Wechselkurs.

Einige andere aufstrebende Volkswirtschaften nahmen jedoch wesentliche Wechselkursanpassungen vor, manchmal auf Druck der Märkte, manchmal aus



strategischen Überlegungen heraus. Die Krise Ende 1994 zwang Mexiko zur Freigabe des Wechselkurses. Das Regime flexibler Wechselkurse wurde beibehalten, und Interventionen an den Devisenmärkten wurden nur vereinzelt vorgenommen. Die überbewertete Währung Venezuelas wurde im Dezember 1995 abgewertet, und im April 1996 wurde der Wechselkurs freigegeben. Ende April notierte die Währung bei etwa 40% des offiziellen Wechselkurses vor Dezember 1995. Nach mehr als zwei Jahren Wechselkursstabilität ging im September 1995 auch Indien zu einem System flexibler Wechselkurse über. In Indonesien wurde die Bandbreite Anfang 1996 erweitert, um eine höhere Wechselkursflexibilität zu gewährleisten und um den Spielraum für eine unabhängigere Geldpolitik zu vergrößern. Starke Kapitalzuflüsse veranlaßten Anfang 1996 die tschechischen Behörden, die Bandbreite auszudehnen. Chile änderte Ende 1995 die Berechnung des Referenzkurses, um mehr Raum für eine reale Aufwertung der Währung zu lassen.

Korrekturen von Wechselkursüberbewertungen begünstigten die Ausrichtung auf die internationalen Märkte und trugen in einigen Ländern zu einer schnellen Verringerung beträchtlicher Handelsbilanzdefizite bei. Die drastische Abwertung des mexikanischen Peso führte einerseits zu einem Exportschub und andererseits zu einem Importrückgang, so daß ein überaus hohes Handelsbilanzdefizit in weniger als einem Jahr beseitigt werden konnte. In Indien führte die Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit, die in den Jahren der Wechselkursstabilität verloren gegangen war, zu einem weiteren starken Exportwachstum. Wesentliche Abwertungen zu Beginn der Übergangsphase in Osteuropa trugen zur Erschließung neuer Exportmärkte bei, die die gelenkten Handelsströme im RGW ersetzen sollten. Die Abwertung des CFA-Franc im Jahr 1994 stellte die Wettbewerbsfähigkeit wieder her und trug zusammen mit festeren Rohstoffpreisen zur Verringerung der hohen Handelsbilanzdefizite bei. Die Produktion in der CFA-Franc-Zone stieg im vergangenen Jahr um fast 4%, d.h. um mehr als das Doppelte der durchschnittlichen Jahresrate der letzten 15 Jahre.

Dennoch werden gezielte Wechselkursanpassungen und erst recht der Übergang zu flexibleren Wechselkursen von den Entwicklungsländern aus zwei Gründen mit großer Zurückhaltung vorgenommen. Der erste besteht darin, daß eine Abwertung meist deutlich und unverzüglich auf die Inlandspreise durchschlägt. Tabelle III.3 läßt erkennen, daß die Preise in den aufstrebenden Volkswirtschaften sehr sensibel und rasch auf Wechselkursveränderungen reagieren. In Mexiko ließ der Wertverlust des Peso die Steigerungsrate der Verbraucherpreise um 45 Prozentpunkte anwachsen, was nicht weniger als zwei Fünfteln der Abwertung entsprach. Die schnellere Abschwächung des Forint Mitte 1994 führte zu einem sprunghaften Anstieg der Inflationsrate in Ungarn, wobei unter anderem eine Importabgabe zu dieser Entwicklung beitrug. Im Gegensatz dazu hatte die langsamere Abwertung des polnischen Zloty einen starken Rückgang der Inflationsrate zur Folge.

In den Industrieländern erweist sich der Zusammenhang zwischen Wechselkurs und Preisen als weitaus lockerer und weniger direkt. Beispielsweise verzeichneten die europäischen Länder, deren Währungen im Zuge der Währungs-krise von 1992 kräftig abwerteten, trotz einer hohen Importintensität der Produktion lediglich einen geringen Anstieg der Inflationsrate. Eine mögliche Erklärung für diese unterschiedliche Reaktion ist, daß der Wechselkurs der Länder

Verbesserung  
der Handels-  
bilanz durch  
Abwertung ...

... jedoch mit  
durchschlagenden  
Preiswirkungen

mit traditionell hohen oder stark schwankenden Inflationsraten bei der Festsetzung der Inlandspreise als Inflationsindikator verstanden wird. Dieser Zusammenhang wird durch Indexierungsmechanismen häufig noch verstärkt. Ein weiterer Faktor ist die Angebotselastizität bei den handelsfähigen Gütern. Ungenutzte Kapazitäten und die stärkere Diversifizierung in den größeren europäischen Volkswirtschaften machten es möglich, als Reaktion auf eine Abwertung die Produktion auszuweiten, statt die Preise anzuheben. Des Weiteren hat die Ausrichtung der Wirtschaftspolitik im Inland einen wesentlichen Einfluß auf die Preisentwicklung im Bereich der nicht handelsfähigen Güter.

Der zweite Grund für die vorsichtige Haltung der Entwicklungsländer ist, daß eine schwächere Währung, eine Absenkung der Bandbreite und erst recht eine generelle Tendenz zu größerer Wechselkursflexibilität auf den Finanzmärkten Zweifel bezüglich der Ziele und der Entschlossenheit der Verantwortlichen hervorrufen kann. Derartige Reaktionen sind besonders in den Ländern wahrscheinlich, in denen das Ziel der makroökonomischen Stabilität erst seit kurzem verfolgt wird und dieser währungspolitische Ansatz noch nicht mit weitverbreiteter Glaubwürdigkeit verbunden ist. Eine Reihe von Krisen auf den Devisenmärkten im vergangenen Jahr ließen erkennen, daß eine zu geringe Haushaltsdisziplin, politische Schwierigkeiten bei der Durchsetzung von Anpassungsmaßnahmen und eine Instabilität des Finanzsystems das Vertrauen in die Stabilitätspolitik erschüttern können, selbst wenn die Zinsen auf einem hohen Niveau gehalten werden. Der drastische Wertverlust des mexikanischen Peso im Herbst 1995 spiegelte Zweifel der Märkte

Wesentliche  
Bedeutung  
begleitender  
Maßnahmen

Wechselkurse und Inflationsraten in ausgewählten Ländern				
	Abwertung <sup>1</sup>	Großhandels- preise <sup>2</sup>	Verbraucher- preise <sup>2</sup>	Importe in % der Gesamt- ausgaben <sup>3</sup>
	Jahresveränderung in %			
<b>Mexiko</b>				
Nov. 1993–Nov. 1994	8,9	8,1	7,0	
Nov. 1994–Nov. 1995	122,6	58,1	52,0	15
Differenz	+113,7	+50,0	+45,0	
<b>Ungarn</b>				
Juli 1993–Juli 1994	12,2	13,6	19,5	
Juli 1994–Juli 1995	34,0	30,2	29,2	26
Differenz	+ 21,8	+16,6	+ 9,7	
<b>Polen</b>				
Jan. 1993–Jan. 1995	24,5	25,5	31,8	
Jan. 1995–Jan. 1996	4,3	13,8	20,4	19
Differenz	– 20,2	–11,7	–11,4	
<i>Nachrichtlich:</i>				
Italien, Schweden und Spanien <sup>4</sup>				
Aug. 1991–Aug. 1992	1,7	0,1	4,3	
Aug. 1992–Aug. 1993	27,5	5,4	4,3	20
Differenz	+ 25,8	+ 5,3	0,0	

<sup>1</sup> Veränderung in Landeswährung je Einheit Fremdwährung. Mexiko: gegenüber dem US-Dollar; Ungarn und Polen: gegenüber dem jeweiligen Währungskorb (70% ECU, 30% US-Dollar bzw. 55% ECU, 45% US-Dollar); Italien, Schweden, Spanien: gegenüber der D-Mark. <sup>2</sup> Mit einem Nachlauf von 1 Monat. <sup>3</sup> 1994.  
<sup>4</sup> Ungewichteter Durchschnitt.

Tabelle III.3



an der politischen Durchsetzbarkeit einer straffen Wirtschaftspolitik wider, besonders angesichts der sich entwickelnden Bankenkrise, die durch den abwertenden Peso noch verstärkt wurde. In Indien führte die neue Politik des kontrollierten Floatens schon bald zu Turbulenzen, denn die Höhe des Defizits im öffentlichen Sektor gab Anlaß zu Bedenken, und es herrschte Unsicherheit darüber, wie weit die Regierung die Rupie abwerten lassen würde. Der südafrikanische Rand verzeichnete Anfang des Jahres 1996 ebenfalls deutliche Werteinbußen. Das Ausmaß der Abwertung war zwar teilweise auf eine Korrektur des vorangegangenen realen Außenwertgewinns der Währung zurückzuführen, reflektierte aber auch wachsende Bedenken bezüglich des hohen Haushaltsdefizits Südafrikas (das im letzten Rechnungsjahr 5½% in Relation zum BIP betrug) und Unsicherheiten bezüglich der Liberalisierung des Kapitalverkehrs.

## Bedeutende Entwicklungen in einzelnen Ländern

### *Mexiko und Argentinien*

Nach dem gegen Ende 1994 einsetzenden Run auf den Peso sahen sich die Behörden in Mexiko 1995 der schwierigen Aufgabe gegenüber, rasch das binnen- und außenwirtschaftliche Gleichgewicht ohne direkte Einwirkung auf den Wechselkurs wiederherzustellen. Bei den Stabilisierungsmaßnahmen, die Ende der achtziger Jahre begonnen worden waren, hatte die Wechselkurssteuerung eine wesentliche Rolle gespielt. Darüber hinaus resultierten die Währungsreserven Mexikos größtenteils aus Krediten, hohe kurzfristige dollargebundene Schulden mußten zurückgezahlt werden, und der Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten war versperrt. Der Wechselkurs sank 1995 zunächst weiter, da die Einführung eines Stabilisierungsprogramms verschoben worden war und Zweifel über die Höhe finanzieller Hilfe aus dem Ausland anhielten (s. Grafik III.2). Die frühzeitige Korrektur des Handelsbilanzdefizits und der sprunghafte Anstieg der kurzfristigen Zinssätze (auf über 70% im März) trugen jedoch zur Stabilisierung der Währung bei. Als dann staatliche Finanzmittel des Auslands in noch nie dagewesener Höhe angekündigt wurden, beruhigten sich die Märkte noch weiter; netto wurden im Laufe des Jahres rund \$ 26 Mrd. in Anspruch genommen. Von Gebietsfremden gehaltene dollargebundene Tesobonos im Umfang von fast \$ 17 Mrd. wurden im Jahresverlauf getilgt, und die Bruttodevisenreserven stiegen um \$ 10 Mrd.

Der Peso-Kurs, der im März 1995 auf 7,6 Pesos je Dollar gefallen war, erholte sich und festigte sich in der Zeit von April bis September zwischen 6,0 und 6,5 Pesos je Dollar. Die monatliche Inflationsrate, die im April auf nicht weniger als 8% gestiegen war, hatte sich bis zum Sommer auf nur noch 2% verringert. Die Zinsen wurden langsamer zurückgeführt und blieben in realer Betrachtung fast das ganze Jahr über positiv.

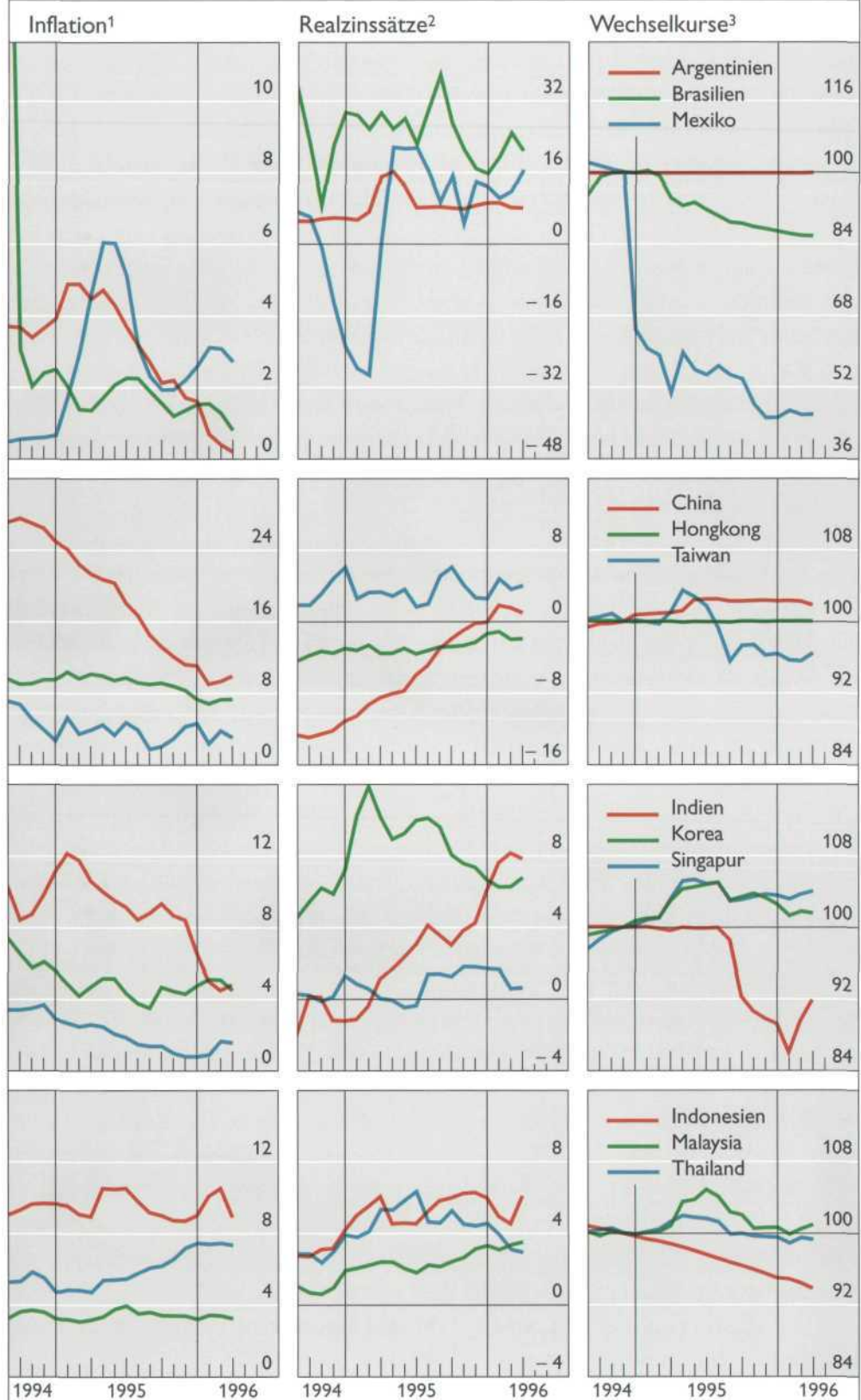
Eine straffe Wirtschaftspolitik und die beträchtliche Währungsabwertung ließen die Reallöhne zurückgehen und dämpften die Inlandsnachfrage. Mitte 1995 lag die Produktion um 10% unter ihrem Vorjahresniveau, und die privaten Investitionsausgaben sowie die Beschäftigung waren drastisch gefallen. Während dieser Zeit wurden zahlreiche Bankkredite notleidend. Dies veranlaßte die Verantwortlichen zu einer Reihe von Programmen, die sowohl den Gläubigern als auch

Krise Anfang  
1995 ...

... gefolgt von  
langsamer Rück-  
kehr zu größerer  
Stabilität

Starke  
Rezession ...

# Inflationsraten, Realzinssätze und Wechselkurse



<sup>1</sup> Jahresrate des Verbraucherpreisanstiegs in Prozent; Brasilien und Mexiko: gleitender 3-Monats-Durchschnitt der monatlichen Steigerungsrate. <sup>2</sup> Kurzfristige Zinssätze abzüglich der jährlichen Inflationsrate; Brasilien und Mexiko: abzüglich der durchschnittlichen Steigerungsrate in den nachfolgenden Monaten, auf Jahresrate hochgerechnet. <sup>3</sup> US-Dollar je Einheit Landeswährung; Ende November 1994 = 100.

Grafik III.2



den Schuldnern Unterstützung bieten sollten, um so die Gefahr eines Zusammenbruchs des Bankensystems zu verringern (s. Kapitel VII).

... und Schwierigkeiten im Bankensystem ...

Da es im Herbst 1995 noch immer keine verlässlichen Anzeichen für ein Ende der massiven Rezession gab und Bedenken über das Ausmaß der Schwierigkeiten im Bankensystem aufkamen, begannen die Finanzmärkte daran zu zweifeln, daß die Politik der Inflationsbekämpfung von Dauer sein würde. Daraufhin geriet der Peso erneut unter Druck und fiel bis Anfang November auf etwas über 8 Pesos je Dollar. Anschließend verschafften höhere Zinsen und Interventionen an den Devisenmärkten der Währung eine gewisse Erholung. Die Peso-Schwäche ging mit einer Phase erneut steigender Preise einher, wobei sich die monatliche Steigerungsrate der Verbraucherpreise zum Jahresende auf rund 3½% erhöhte. Der Tiefpunkt der Rezession in Mexiko scheint jedoch vorüber zu sein, die Inflation hat nachgelassen, und die Leistungsbilanz ist weitgehend ausgeglichen. Die Türen zu den internationalen Kapitalmärkten sind wieder geöffnet, aber Mexiko steht in den kommenden Jahren die Rückzahlung hoher Schulden bevor. In der derzeitigen Situation ist es für das Land von größter Bedeutung, sich das Vertrauen der internationalen Finanzmärkte zu bewahren.

... verursachen Turbulenzen Ende 1995 ...

... jetzt aber Anzeichen für Erholung

Das Land, das von den Auswirkungen der Mexiko-Krise am meisten betroffen war, ist *Argentinien*. Durch massive Kapitalabflüsse verringerten sich die Devisenreserven von mehr als \$ 14 Mrd. Ende 1994 auf unter \$ 9 Mrd. im März 1995. Die auf inländische Währung lautenden Bankeinlagen nahmen um ungefähr ein Fünftel ab. Damit der festgesetzte Wechselkurs aufrechterhalten werden konnte, war Anfang des Frühjahrs 1995 ein Anstieg der Realzinsen auf über 15% notwendig. Eine deutliche Senkung der Mindestreserven half den Banken über den plötzlichen Einlagenabzug hinweg. Die Auswirkungen der Verluste an Währungsreserven auf das Geldangebot wurden zusätzlich abgefedert durch eine Ausweitung von auf Dollar lautenden Staatspapieren zur Deckung der monetären Basis. Die Währungsreserven wurden mit Hilfe von beträchtlichen Kreditaufnahmen wieder aufgestockt. Öffentliche ausländische Gläubiger stellten dabei im Jahr 1995 über \$ 3½ Mrd. zur Verfügung, und es wurden internationale Anleihen des öffentlichen Sektors im Umfang von \$ 5 Mrd. emittiert. Die Zinsen fielen, blieben jedoch in realer Betrachtung im Jahresverlauf meist auf einem Niveau von rund 10%.

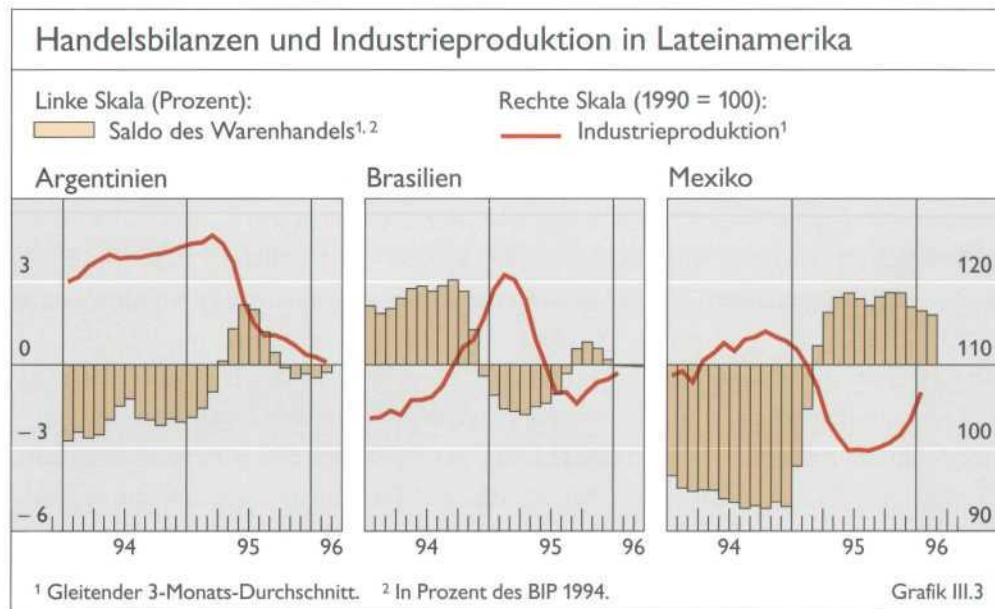
Auswirkungen auf Argentinien ...

Die Wirtschaftstätigkeit verzeichnete im Jahr 1995 einen starken Einbruch. Das BIP sank um 4½%, und die Arbeitslosenquote stieg drastisch an. Die Inflation war Anfang 1996 auf eine Jahresrate von unter 1% gesunken. Das Zusammenspiel einer tiefen Rezession, eines Rückgangs des realen Außenwerts der Währung, höherer Rohstoffpreise und eines sprunghaften Anstiegs der Nachfrage in Brasilien bis Anfang 1995 führte zu einem großen Handelsbilanzüberschuß. Mit der Abschwächung der Konjunktur in Brasilien wurde der Handelsbilanzüberschuß jedoch wieder aufgezehrt (s. Grafik III.3).

... führen zu Rezession ...

Im Zusammenhang mit einem IWF-Stabilisierungsprogramm konnte das Haushaltsdefizit im nichtfinanziellen öffentlichen Sektor 1995 trotz Rezession bei 1% des BIP gehalten werden. Diese stabile Entwicklung wurde durch die Anhebung der Mehrwertsteuer, Privatisierungserlöse und eine Steueramnestie begünstigt. Das offizielle Ziel für 1996 besteht in einem ausgeglichenen Haushalt, einschließlich der Erträge aus Vermögensverkäufen. Hierzu wurde der Regierung ein größerer Handlungsspielraum für Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen eingeräumt.

... und erfordern Haushaltsdisziplin



#### Brasilien

Real-Plan ...

Brasiliens Stabilisierungspolitik, in deren Rahmen im Juli 1994 der Real-Plan eingeführt wurde, war erfolgreicher als vorangegangene Währungsreformen. Für diesen Erfolg dürften drei Faktoren verantwortlich sein. Erstens konnte durch die Maßnahmen, die zunächst zur Bekämpfung der hartnäckigen Inflation ergriffen worden waren (Stärkung des Vertrauens in eine an den Wechselkurs gebundene Rechnungseinheit und Abschaffung der Indexierung auf der Basis von Inflationsraten der Vergangenheit), ein Rückgriff auf Preis- und Lohnkontrollen vermieden werden. Zweitens begünstigte eine ausgeglichene Haushaltslage die erfolgreiche Einführung der Reform. Drittens führten überaus hohe Zinssätze zu Kapitalzuflüssen, die die Währungsreserven beträchtlich steigen ließen. Gleichzeitig ließ eine gewisse Wechselkursflexibilität in der Anfangsphase eine mäßige nominale Aufwertung zu und ermöglichte von Jahresbeginn 1995 an einen allmählichen Wertverlust, dessen Tempo ungefähr der Inflation des Großhandelspreisindex entsprach.

... regt zunächst Nachfrage übermäßig an ...

Paradoxerweise nahm die Inlandsnachfrage trotz hoher Realzinsen in den ersten Phasen der Reform rasch zu. Die Hauptgründe dafür waren, daß durch den Real-Plan eine größere Stabilität des Realeinkommens der privaten Haushalte erzielt worden war und die Verbraucher offensichtlich nicht wahrgenommen hatten, wie hoch die Realzinsen waren. Anschließend folgte ein massiver Anstieg der privaten Ausgaben, der größtenteils durch Konsumentenkredite finanziert wurde. Überdies wuchsen die Importe im ersten Halbjahr 1995 gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum in Dollar betrachtet fast auf das Doppelte, was zu einem Außenhandelsdefizit führte (s. Grafik III.3). Die durch den Ausbruch der Mexiko-Krise verursachten Kapitalabflüsse verringerten die Währungsreserven des Landes erheblich. Um der Ausweitung binnen- und außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte entgegenzutreten, wurden die Importe mit Einfuhrkontingenten und höheren Zöllen belegt, und es wurde ein Nachgeben der Währung zugelassen. Darüber hinaus wurde die Geldpolitik sowohl durch die Einführung quantitativer

... und führt zu Ungleichgewichten



Kontrollen als auch durch höhere Zinssätze (die Realzinssätze stiegen auf weit über 30%) gestrafft.

Mitte 1995 hatten diese Maßnahmen eine Dämpfung der Inlandsnachfrage und eine Begrenzung des Außenhandelsdefizits bewirkt. Erneut lösten jedoch hohe Zinsen und die Aussicht auf einen in nächster Zeit relativ stabilen Wechselkurs massive kurzfristige Kapitalzuflüsse aus, wodurch die Verantwortlichen zu weiteren Restriktionen veranlaßt wurden. Anfang 1996 war die monatliche Inflationsrate auf weniger als 1% gesunken, was für ein Land, das an Hyperinflation gewöhnt ist, eine beachtliche Leistung darstellt. Dennoch kann die Eindämmung der Inflation auf längere Sicht nicht ausschließlich davon abhängen, daß die Realzinssätze auf über 15% gehalten werden. Eine dauerhafte disziplinierte Finanzpolitik und Struktur-reformen sind ebenfalls erforderlich. Dem geringen Haushaltsüberschuß im Jahr 1994 folgte 1995 ein Defizit von fast 5% des BIP. Der anhaltende Erfolg des Real-Plans wird von der Bewältigung grundlegender Strukturprobleme durch die Regierung abhängen, die sich z.B. die Steuer- und Sozialversicherungsreform, eine verantwortungsvolle Haushaltspolitik auf regionaler Ebene und die Privatisierung staatlicher Unternehmen zum Ziel gesetzt hat.

Restriktive  
Geldpolitik ...

... setzt  
fiskalpolitische  
Absicherung voraus

#### Sonstige Länder Lateinamerikas

In den meisten anderen lateinamerikanischen Ländern hielt das lebhafte Wachstum im vergangenen Jahr an. Eine gesunde Haushaltslage, eine hohe Sparquote und eine mäßige Inflation trugen dazu bei, daß *Chile* ein weiteres Jahr kräftiger, aber ausgeglichener Expansion verzeichnete. Dennoch wurde die Geldpolitik gestrafft, um eine Überhitzung zu vermeiden, und Ende des Jahres 1995 stiegen die Realzinssätze. Die Wirtschaft in *Kolumbien* wuchs mit 5½% ungefähr gleich schnell wie im Jahr 1994. Die Inflationsrate verringerte sich leicht und lag mit 21% nahe der Rate, die seit 1973 fast durchgehend erreicht wurde. Sowohl das Haushaltsdefizit als auch das Leistungsbilanzdefizit stiegen jedoch an. In *Venezuela* trug die größere Dynamik im Ölsektor im vergangenen Jahr zu einer leichten Erholung bei. Das Defizit des öffentlichen Sektors war weiterhin sehr hoch (über 6% des BIP), und die Folgen der Bankenkrise von 1994 erschwerten eine wirksame Inflationsbekämpfung. Die Realzinssätze blieben – trotz eines Anstiegs – Ende des vergangenen Jahres deutlich negativ. Im April 1996 wurde ein umfassendes neues Stabilisierungsprogramm eingeführt, innerhalb dessen sowohl der Wechselkurs als auch die Zinssätze freigegeben und indirekte Steuern und Benzinpreise beträchtlich angehoben wurden.

Chile

Kolumbien

Venezuela

#### Ostasien

Mit dem Mitte 1993 eingeführten Stabilisierungsprogramm gelang es *China* im vergangenen Jahr, das Wachstumstempo in einem gewissen Maße zu drosseln und die Inflation zu verringern. Behördliche Kontrollmaßnahmen und Kreditbeschränkungen hemmten die Investitionstätigkeit merklich (s. Tabelle III.4). Die Geldpolitik wurde gestrafft, was sich zum einen in der Verminderung der Zentralbankkredite an Finanzinstitute und in niedrigeren Kreditlimits äußerte und zum anderen darin, daß zugelassen wurde, daß die Realzinssätze Ende 1995 positiv wurden, indem die nominalen Sätze nicht entsprechend der zurückgehenden Inflation gesenkt wurden. Zusätzlich ließ die Einführung spezieller Prämien für

Makro-  
ökonomische  
Stabilisierung  
senkt Inflation in  
China deutlich ...

Indikatoren des Nachfragedrucks 1995				
	Wachstum des realen BIP	Leistungs-bilanzsaldo in % des BIP	Wachstum der realen Anlageinvestitionen	Verbraucherpreis-inflation <sup>1</sup>
	1995 abzüglich Durchschnitt 1990–94			
China	0,1	1,2	– 6,3	11,1
Indien	2,0	–0,2	7,3	6,5 <sup>2</sup>
Übriges Asien <sup>3</sup>	0,8	–1,8	2,3	6,8
Hongkong	– 0,7	–7,8	– 2,4	7,3
Korea	1,4	–0,8	4,0	4,7
Singapur	0,5	8,3	– 2,9	0,8
Taiwan	– 0,2	–2,4	– 2,5	4,6
Indonesien	1,2	–1,8	3,8	9,0
Malaysia	0,8	–3,4	3,1	3,2
Philippinen	3,0	0,4	7,5	10,9
Thailand	– 0,3	–1,6	1,6	7,4
Lateinamerika <sup>3</sup>	– 2,6	0,5	– 7,8	30,0
Argentinien	–10,6	1,0	–32,7	1,6
Brasilien	3,3	–2,5	15,3	22,0
Chile	2,1	2,2	3,1	8,2
Kolumbien	1,3	–5,1	– 3,5	19,4
Mexiko	– 9,9	5,9	–33,7	52,0
Venezuela	– 1,7	–0,4	– 3,5	56,6

Anmerkung: Daten für 1995 teilweise geschätzt.  
<sup>1</sup> Dezember 1995/Dezember 1994. <sup>2</sup> Großhandelspreise. <sup>3</sup> Gewogener Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1990.  
Tabelle III.4

längerfristige Spareinlagen der privaten Haushalte die reale Verzinsung von Bank-einlagen steigen. Das Wachstum der Exporte ging stark zurück, blieb aber weiter-hin höher als das der Importe, wodurch sich der chinesische Außenhandels-überschuß auf über \$ 23 Mrd. vergrößerte. Die Aufwertung der Währung und die weiterhin relativ hohe Inflationsrate führten 1995 zu einem Anstieg des realen gewogenen Außenwerts der Währung um 8%. Diese Entwicklung ließ den ge-samten Wertgewinn der Währung seit der Vereinheitlichung des Wechselkurses im Januar 1994 auf 25% anwachsen und glich die Abwertung Anfang der neunziger Jahre größtenteils aus.

... aber etliche Probleme ungelöst

Im Jahresverlauf verloren die Kreditbeschränkungen jedoch an Wirksamkeit. Begrenzungen des Kreditwachstums im Rahmen des staatlichen Plans wurden in zunehmendem Maße durch eine rasche Ausweitung von nicht im Plan erfaßten Bankkrediten und eine hohe Verschuldung der Unternehmen untereinander (die 1995 schätzungsweise um ein Viertel auf rund 15% des BIP stieg) umgangen. Darüber hinaus wurden bei der Haushaltskonsolidierung und der Reform der zahlreichen staatlichen Unternehmen, die bis heute noch nicht gewinnorientiert arbeiten müssen, lediglich kleine Fortschritte erzielt. Im letzten Jahr vergrößerten sich die Verluste der staatlichen Industrieunternehmen Angaben zufolge um ein Drittel auf über \$ 10 Mrd. Subventionen, die diese Verluste auffangen sollten, und aufgelaufene Steuerrückstände der Unternehmen hielten das Budgetdefizit des Zentralstaats auf einem hohen Niveau, obwohl eine Reihe von Maßnahmen zur



Verbesserung der Steuereinzahlung und zur Verbreiterung der Steuerbasis des Zentralstaats getroffen wurden.

Sowohl in *Hongkong* als auch in *Taiwan* gingen die privaten Verbrauchsausgaben und die Investitionsbereitschaft zurück. In Hongkong war dies auf die verminderten Bauinvestitionen und die gegen Ende 1994 eingeführten Stabilisierungsmaßnahmen zurückzuführen. In Taiwan hemmten Schwierigkeiten im Finanzsektor und ein schwacher Immobilienmarkt die privaten Ausgaben. Finanz- und Geldpolitik wurden gelockert. Das Defizit der zentralen Haushalte erhöhte sich auf 5% des BIP, während das Geldmengenwachstum durch Zinssenkungen und niedrigere Mindestreserven angeregt wurde. Trotz eines großen Leistungsbilanzüberschusses führten politische Spannungen zu Kapitalabflüssen. Die Währungsreserven schrumpften, und der Wechselkurs gelangte unter Abwertungsdruck.

Hongkong und  
Taiwan

Im Jahr 1994 sahen sich die Währungsbehörden der *Republik Korea* mit einer beschleunigten Inflation konfrontiert und gingen zu einer restriktiveren Geldpolitik über. Bis Anfang 1995 waren die Zinssätze erheblich gestiegen. Mit der Konjunkturabschwächung ab Jahresmitte und dem Inflationsrückgang wurde die Geldpolitik schrittweise wieder gelockert. Die konjunkturelle Abkühlung bremste das Importwachstum und verringerte das Leistungsbilanzdefizit.

Korea

### Südostasien

Trotz massiver Kapitalzuflüsse und rapider Industrialisierung sind die Wechselkurse der südostasiatischen Länder (s. Grafik III.4, oberes Bild) seit den späten achtziger Jahren gegenüber dem US-Dollar relativ stabil geblieben (Thailand und Malaysia) bzw. haben sich bemerkenswert stetig verändert (Aufwertung des Singapur-Dollars und Abwertung der indonesischen Rupiah). Mit Ausnahme von Singapur waren die – an den relativen Verbraucherpreisen gemessenen – realen Wechselkurse trotz rasch steigender Produktivität ebenfalls weitgehend stabil. Lediglich in Singapur bewirkte die Politik stetiger Währungsaufwertung, daß sich eine wachsende Produktivität und ein hoher Leistungsbilanzüberschuß in einer niedrigen Inflationsrate niederschlugen (unter 2% im vergangenen Jahr), während das wirtschaftliche Wachstum stark blieb.

In Südostasien  
relativ stabile  
Wechselkurse ...

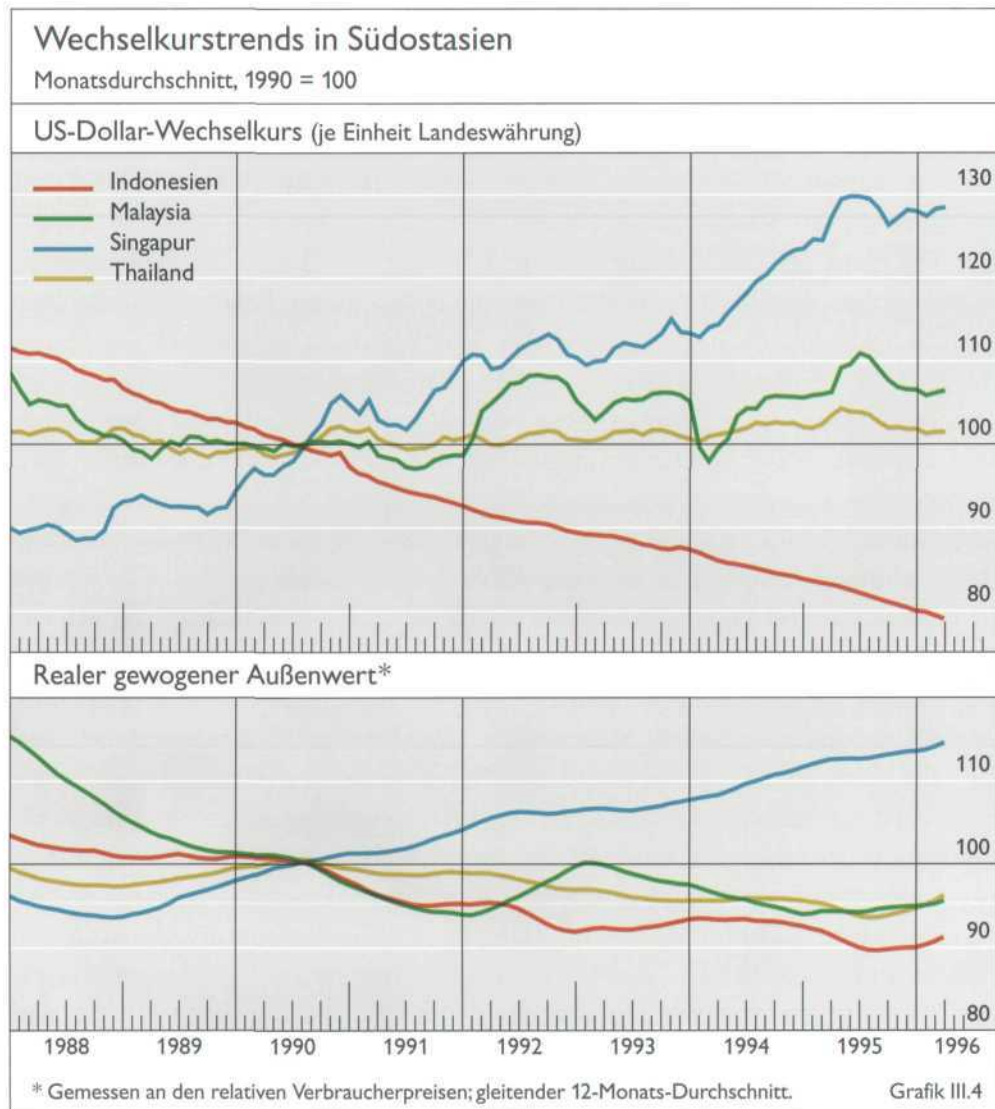
Das kräftige Wachstum in Indonesien, Malaysia und Thailand war auch im vergangenen Jahr auf lebhaftes Exporte und einen sprunghaften Anstieg der Investitionen – insbesondere in großangelegte Infrastrukturprojekte – zurückzuführen. Derartige Investitionen sind zwar notwendig, um die gravierenden Engpässe zu beseitigen, die in den Jahren rascher Industrialisierung entstanden sind, sie haben allerdings nur einen indirekten und erst langfristig erkennbaren Einfluß auf das Exportwachstum.

... und rapides  
Wachstum

Derzeit sehen sich alle drei Länder Kapazitätsengpässen und einem Mangel an Fachpersonal gegenüber. Die Übernachfrage kam u.a. in einer massiven Verschlechterung der Leistungsbilanzen zum Ausdruck. Das Leistungsbilanzdefizit von Malaysia und Thailand erhöhte sich auf rund 8% des BIP. Da sich ein Großteil des Nachfragedrucks in der Handelsbilanz niederschlug, blieb der inländische Preisauftrieb recht verhalten. In Thailand beschleunigte sich die Inflation im Laufe des Jahres jedoch merklich.

Große Leistungs-  
bilanzungleich-  
gewichte ...

Die damit verbundene rasante Zunahme der Kredite an den privaten Sektor (s. Kapitel VII, Tabelle VII.5) führte zu einer Straffung der Geldpolitik, wobei das



... und rasches Kreditwachstum führen zu Straffung der Geldpolitik

Ausmaß und der Zeitpunkt der Beschränkungen von Land zu Land unterschiedlich waren (s. Grafik III.2). In Thailand wurden Anfang 1995 die Zinssätze angehoben, um die Währung vor den Auswirkungen der Mexiko-Krise zu schützen. Als die Kapitalzuflüsse im weiteren Jahresverlauf wieder zunahmen, wurden direkte Maßnahmen zur Begrenzung des Kreditwachstums und des Zinsauftriebs ergriffen. Die Industrieproduktion verlangsamte sich, und die private Investitionstätigkeit büßte einen Teil ihrer früheren Dynamik ein, doch massive Kapitalzuflüsse aus dem Ausland ließen die Liquidität steigen. Ende des Jahres gaben die Verantwortlichen eine weitere Senkung der angestrebten Wachstumsrate der inländischen Kredite bekannt. Außerdem wurden zusätzliche Maßnahmen zur Eindämmung der Kapitalzuflüsse getroffen. In Indonesien wurde die Geldpolitik schrittweise gestrafft. Anfang 1996 wurde die Mindestreserve angehoben, und es wurden direktere Maßnahmen zur Dämpfung des anhaltend starken Kreditwachstums ergriffen. In Malaysia wurden die geldpolitischen Rahmenbedingungen erst gegen Ende 1995 wesentlich enger gestaltet. Der Ringgit verzeichnete bis zur Jahresmitte einen geringen Wertgewinn. Jedoch wurden nicht die Zinssätze angehoben, um dem steigenden Kreditwachstum entgegenzuwirken. Als die Währung



Schwächetendenzen zeigte, wurden zunächst Devisenmarktinterventionen vorgenommen, und erst später erfolgten Zinserhöhungen.

### *Indien*

Die Strukturreform in Indien begünstigte eine rege Wirtschaftsentwicklung, und die Industrieproduktion nahm ab Mitte 1994 mit einer Jahresrate von über 10% zu. Der mit dem raschen Produktions- und Investitionswachstum einhergehende Inflationsdruck veranlaßte die Währungsbehörden gegen Ende 1994, zu einer strafferen Geldpolitik überzugehen. Der Schatzwechselsatz erhöhte sich stetig von unter 8% Anfang 1994 (als er in realer Betrachtung negativ war) auf 13% im Oktober 1995, als eine Zinsobergrenze eingeführt wurde, indem die Zentralbank Schatzwechsel, die im Tenderverfahren nicht plazierte werden konnten, übernahm. Höhere Zinsen konnten jedoch die Beschleunigung des allgemeinen Kreditwachstums 1995 nicht verhindern. Zusätzlich zu dem rasanten Anwachsen der Unternehmenskredite wurde ein massiver Anstieg der Bereitstellung zinsgünstiger Finanzierungsmittel seitens der Zentralbank an den Staatssektor verzeichnet. Dennoch sank die Steigerungsrate der Großhandelspreise merklich und betrug zum Jahresende nur noch 6½%. Dazu trugen niedrigere Importzölle, eine Senkung der Verbrauchsteuern und die Stabilität der administrierten Preise wesentlich bei.

Der praktisch feste Wechselkurs der Rupie, der zu einem beträchtlichen Einbruch der Wettbewerbsfähigkeit geführt hatte, wurde im September 1995 durch ein System des kontrollierten Floatens ersetzt. Ende des Jahres hatte die Rupie gegenüber dem Dollar um über 10% bzw. in realer effektiver Betrachtung um fast 7% abgewertet. Zu Jahresbeginn 1996 geriet die Rupie erneut unter starken Druck, und Anfang Februar hatte sie einen Wertverlust von weiteren 7% erlitten, bevor sie sich infolge von Notenbankinterventionen und Maßnahmen zur Anhebung der Finanzierungskosten im Außenhandel erholte. Unmittelbare Auslöser für die Schwäche der Währung waren Unsicherheiten im Zusammenhang mit den Wahlen und Bedenken bezüglich einer Wiedereinführung restriktiver Kapitalverkehrskontrollen. Eine tieferliegende Ursache für die Verunsicherung der Finanzmärkte lag jedoch in dem anhaltend hohen Defizit des öffentlichen Sektors. Das rasante Wachstum ließ zwar die Steuereinnahmen in die Höhe schnellen, doch das Defizit der Gebietskörperschaften betrug fast 6% des BIP, und auch der übrige öffentliche Sektor verzeichnete erhebliche Defizite. Überdies dürften die schleppenden Reformfortschritte in einer Reihe von sensiblen Bereichen (insbesondere der Umstrukturierung – einschl. der Privatisierung – von staatlichen Unternehmen und der Deregulierung in einigen Sektoren des Arbeitsmarktes sowie im Energie- und Transportsektor) das Vertrauen der Finanzmärkte ebenfalls beeinträchtigt haben.

### *Osteuropa*

Ein rapides Exportwachstum begünstigte die konjunkturelle Erholung einer Reihe osteuropäischer Länder. In der Tschechischen Republik und Polen wurde diese Entwicklung im vergangenen Jahr durch den kräftigsten Anstieg der Inlandsnachfrage seit Anfang des Übergangsprozesses verstärkt, während die ersten makroökonomischen Anpassungsschritte in Ungarn zu einem deutlichen Rückgang der staatlichen und privaten Konsumnachfrage führten. Das BIP wuchs im letzten Jahr in Polen um 7% und in der Tschechischen Republik um knapp 5%, in Ungarn jedoch

Maßnahmen zur Beschränkung des Kreditwachstums ...

... und größere Wechselkursstabilität

Wiederholter Druck auf die Rupie

Starkes Exportwachstum

lediglich um 1½%. Der Anstieg der Verbraucherpreise ging in der Tschechischen Republik im vergangenen Jahr leicht zurück. In Ungarn erhöhte sich die Inflation, während sie in Polen fiel. Diese Entwicklung ist teilweise auf wesentliche Unterschiede in der Wechselkurspolitik der einzelnen Länder zurückzuführen.

Tschechische  
Republik

Die kräftige Zunahme der Inlandsnachfrage im vergangenen Jahr ließ die Produktion in der *Tschechischen Republik* sprunghaft ansteigen. Die positive wirtschaftliche Entwicklung und die günstigen Zukunftsaussichten des Landes zusammen mit einem festen Wechselkurs und hohen Zinsen lösten 1995 beträchtliche Kapitalzuflüsse aus. Dies führte zu einer Verdopplung der Währungsreserven und – trotz Sterilisierungsmaßnahmen und sonstiger Schritte zur Begrenzung der Liquiditätsausweitung – zu einem anhaltend raschen Anstieg der Wachstumsrate der weitgefaßten Geldmenge. Durch eine Liberalisierung des Kapitalverkehrs im Oktober 1995 wurden zwar Anlagen Gebietsansässiger im Ausland zugelassen, doch die hohen nominalen Zinsen begünstigten weiterhin die erheblichen Kapitalzuflüsse. Dieser Druck veranlaßte die Behörden, das Wechselkursband Ende Februar 1996 von  $\pm 1/2\%$  auf  $\pm 7/2\%$  auszuweiten. Der anfängliche starke Rückgang des Wechselkurses wurde rasch aufgefangen, und Mitte April lag der Marktkurs der Währung nahe der festgelegten Parität. Der stabile nominale Wechselkurs während der vergangenen fünf Jahre trug dazu bei, daß die Inflation niedriger blieb als in den meisten anderen Ländern der Region. Unterstützend wirkte dabei auch die ausgeglichene Haushaltslage. Die erhebliche Steigerung der Inlandsnachfrage führte allerdings auch zu einer spürbaren Vergrößerung des Handelsbilanzdefizits.

Polen

*Polen* sah sich ebenfalls starken Kapitalzuflüssen gegenüber, die hauptsächlich auf das ausgeprägte Exportwachstum einschließlich der nicht ausgewiesenen Ausgaben ausländischer Touristen zurückzuführen waren. Wegen der im Vergleich zu den Handelspartnern weitaus höheren Inflationsrate wurde der zu Beginn der Reform festgelegte Wechselkurs im Oktober 1991 von einem System gleitender Paritätsänderungen abgelöst. Dabei wurde zunächst eine Abwertungsrate angekündigt, die leicht unter der an den Verbraucherpreisen gemessenen Inflationsdifferenz lag. In den folgenden Jahren wurde diese Abwertungsrate entsprechend der Inflation herabgeführt, und gelegentlich wurde auch eine offizielle Abwertung der Währung vorgenommen. Diese Politik bewahrte die Wettbewerbsfähigkeit Polens und trug von 1992 bis 1995 zu einem Anstieg des Dollarwerts der erfaßten Warenexporte in die Industrieländer um 85% bei.

Die Währungsbehörden intervenierten, um dem Aufwertungsdruck der Währung entgegenzuwirken, und die Reserven wuchsen rasch. Dennoch führten weitere massive Kapitalzuflüsse in den ersten Monaten des Jahres 1995 zur Erweiterung des Wechselkursbands im Mai. Trotz der nachfolgenden Aufwertung des Zloty hielten die Kapitalzuflüsse an. Dementsprechend wurde die Währungsparität im Dezember um 6½% heraufgesetzt und die Abwertungsrate ab Januar 1996 auf 1% pro Monat verringert. Eine deutliche reale Aufwertung der Währung konnte verhindert werden, da die Inflation weiter zurückging, auch wenn sie immer noch relativ hoch ist.

Ungarn

In *Ungarn* wird die Wirtschaftspolitik von der Notwendigkeit bestimmt, sowohl ein erhebliches Defizit der öffentlichen Haushalte (7½% in Relation zum BIP 1994) als auch ein wachsendes Leistungsbilanzungleichgewicht zu korrigieren. Im vergangenen Jahr hat sich die Haushaltslage etwas verbessert, und die angekündigten



Maßnahmen sollen diese Entwicklung 1996 fortführen, wobei die offizielle Prognose für dieses Jahr bei einem Defizit von weniger als 4% liegt. Eine beträchtliche reale Abwertung des Forint und eine im März 1995 eingeführte Importabgabe hatten eine deutliche Beschleunigung der Inflation zur Folge (s. Tabelle III.1). Die Reallöhne sanken um 12%, und die Konsum- und Importnachfrage schwächte sich ab. Der Dollarwert der Exporte in Industrieländer nahm um fast 17% zu, und das sich verringernde Leistungsbilanzdefizit sowie Kapitalzuflüsse im Zusammenhang mit Privatisierungen (über \$ 3 Mrd. im Jahr 1995) ließen die Währungsreserven um \$ 5 Mrd. ansteigen. Die starken und unmittelbaren Auswirkungen der Währungsabwertung auf die Inlandspreise verdeutlichen jedoch die Notwendigkeit einer weiterhin straffen Wirtschaftspolitik.

### Rußland

Rußland befand sich Anfang des Jahres 1995 in einer Finanzkrise. Die Währungsreserven waren nahezu erschöpft, und die Inflation hatte sich auf fast 18% pro Monat beschleunigt. Die Behörden reagierten mit Plänen einer massiven Kürzung der realen Staatsausgaben, um so das Haushaltsdefizit in Relation zum BIP um rund 5% zu senken. Überdies sollte zur Finanzierung des Haushaltsdefizits verstärkt auf die Emission kurzfristiger Staatspapiere gesetzt, die Inanspruchnahme von Zentralbankkrediten dagegen eingeschränkt werden. Der Markt reagierte zunächst skeptisch, aber dennoch konnte diese Neuorientierung der Wirtschaftspolitik (unterstützt durch die Ankündigung eines IWF-Kredits über \$ 6,8 Mrd.) den Fall des Rubels an den Devisenmärkten schließlich aufhalten.

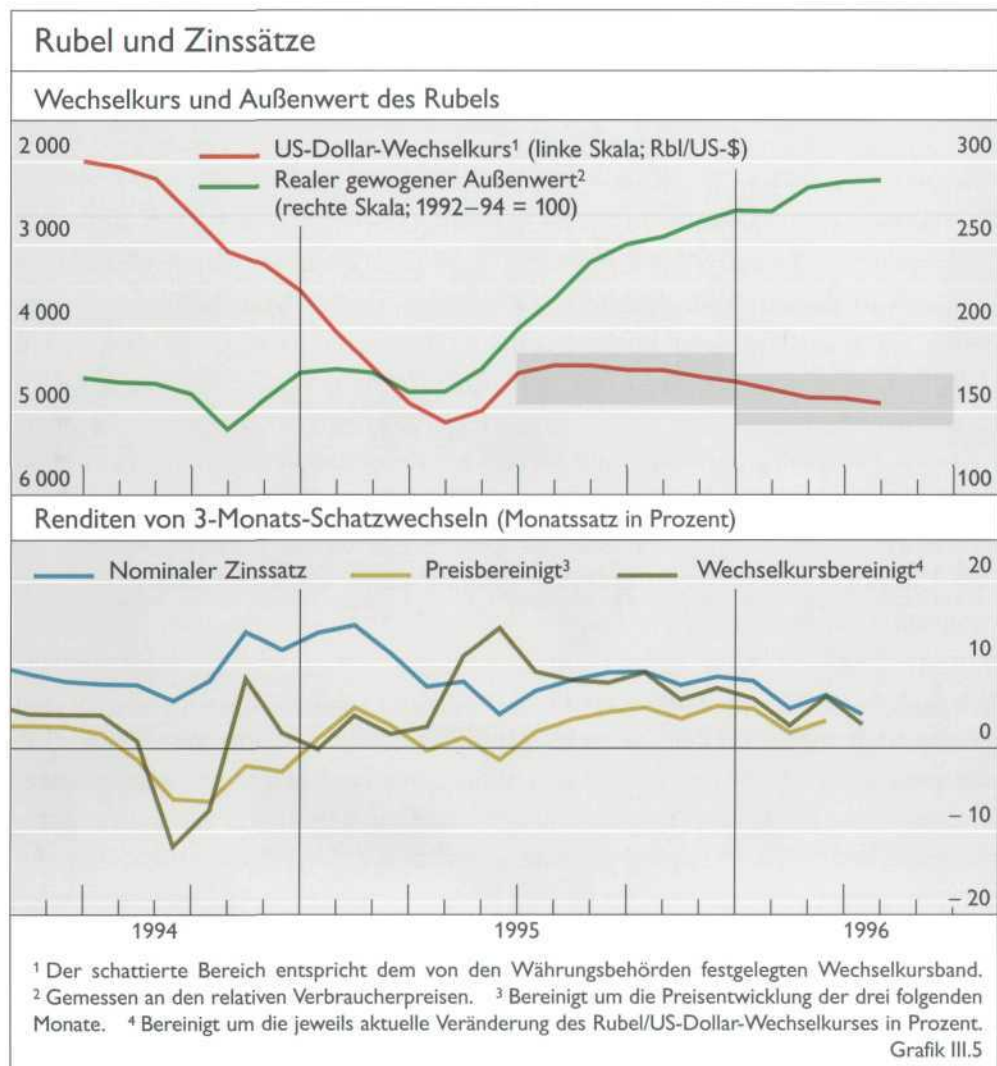
Die Haushaltslage wurde erheblich verbessert, u.a. durch die Aufschiebung der Gehaltszahlungen an die Beschäftigten im öffentlichen Sektor. Zusätzlich bot die geldpolitische Straffung, die sich z.B. in einer drastischen Anhebung der Mindestreserven und in der hohen Verzinsung auf Rubel lautender Schatzwechsel äußerte, russischen Banken und anderen einen starken Anreiz, Vermögenswerte von Dollar in Rubel umzutauschen. Als sich die Erwartungen baldiger Wechselkursstabilität zu bestätigen begannen, stiegen die Kapitalzuflüsse, und inländisches Fluchtkapital kehrte zurück. Daraufhin wertete der Rubel auf und ermöglichte es der Zentralbank, die aufgezehrten Währungsreserven wieder aufzufüllen. Die Währungsbehörden legten für die zweite Jahreshälfte 1995 eine Bandbreite für den Rubel fest, um zum einen den Aufwertungsdruck im Zaum zu halten und zum anderen den Wechselkurs als Anker für die Inflationsbekämpfung verwenden zu können. Eine weitere, leicht abgesenkte Bandbreite folgte für die erste Jahreshälfte 1996 (s. Grafik III.5). Der reale Außenwert des Rubels verdoppelte sich, er war jedoch zuvor sehr niedrig gewesen.

Die Einführung wesentlicher makroökonomischer Anpassungsmaßnahmen ließ die Inflation gegen Anfang 1996 auf eine monatliche Rate von unter 3% und damit den niedrigsten Stand seit 1991 sinken. Gleichzeitig war der Produktionsrückgang im Jahr 1995 und zu Beginn des Jahres 1996 bedeutend geringer als in den vorhergehenden Jahren, da von den Exporten und vom Wohnbau starke Nachfrageimpulse ausgingen. Ob diese günstigen Entwicklungen aufrechterhalten werden können, hängt von weiteren Fortschritten beim Aufbau eines wirtschaftlich und finanziell stabilen Umfelds ab. Die Strukturreformen müssen verstärkt vorangetrieben werden, vor allem durch wirksame Privatisierungsmaßnahmen. Zur

Restriktive Finanz- und Geldpolitik ...

... und die Einführung eines Wechselkursbands ...

... fördern makroökonomische Stabilität ...



... jedoch weitere  
Strukturreformen  
nötig

Unterstützung eines mittelfristigen Programms, das auf makroökonomische Stabilität und Strukturreform ausgerichtet ist, stellte der IWF im März 1996 einen mit Auflagen verknüpften Kredit von rund \$ 10 Mrd. bereit.

### Steigende Sparquoten

Hohe Sparquote  
von zentraler  
Bedeutung

Die jüngsten Entwicklungen verdeutlichen die fundamentale Bedeutung der nationalen Spar- und Investitionsquoten für das wirtschaftliche Wachstum. Wenn zur Investitionsfinanzierung auf inländische statt ausländische Ersparnisse zurückgegriffen wird, ist außerdem die Gefahr einer durch Kapitalabflüsse herbeigeführten Finanzkrise geringer, und die Finanzsysteme der Länder mit hohen Sparquoten dürften weniger anfällig für wirtschaftliche Schocks sein.

Stark unter-  
schiedliche Spar-  
quoten je nach ...

Die beträchtlichen Unterschiede in den Spar- und Investitionsquoten zwischen den größeren Entwicklungsregionen während der achtziger Jahre verstärkten sich in den Jahren von 1990 bis 1995. Außer in Indien und auf den Philippinen erhöhten sich die Sparquoten in Asien in Relation zum BIP auf weit über 30%. Die Sparquoten der meisten Länder Afrikas und Lateinamerikas betragen jedoch lediglich rund 20% des BIP (s. Tabelle III.1), und zu geringe Investitionsausgaben hemmten das Wachstum. Eine bemerkenswerte Ausnahme stellt Chile



dar, wo die Sparquoten in den letzten Jahren so hoch waren wie in Asien. Bei den Investitionsquoten waren die Unterschiede ebenso groß. Die Investitionsquoten in Asien übertrafen die in den übrigen Entwicklungsregionen bei weitem.

Strukturreformen, einschließlich einer weitgehenden Liberalisierung des Finanzsektors, regten nicht nur die Investitionsausgaben, sondern auch die private Verbrauchsnachfrage an, häufig begünstigt durch eine rasche Expansion der Bankkredite (s. Kapitel VII, Tabelle VII.5). Eine Liberalisierung des Finanzsektors kann sich auf unterschiedliche Weise auf die gesamtwirtschaftliche Ersparnis auswirken. Einerseits kann eine Lockerung der Kreditbeschränkungen für die privaten Haushalte kurzfristig die Ersparnis verringern, andererseits kann eine größere Palette an Finanzinstrumenten sie anregen. In Asien ging ein weitgehend schrittweiser Liberalisierungsprozeß mit einer höheren Ersparnisbildung einher. In anderen Ländern jedoch fielen die Sparquoten. Die starke Abnahme der Sparquoten war denn auch eine der Übergangsschwierigkeiten bei der Einführung der Stabilisierungs- und Liberalisierungsprogramme der frühen neunziger Jahre in Lateinamerika. In zahlreichen Industrieländern hatten sich Reformen Anfang der achtziger Jahre ähnlich ausgewirkt. In Brasilien war die Einführung des Real-Plans ebenfalls mit einer verminderten Ersparnisbildung verbunden. Die Sparquoten fielen auch in vielen Ländern außerhalb Lateinamerikas. Die Sparquote Südafrikas sank weit unter das Niveau, das für eine höhere Beschäftigung nötig gewesen wäre. In Osteuropa gingen die Sparquoten nicht nur zu Beginn des Liberalisierungsprozesses deutlich nach unten (was eine normale Reaktion auf die Abschaffung des Zwangssparens war), sondern sie blieben auch im weiteren Verlauf der Übergangsphase auf einem niedrigen Niveau.

Seit Mitte der achtziger Jahre bemühen sich die meisten Entwicklungsländer um eine Steigerung der Ersparnisbildung (bzw. Verringerung des Entsparens) des öffentlichen Sektors. In einigen lateinamerikanischen Ländern nahm das Anfang und Mitte der achtziger Jahre noch sehr hohe Tempo des Entsparens der öffentlichen Haushalte dank einer erheblichen mittelfristigen Konsolidierung ab. In einigen asiatischen Volkswirtschaften führten durchgreifende Maßnahmen (einschl. des Aufbaus beträchtlicher Überschüsse in den staatlichen Pensionssystemen) zu einer sehr hohen Sparquote des öffentlichen Sektors.

Gemeinhin verzeichnen Länder mit einer hohen öffentlichen Sparquote auch eine hohe private Sparquote. Länder mit Haushaltsüberschüssen weisen in den neunziger Jahren größtenteils hohe oder sogar steigende private Sparquoten auf (Chile, Korea, Malaysia vor 1995, Singapur, Thailand). Umgekehrt ist die Haushaltslage von Ländern mit relativ niedrigen privaten Sparquoten (Brasilien, Indien, Kolumbien, Südafrika, Venezuela) in der Regel wesentlich schlechter. Lediglich in Argentinien ging eine niedrige private Sparquote mit einem ausgeglichenen Staatshaushalt einher, wobei die Sparquote auch hier deutlich zunahm.

Die privaten Sparquoten werden weitgehend von strukturellen Faktoren (wie z.B. demographischen Veränderungen) oder sich nur langsam verändernden Variablen (wie z.B. der Höhe des Pro-Kopf-Einkommens) bestimmt. Dennoch können auch Maßnahmen der öffentlichen Hand die private Ersparnisbildung anregen. Die Sozialversicherungsreform ist in diesem Zusammenhang von besonderer Bedeutung. Die Einrichtung einer obligatorischen Rentenversicherung im Kapitaldeckungsverfahren ist dafür wahrscheinlich das erfolgreichste Beispiel. In

... Liberalisierungsgrad des Finanzsektors ...

...und Finanzlage des öffentlichen Sektors

Pensionssysteme nach Kapitaldeckungsverfahren ...

Singapur wurde ein derartiges System, das die Grundlage der allgemeinen Sozialversicherung bildet, schon im Jahr 1955 eingeführt, in Chile Anfang der achtziger Jahre. In Argentinien, Kolumbien und Malaysia wurden in den letzten Jahren ähnliche Sparprogramme entwickelt (in manchen Fällen neben dem Kapitalumlageverfahren). In Brasilien und Mexiko liegen ebenfalls Pläne einer Rentenreform vor, und auch einige osteuropäische Länder beschäftigen sich intensiv mit diesem Thema. Chile, Malaysia und Singapur verfügen über die umfassendsten Pensionsysteme. In Malaysia und Singapur betrug die über diese Systeme erzielte jährliche Ersparnis ungefähr 10% des BIP.

... könnten private Ersparnis anregen ...

Da obligatorische Pensionsvorsorgesysteme illiquiden Charakter haben, ist es unwahrscheinlich, daß sie andere, liquidere Arten der Ersparnisbildung der privaten Haushalte vollständig verdrängen werden. Überdies dürften die unteren Einkommensgruppen, die an diesen Rentenversicherungssystemen beteiligt sind, nur geringe eigene Ersparnisse haben, über die sie verfügen können. Die Systeme haben noch einen weiteren Vorteil: Wenn die institutionellen Investoren, die die Pensionsfonds verwalten, in ihren Anlageentscheidungen nicht zu sehr eingeschränkt werden (z.B. Staatsanleihen kaufen müssen), wird die Entwicklung der heimischen Finanzmärkte gefördert. Die Anlagen der chilenischen Pensionsfonds haben beispielsweise zur Entwicklung eines lokalen Marktes für Unternehmensanleihen und eines Aktienmarktes beigetragen und die Umsetzung von Privatisierungsprogrammen erleichtert. Durch die Schaffung neuer Sparformen und die Entwicklung der Finanzmärkte in einem stabilen makroökonomischen Umfeld könnte wiederum die Ersparnisbildung weiter angeregt werden.

... und Entwicklung der Finanzmärkte fördern

Reformen im Finanzsektor sollten in jedem Fall dafür sorgen, daß die Ersparnisse effizient genutzt werden. Ein solides Finanzsystem ist hierbei von ebenso großer Bedeutung. Dieser Aspekt wird in Kapitel VII näher ausgeführt.



## IV. Geldpolitik in den Industrieländern

### Schwerpunkte

Vor dem Hintergrund des anhaltenden Fortschritts in Richtung Preisstabilität und einer konjunkturellen Abschwächung wurde die Geldpolitik in den wichtigen Industrieländern im vergangenen Jahr gelockert. Sichtbar wurde dies an den niedrigeren kurzfristigen Zinssätzen und einem rascheren Wachstum der breit definierten Geldmengenaggregate.

In den USA endete die Anfang 1994 eingeleitete Reihe von Zinserhöhungen, als die Wirtschaft im Frühjahr 1995 Anzeichen einer Abschwächung zeigte. Im Juli und Dezember 1995 sowie im Januar 1996 wurde die Zinsschraube zurückgedreht, um die Konjunktur zu unterstützen. In Japan wurde der geldpolitische Kurs deutlich expansiver ausgerichtet, als die Zentralbank versuchte, der leichten konjunkturellen Erholung, die 1994 eingesetzt hatte, aber im ersten Halbjahr 1995 ins Stocken geraten war, durch entschlossenes Eingreifen wieder auf den Weg zu helfen. Der Diskontsatz wurde vom Jahresbeginn bis Anfang Herbst in zwei Schritten von 1,75% auf 0,5% gesenkt. Entsprechend der größeren Bedeutung, die der Steuerung der Marktzinssätze als geldpolitischem Instrument beigemessen wurde, wurden die kurzfristigen Marktsätze unter den Diskontsatz zurückgeführt.

Auch in den am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmenden Ländern wurde die Geldpolitik generell gelockert, da die Inflation zurückging, die Wechselkurse stabil waren, die Arbeitslosigkeit stieg und das Wachstum der Geldmenge M3 in Deutschland deutlich unter der Zielvorgabe blieb. Im Frühjahr und im Herbst wurde der Kurs in einigen Teilnehmerländern jedoch vorübergehend gestrafft, als im Zusammenhang mit der Entwicklung des US-Dollars und haushaltspolitischen Bedenken Spannungen an den Devisenmärkten entstanden. Damit sollte die Entschlossenheit der Währungsbehörden demonstriert werden, die Wechselkurse bei oder nahe ihrem Leitkurs zu halten.

In Ländern, in denen die Geldpolitik mit expliziten oder impliziten Inflationszielen arbeitet, wurde die Geldpolitik im ersten Halbjahr 1995 weiter gestrafft, um dem Entstehen eines inflationären Drucks entgegenzuwirken. Diese Straffung und die allgemeine konjunkturelle Abschwächung ließen die Preisaussichten günstiger werden, so daß die Geldpolitik in der zweiten Jahreshälfte wieder gelockert werden konnte. Die Inflation blieb in diesen Ländern generell innerhalb der vorgegebenen Zielbänder, doch auch in anderen Ländern verharrte sie auf einem mäßigen Niveau. Es läßt sich daher noch nicht beurteilen, ob die Bekanntgabe formeller Inflationsziele den Inflationsprozeß beeinflußt hat.

### Geldpolitik in den drei größten Volkswirtschaften

Nicht nur in den drei wichtigsten Ländern, sondern auch andernorts herrscht die übereinstimmende Auffassung, daß das oberste Ziel der Geldpolitik die Preis-

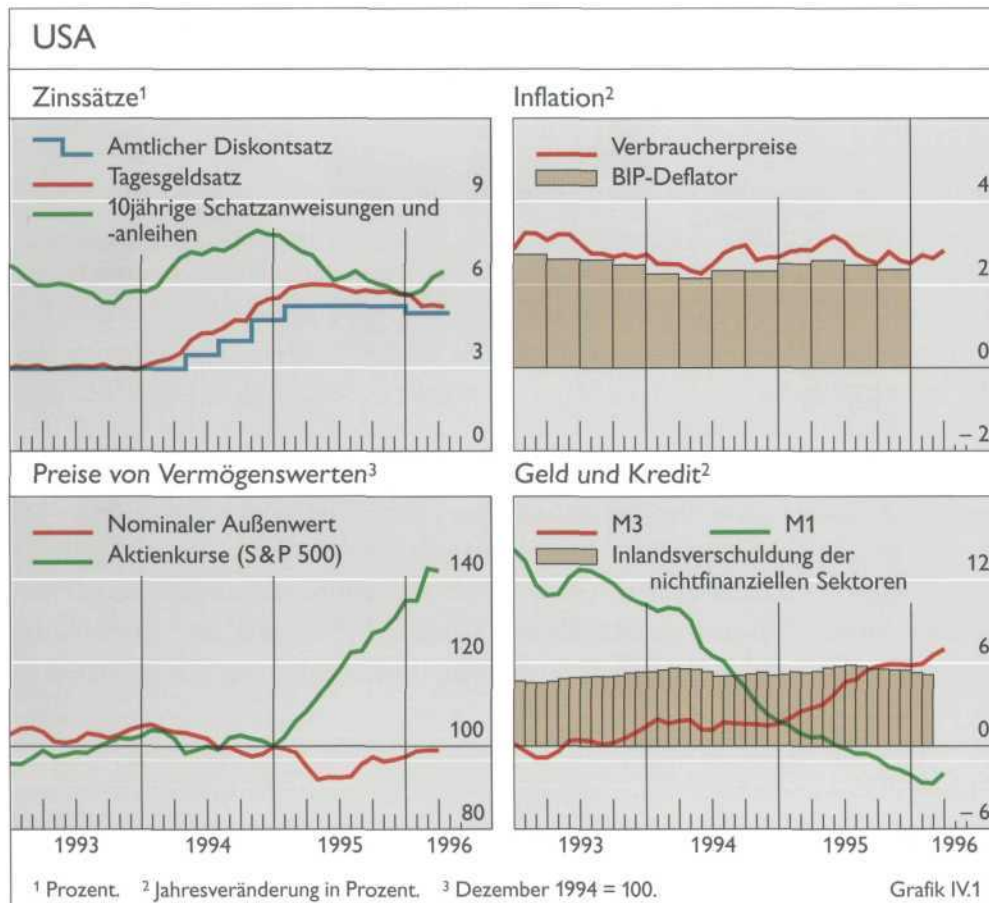
Preisstabilität als oberstes Ziel der Geldpolitik

stabilität ist. Die wesentlichen Unterschiede in den geldpolitischen Steuerungsverfahren der drei Länder betreffen die Offenlegung des Ziels und die Frage, ob die Währungsbehörden bei der Durchführung ihrer Politik Zwischenziele verwenden. Die Deutsche Bundesbank hat wiederholt erklärt, daß eine Inflationsrate von über 2% pro Jahr nicht mit Preisstabilität vereinbar sei, und setzt jährlich ein mittelfristiges Zwischenziel für das Wachstum von M3 fest. Dagegen arbeitet die Geldpolitik in den USA – wo ein Gesetzesentwurf zur genaueren Definition des Auftrags der Federal Reserve in den Kongreß eingebracht worden ist – sowie in Japan eklektisch und ohne Zwischenziel, und die Währungsbehörden haben ihr Ziel nicht quantitativ definiert. Im vergangenen Jahr wurde die Geldpolitik in allen drei Ländern vor dem Hintergrund niedriger Inflationsraten und konjunktureller Abschwächung sowie – in Deutschland – eines M3-Wachstums unterhalb des Zielkorridors nach und nach gelockert.

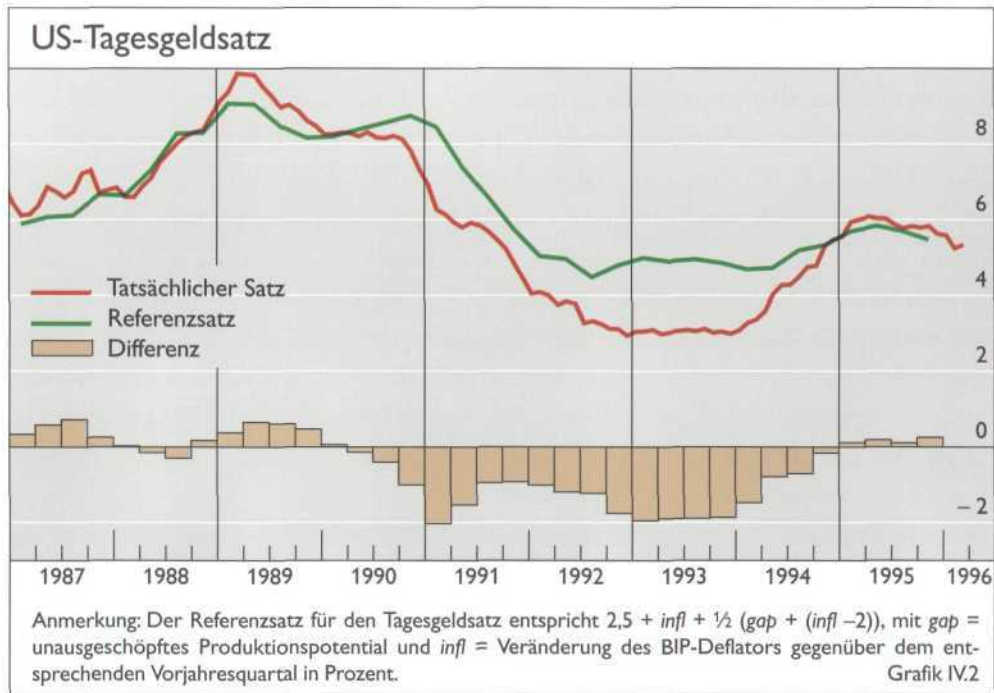
### USA

In den USA wurde der restriktivere geldpolitische Kurs, der Anfang 1994 angesichts eines hohen Wirtschaftswachstums und erster Anzeichen eines Preisauftriebs eingeschlagen worden war, bis in das Jahr 1995 hinein fortgeführt. In diesem Zeitraum wurde der Tagesgeldsatz siebenmal heraufgesetzt, bis er im Februar 1995 schließlich 6% betrug. Im Frühjahr schwächte sich das Wirtschaftswachstum dann jedoch ab, und der Preisauftrieb ließ nach, so daß an den Finanzmärkten im ersten Quartal 1995 allmählich eine Umkehrung der geldpolitischen Ausrichtung erwartet wurde. Daraufhin begannen die langfristigen Zinssätze zu fallen, der US-Dollar sank

Nachlassender Preisauftrieb und geldpolitische Lockerung







gegenüber dem Yen und der D-Mark auf historische Tiefstände, und die Aktienkurse zogen an. Im Juli lockerte die Federal Reserve ihre Geldpolitik leicht, indem sie den Tagesgeldsatz um 0,25 Prozentpunkte auf 5,75% zurücknahm. Während sich der US-Dollar stabilisierte und vom Sommer an festigte, teilweise als Reaktion auf Zinssenkungen in Japan und Deutschland, bildeten sich die langfristigen Zinssätze im Herbst weiter zurück, weil sich immer mehr die Erwartung durchsetzte, daß die Geldpolitik noch expansiver werden würde, und weil es als immer wahrscheinlicher galt, daß sich die Regierung und der Kongreß über die Haushaltskonsolidierung einigen würden. Da die Inflation weiter rückläufig war, war eine Senkung der nominalen Zinssätze notwendig, um einen Anstieg der Realzinssätze zu verhindern, und der Tagesgeldsatz wurde im Dezember 1995 auf 5,5% und im Januar 1996 auf 5% zurückgenommen. Vor dem Hintergrund fallender kurzfristiger Zinssätze stiegen die Aktienkurse im Jahr 1995 und im ersten Quartal 1996 beträchtlich. Da die damit verbundene Vermögenszunahme zur Stützung der Wirtschaftstätigkeit beitrug, verringerte sich die Notwendigkeit einer weiteren Lockerung der Geldpolitik.

Starker Anstieg der Aktienkurse

Anfang 1996 kehrten sich der allmähliche Rückgang der langfristigen Zinssätze und die Abflachung der Renditenstrukturkurve um. Die langfristigen Zinsen begannen Anfang des Frühjahrs zu steigen, als sich die Anzeichen mehrten, daß auf kurze Sicht wahrscheinlich keine Einigung über die Haushaltskonsolidierung erzielt werden würde. Angesichts der augenscheinlichen Belebung der Wirtschaftstätigkeit schätzten die Marktteilnehmer eine weitere Senkung der Notenbankzinsen überdies als immer unwahrscheinlicher ein.

Im Vergleich zur Straffung des geldpolitischen Kurses von Anfang 1994 bis Anfang 1995 war die Lockerung vom Sommer 1995 bis zum Frühjahr 1996 mäßiger und erfolgte in kleineren Schritten. Während der Tagesgeldsatz nämlich bei der Verschärfung der Geldpolitik zunächst um 25 Basispunkte und später um 75 Basispunkte heraufgesetzt wurde, waren bei der Senkung des Tagesgeldsatzes die

Asymmetrische Geldpolitik

Schritte auf jeweils 25 Basispunkte begrenzt. Diese Asymmetrie dürfte teilweise die Intention der Währungsbehörden widerspiegeln, die Inflationsrate im Laufe der Zeit auf ein Niveau zurückzuführen, das mit Preisstabilität vereinbar ist, indem auf eine Zunahme des Inflationsdrucks entschiedener reagiert wird als auf ein Nachlassen.

Ein weiterer Grund, weshalb der Tagesgeldsatz stärker angehoben wurde, als aufgrund der Veränderungen der Inflation und der Kapazitätsreserven vielleicht erwartet worden war, bestand darin, daß die Federal Reserve die nominalen und die realen kurzfristigen Zinssätze vor dem Hintergrund einer hohen Verschuldung der nichtfinanziellen Sektoren sowie einer gewissen Zurückhaltung bei der Kreditgewährung von 1991 bis 1993 auf ein ungewöhnlich niedriges Niveau gesenkt hatte. Nachdem diese Probleme weitgehend gelöst worden waren, war eine Verschärfung der Geldpolitik in größerem Umfang angemessen. Grafik IV.2 zeigt, daß der Tagesgeldsatz Anfang 1994 unter dem Niveau einer einfachen Referenzgröße lag, die in der Vergangenheit die Entwicklung des Zinssatzes nachvollzogen hat.

Zinssätze Anfang 1994 ungewöhnlich niedrig

### *Japan*

In Japan deutliche geldpolitische Lockerung

Die Bank of Japan richtete ihren geldpolitischen Kurs im vergangenen Jahr deutlich expansiver aus. Dies war Teil einer Reihe von Maßnahmen, die die Währungsbehörden und die Regierung zur Unterstützung der Wirtschaftsentwicklung ergriffen, aber es half auch, die Schwächen im Bankensektor zu lindern (s. auch Kapitel V).

Nach einer kräftigen Aufwertung des Yen gegenüber dem Dollar im Februar und im März sowie einem Einbruch der Aktienkurse im ersten Quartal häuften sich die Anzeichen, daß die mäßige Erholung, die 1994 begonnen hatte, ins Stocken geraten war. Nachdem die Finanzmärkte eine geldpolitische Lockerung bereits vorweggenommen hatten, worauf der Rückgang der langfristigen Zinssätze von 4,7% im Januar auf 3,8% im März hinweist, schleuste die Bank of Japan Ende März die Geldmarktsätze nach unten und senkte Mitte April den Diskontsatz von seinem bisherigen historischen Tiefstand von 1,75% auf 1%. Gegen Ende des Frühjahrs schwächte sich die Konjunktur noch weiter ab, und die Verbraucherpreise gingen zum ersten Mal seit fast einem Jahrzehnt gegenüber dem Vorjahr zurück.

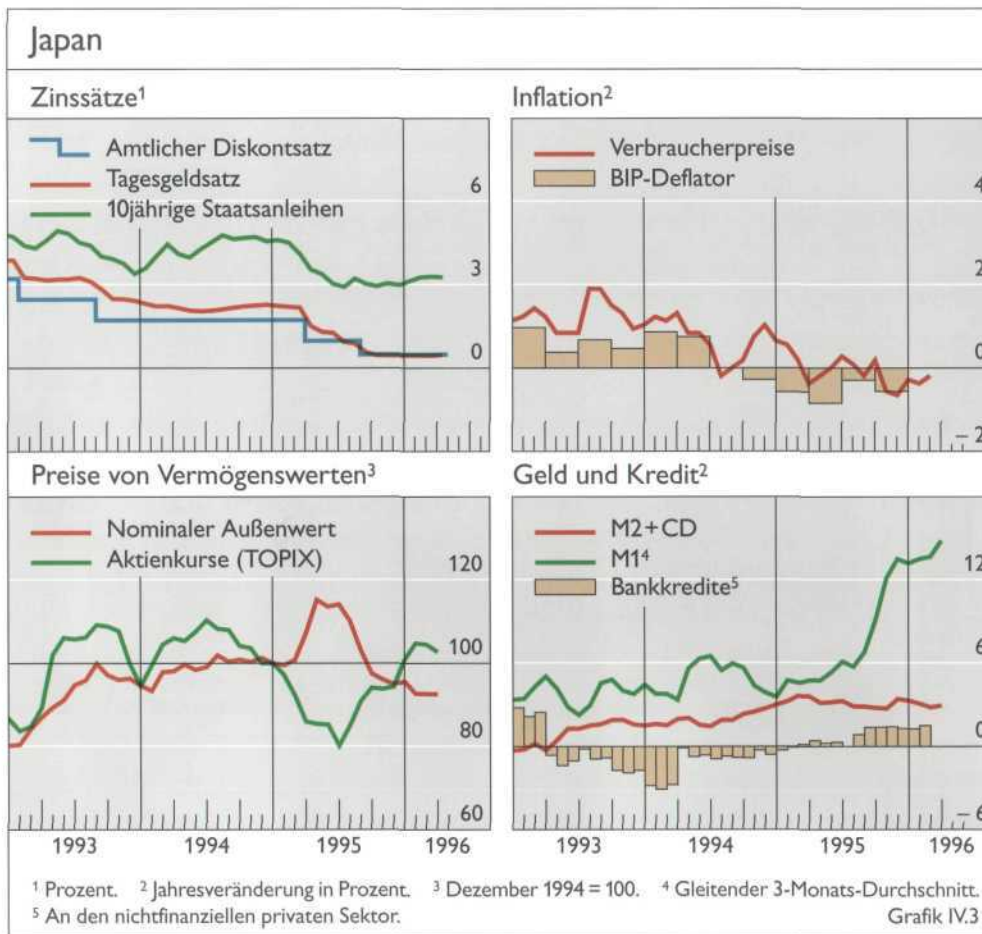
Geldmarktsätze unter den Diskontsatz geführt

Die langfristigen Zinssätze erreichten Anfang Juli ein Rekordtief von 2,7%, als die Bank of Japan das Nachgeben der kurzfristigen Geldmarktsätze auf ein Niveau unterhalb des Diskontsatzes unterstützte, den sie in der Vergangenheit in der Regel überstiegen hatten. Diese Entspannung der Geldpolitik trug zu der nachfolgenden Abwertung des Yen gegenüber dem Dollar und zu einer Erholung der Aktienkurse bei. Auch die langfristigen Zinsen erhöhten sich im August vorübergehend auf 3,4%, bevor sie sich im September auf 2,8% zurückbildeten. Um die Konjunktur zusätzlich zu stützen, wurde der Diskontsatz im September um weitere 0,5 Prozentpunkte zurückgenommen.

Rückgang der realen und nominalen kurzfristigen Zinssätze

Obwohl sich die Zinsspannen der Banken in den letzten Jahren ausgeweitet haben, bestehen kaum Zweifel, daß der kräftige Rückgang der Geldmarktzinsen seit dem Frühjahr 1995 eine erhebliche Senkung der realen Zinssätze für kurzfristige Bankkredite bedeutete. Die Sätze für neu vereinbarte kurzfristige Kredite fielen beispielsweise vom Frühjahr 1995 bis zum Frühjahr 1996 um rund





1,5 Prozentpunkte. Bei einer Inflationsrate von nahezu null (gemessen anhand des Verbraucherpreisindex oder des BIP-Deflators) dürften die realen und nominalen kurzfristigen Zinssätze etwa in gleichem Ausmaß zurückgegangen sein.

Während die kurzfristigen Zinsen vom Frühherbst an bei rund 0,5% blieben, stiegen die langfristigen Zinssätze leicht an und lagen Ende Februar dieses Jahres bei 3,5%. Obwohl es auch andere Erklärungen für die allmählich steiler werdende Zinsstrukturkurve gibt, deutet der sich ausweitende Abstand zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen darauf hin, daß die Finanzmärkte ein Anhalten des Wachstums und eine Abkehr von dem gegenwärtig stark expansiven geldpolitischen Kurs erwarteten. Da die längerfristigen Kreditzinsen eng mit den langfristigen Anleiherenditen verbunden sind, treiben solche Erwartungen unmittelbar die Kosten für Bankausleihungen in die Höhe, was die Erholung hemmen könnte. Um den Aufwärtsdruck auf die Anleiherenditen zu vermindern, machte die Bank of Japan deutlich, daß sie keine Verschärfung der Geldpolitik beabsichtigt, bis die Erholung auf einem festen Fundament steht. Unter den gegenwärtigen konjunkturellen Bedingungen ist dies sicherlich angemessen. Aber wenn die kurzfristigen Zinssätze für einen längeren Zeitraum auf einem solch niedrigen Niveau gehalten werden, muß dafür Sorge getragen werden, daß die Anleihemärkte nicht auf ungerechtfertigte Weise reagieren, wenn die Geldpolitik dann schließlich geändert wird.

Die Bankausleihungen an den nichtfinanziellen privaten Sektor weiteten sich im vergangenen Jahr aus, wegen der gedämpften Kreditnachfrage und einer

Anstieg der langfristigen Zinssätze ...

... könnte Konjunkturerholung hemmen

gewissen Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe jedoch nur leicht. Diese Zurückhaltung spiegelt sowohl die schlechte wirtschaftliche Verfassung der Banken und der Kreditnehmer als auch die Qualität der angebotenen Sicherheiten wider. Sie dürfte zum Teil erklären, warum die Investitionspläne kleiner Firmen, die sich traditionell stärker über Banken finanzieren, hinter denen größerer Unternehmen zurückbleiben, die einen besseren Zugang zu anderen Finanzierungsquellen haben.

Das Verhalten der Geldmengenaggregate deutet ebenfalls darauf hin, daß das Kreditangebot weiterhin eingeschränkt sein dürfte. Zwar nahm das Aggregat M2+CD 1995 im Einklang mit der Prognose der Bank of Japan um 3,1% zu, doch das Wachstum von M1 beschleunigte sich im zweiten Halbjahr 1995 beträchtlich (s. Grafik IV.3), als die Einleger ihre Portefeuilles aufgrund der niedrigen Zinsen und der Bedenken wegen der Schwächen im Bankensystem umschichteten. Falls die Präferenzverschiebung zugunsten liquider Anlagen anhält, könnte sie sich auf die Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken auswirken. Dagegen haben sich durch den Anstieg der Aktienkurse seit Mitte 1995 die Bilanzen der Banken wie der Kreditnehmer verbessert, was die konjunkturbelebenden Wirkungen der gegenwärtigen geldpolitischen Ausrichtung verstärken dürfte.

#### *Deutschland*

Geldpolitik  
geloockert als  
Reaktion auf ...

Der Prozeß der Zinssenkungen, der in Deutschland im September 1992 begonnen wurde, setzte sich in der Berichtsperiode fort. Maßgebend für die Geldpolitik war die Schwäche des von der Bundesbank als Zwischenzielgröße verwendeten Wachstums von M3, die ein Fehlen inflationären Drucks und eine Verlangsamung der wirtschaftlichen Aktivität anzeigte. Angesichts des Rückgangs der Geldmenge zu Beginn des Jahres 1995 fielen die langfristigen Zinssätze von 7,8% Ende 1994 auf 7,3% im März 1995, da die Erwartungen einer Senkung der Notenbankzinsen an Boden gewannen. Nachdem das Wachstum von M3 in den ersten Monaten des Jahres deutlich unterhalb des Zielkorridors verlaufen war und die D-Mark kräftig aufgewertet hatte, wurde die Geldpolitik im April gelockert, und die Bundesbank senkte den Diskontsatz auf 4%, den Lombardsatz auf 6% und den Satz für Mengentender im Rahmen der Offenmarktgeschäfte von 4,85% auf 4,5%. Obwohl die Bundesbank die Geldpolitik nicht dazu einsetzt, den Wechselkurs zu beeinflussen, wirken sich Wechselkursbewegungen auf den zukünftigen Inflationspfad aus, was bei der Festlegung des angemessenen Niveaus der Notenbankzinsen in Betracht gezogen wird.

Nach der Ermäßigung im April blieben der Wertpapierpensionssatz und die langfristigen Anleiherenditen bis August unverändert, als die Bundesbank vor dem Hintergrund einer weiterhin verhaltenen Geldmengenexpansion und eines anhaltend starken Wechselkurses den Diskont- und den Lombardsatz um weitere 0,5 Prozentpunkte zurücknahm. Nachdem sich das Geldmengenwachstum im dritten Quartal beschleunigt hatte, schwächte es sich später im Herbst ab, als die langfristigen Zinssätze ihren Rückgang fortsetzten. Im Dezember wurden die Notenbankzinsen noch einmal gesenkt, und zwar der Diskontsatz auf 3%, der Lombardsatz auf 5% und der Wertpapierpensionssatz für Mengentender auf 3,75%. Trotz der geldpolitischen Lockerung betrug das M3-Wachstum vom vierten Quartal 1994 zum vierten Quartal 1995 lediglich 2,1% und lag damit deutlich unterhalb des Zielkorridors von 4–6%.

... M3-Wachstum  
unterhalb des  
Zielkorridors

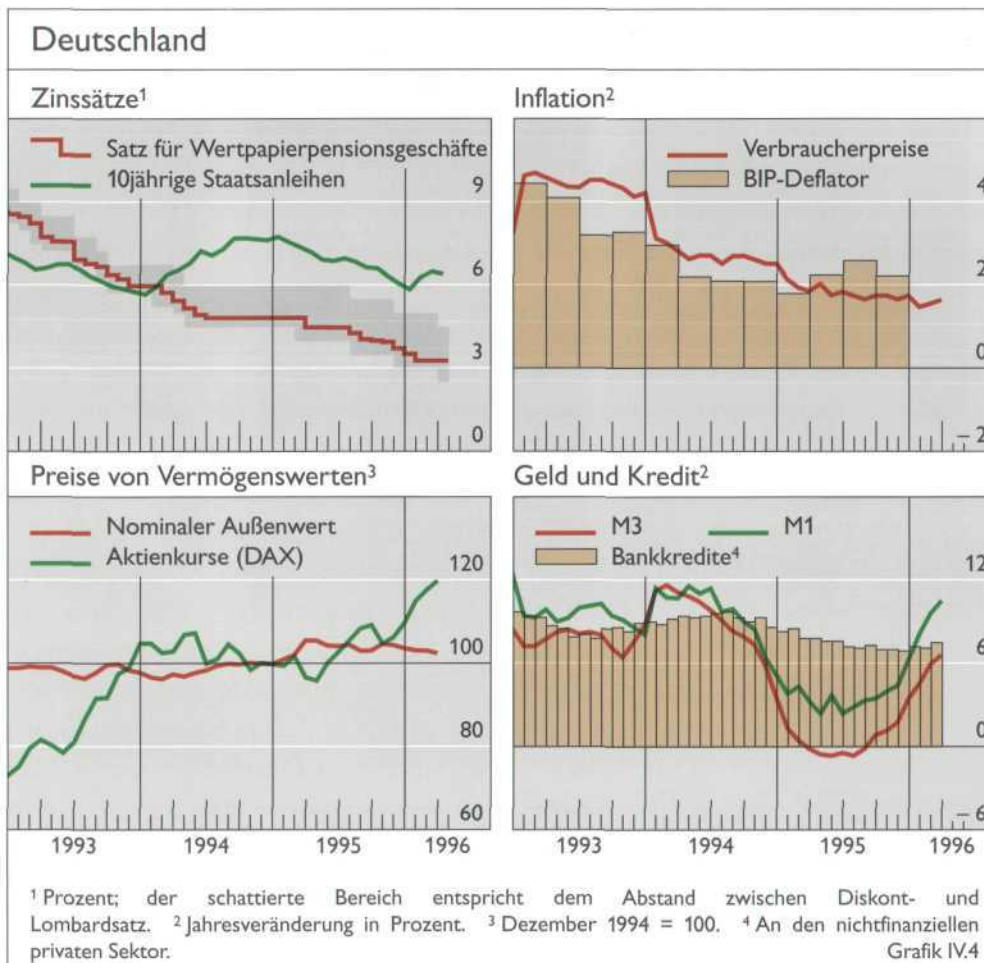


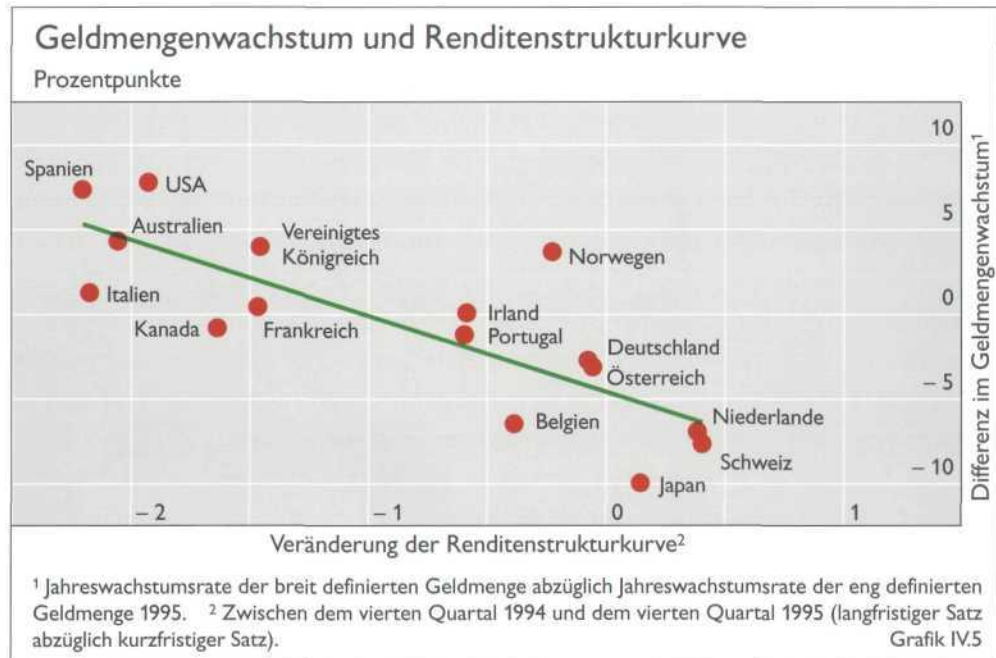
Im ersten Quartal 1996 war ein weiterer steiler Rückgang des Wertpapierpensionsatzes auf 3,3% Anfang Februar zu verzeichnen. Das Wachstum von M3 verstärkte sich jedoch im ersten Quartal, und gegen Ende Januar begannen die langfristigen Zinsen, ausgehend von einem Tiefstand von 5,8%, zu steigen, was im Einklang mit der Auffassung an den Finanzmärkten steht, daß weitere geldpolitische Lockerungen wenig wahrscheinlich seien (s. auch Kapitel V). Angesichts der günstigen Inflationsaussichten senkte die Bundesbank im April jedoch den Diskontsatz auf 2,5% und den Lombardsatz auf 4,5%.

Ein Faktor, der die Geldmengensteuerung in Deutschland erschwert hat, sind Änderungen in der Neigung der Renditenstrukturkurve, denn diese schlagen sich in der Nachfrage nach M3 nieder. Da der Abstand zwischen den kurz- und langfristigen Zinssätzen vornehmlich durch die Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer hinsichtlich der zukünftigen wirtschaftlichen Bedingungen bestimmt wird, kann er von den Währungsbehörden nicht direkt beeinflusst werden. Erwartungsänderungen können daher dazu führen, daß das Geldmengenwachstum zeitweilig vom Zielpfad abweicht. Zwar stellt dies die Strategie der Geldmengensteuerung nicht grundsätzlich in Frage, aber es kann ihre Glaubwürdigkeit beeinträchtigen, da es für die Verantwortlichen schwierig ist, der Öffentlichkeit zu erklären, warum die Geldmenge nicht zielkonform wächst.

Veränderungen in der Neigung der Renditenstrukturkurve können auch die Ausgestaltung der Geldpolitik in den Ländern erschweren, in denen Geldmengen-

Veränderung der Renditenstrukturkurve erschwert Geldmengensteuerung ...





... und beeinträchtigt Informationsgehalt der Geldmengenaggregate

aggregate in erster Linie als Informationsgrößen dienen. Solche Veränderungen beeinflussen das Verhältnis zwischen den Wachstumsraten verschiedener Geldmengenaggregate und erschweren dadurch deren Interpretation. Unterschiedliche Wachstumsraten der breiten und engen Geldmengenaggregate waren im vergangenen Jahr in einer Reihe von Ländern zu verzeichnen. Beispielsweise überstieg in den USA und im Vereinigten Königreich das Wachstum des weitgefaßten Geldmengenaggregats das der Geldmenge in enger Abgrenzung beträchtlich. In Japan, der Schweiz und den Niederlanden war es dagegen genau umgekehrt.

Ogleich die voneinander abweichenden Wachstumsraten zum Teil speziellen Umständen wie etwa Finanzinnovationen oder einer veränderten Einschätzung der Stabilität des Bankensystems in der Öffentlichkeit zuzuschreiben waren, zeigt Grafik IV.5, daß eine Abflachung der Renditenstrukturkurve im Jahr 1995 im allgemeinen die Zunahme der eng definierten Geldmenge im Verhältnis zur breit abgegrenzten bremste. Zwei Faktoren erklären diesen Zusammenhang: Erstens führt ein Rückgang der langfristigen Zinsen zu einer Umschichtung von Geldkapital hin zu Vermögenswerten, die in der breit abgegrenzten Geldmenge eingeschlossen sind, und zweitens erhöht sich bei einem Anstieg der kurzfristigen Zinsen der Ertrag der Komponenten der weitgefaßten Geldmengenaggregate, was Umschichtungen zu Lasten enger und liquiderer Aggregate auslöst.

### Geldpolitik in anderen Ländern des EWS-Wechselkursmechanismus

In vielen westeuropäischen Ländern wird das Ziel der Preisstabilität über ein Zwischenziel für den Wechselkurs im Rahmen des EWS-Wechselkursmechanismus verfolgt. Als Reaktion auf den Rückgang der Inflationsraten auf rund 2% oder darunter und eine vorübergehende Wachstumspause sowie im Anschluß an Senkungen der Notenbankzinsen in Deutschland haben auch diese Länder ihre Geldpolitik im Jahr 1995 insgesamt gelockert.



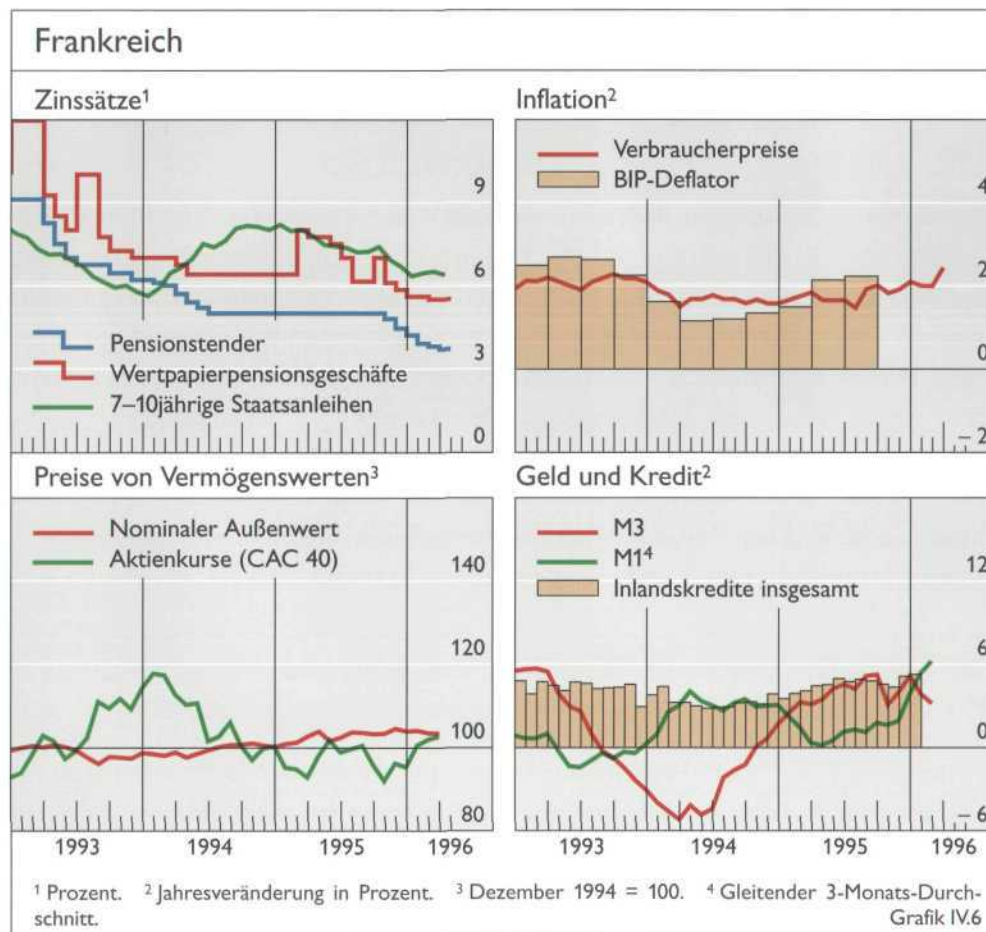
## Frankreich

Die Geldpolitik in Frankreich blieb im vergangenen Jahr weiterhin auf das Ziel der Preisstabilität ausgerichtet. Diese hat die Banque de France definiert als Inflationsrate, die mittelfristig 2% nicht übersteigt. Wie bisher wurde dieses Ziel mit Hilfe von zwei Zwischenzielen verfolgt: einem außenwirtschaftlichen Ziel, definiert als stabiler Wechselkurs gegenüber den glaubwürdigsten Währungen des EWS-Wechselkursmechanismus, und einem binnenwirtschaftlichen Ziel, formuliert als mittelfristiger Wachstumstrend für M3. Bei der Ausgestaltung der Geldpolitik hat jedoch in der Vergangenheit das Geldmengenziel gegenüber dem Wechselkursziel, das seit 1979 verfolgt wird und seit annähernd zehn Jahren zu einem unveränderten Leitkurs gegenüber der D-Mark geführt hat, an Gewicht verloren.

Ausrichtung der Geldpolitik auf Preisstabilität

Im Frühjahr und im Herbst letzten Jahres wurde die Wechselkursbindung dennoch kurz auf die Probe gestellt. Sowohl internationale als auch inländische Faktoren – die Abwertung des Dollars und Unsicherheiten bezüglich der Haushaltspolitik – scheinen bei den Spannungen an den Devisenmärkten eine Rolle gespielt zu haben. Die Banque de France verschärfte in beiden Fällen die monetären Rahmenbedingungen und ersetzte ihre Pensionsgeschäfte mit 5–10tägiger Laufzeit durch 24-Stunden-Geschäfte, was die Unsicherheit bezüglich der möglichen Kosten erhöhte, die mit dem Halten von Positionen gegen die Währung verbunden waren. Zusammen mit finanzpolitischen Änderungen, die darauf zielten, die Staatsdefizite zukünftig zu verringern, konnten diese Maßnahmen das Vertrauen in den Franc wiederherstellen. Die marktbestimmten kurz- und langfristigen Zinssätze

Wechselkursbindung auf die Probe gestellt



gingen in Frankreich 1995 erheblich zurück, während der Abstand zwischen den französischen und den deutschen langfristigen Zinsen weitgehend unverändert blieb. Diese Zinsdifferenz verringerte sich Anfang 1996, als die Langfristzinsen in Frankreich weniger stark stiegen als in Deutschland und der Franc gegenüber der D-Mark an Stärke gewann.

Das Wachstum von M3 betrug über das Jahr gesehen 4,1% und lag damit etwas unter dem mittelfristigen Ziel von 5%. Die aggregierte Inlandsverschuldung, die als Informationsvariable eine wichtige Rolle spielt, nahm um 5% zu; allerdings war dies fast vollständig der höheren Kreditaufnahme des Staates zuzuschreiben.

#### *Kleinere Länder im EWS-Wechselkursmechanismus*

Österreich und  
Niederlande

Die Geldpolitik der kleineren Länder im EWS-Wechselkursmechanismus wurde wie in der Vergangenheit durch die Entwicklungen in den größeren Ländern bestimmt. Die wirtschaftliche Aktivität und die Inflationstendenzen in Österreich und in den Niederlanden waren auch weiterhin eng mit denen in Deutschland verbunden. Da die Inflation 1995 zurückging, lockerten die Währungsbehörden in beiden Ländern im Zuge der Senkung der Notenbankzinsen in Deutschland die Geldpolitik. Wegen der Stärke des Guldens an den Devisenmärkten konnte die De Nederlandsche Bank die kurzfristigen Zinsen sogar unter die vergleichbaren Sätze in Deutschland schleusen.

Belgien, Irland und  
Dänemark

Belgien, Irland und Dänemark lockerten ebenfalls im Jahresverlauf ihre Geldpolitik als Reaktion auf die monetären Maßnahmen in Deutschland. Der belgische Franc geriet jedoch während der Periode der Unsicherheiten im Wechselkursmechanismus, die Anfang März 1995 begann, unter einen gewissen Druck, und die Währungsbehörden verschärfte die monetären Rahmenbedingungen, um den Wechselkurs nahe seinem Leitkurs gegenüber der D-Mark zu halten. Im Verlauf des Monats ließ der Druck rasch nach, und die Banque Nationale de Belgique konnte sich der geldpolitischen Lockerung in Deutschland anschließen. Die Geldpolitik in Dänemark und Irland wurde ebenfalls stark durch die EWS-Entwicklungen während des Frühjahrs beeinflusst. Zwar konnten die Währungsbehörden beider Länder die Notenbankzinsen in der Folgezeit auf ein Niveau zurückführen, das jeweils niedriger lag als zu Beginn des Frühjahrs, doch der kurzfristige Zinsabstand zu Deutschland blieb fast das ganze Jahr über höher.

Norwegen

Auch in Norwegen wurde die Geldpolitik expansiver gestaltet. Obwohl das Land kein Mitglied des EWS ist, orientiert es seit der Krise im Jahr 1992 seine Politik weiterhin daran, den Wechselkurs gegenüber der ECU auf einem Niveau stabil zu halten, das 3–5% unter der früheren Zielvorgabe liegt. Die Geldmarktsätze gingen in der Berichtsperiode allmählich zurück; lediglich im Frühjahr 1995, als die monetären Bedingungen vorübergehend gestrafft wurden, um die Abwertung der Krone zu stoppen, stieg der Tagesgeldsatz kurzzeitig an.

#### Geldpolitik in Ländern mit Inflationszielen

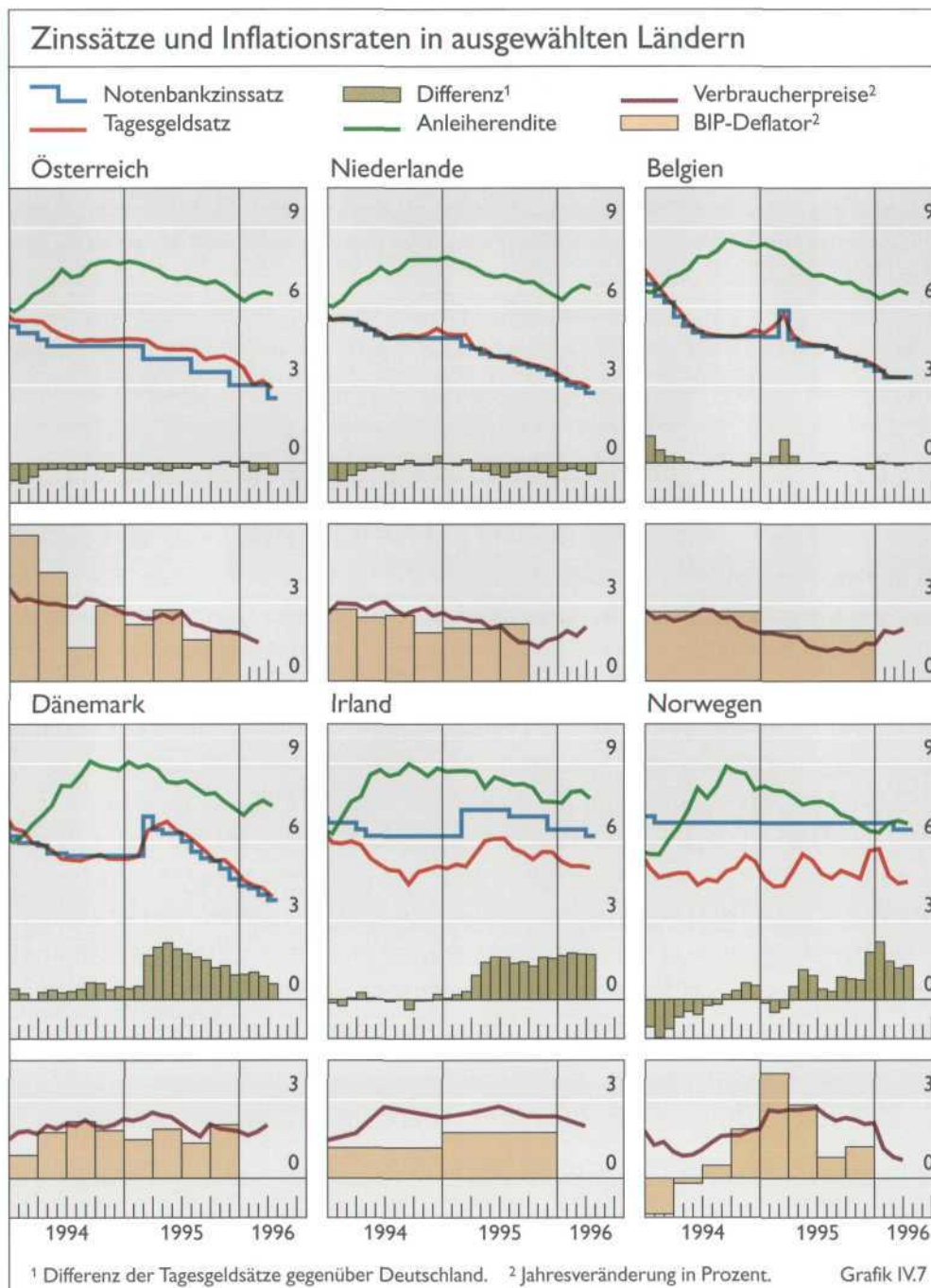
Inflationsraten in  
der Nähe der Ziele

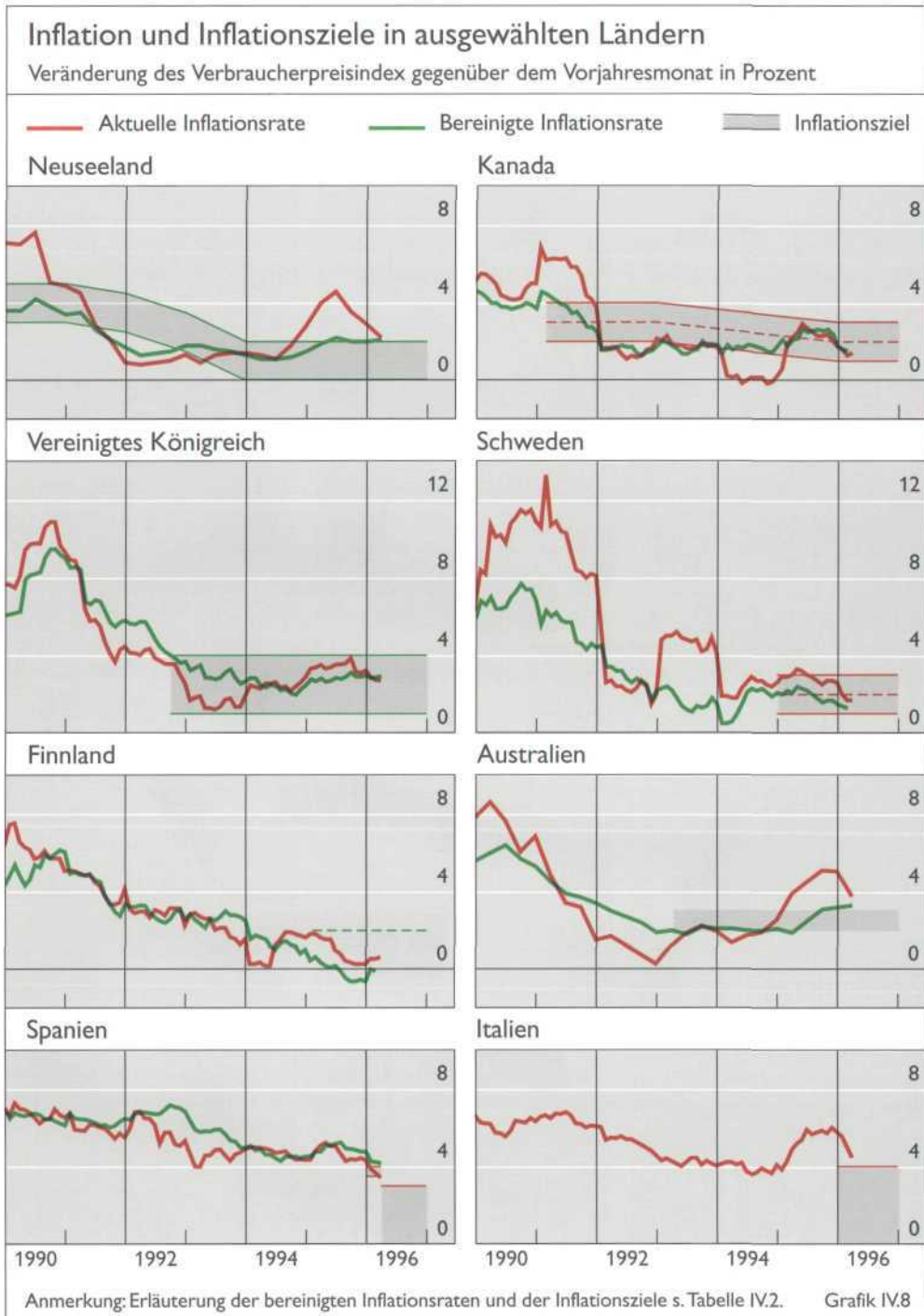
Eine Reihe von Ländern – darunter Neuseeland, Kanada, das Vereinigte Königreich, Schweden, Finnland, Australien und Spanien – haben öffentlich angekündigte Inflationsziele eingeführt, nachdem in vielen Fällen die Durchführung von Strategien mit Zwischenzielen auf Schwierigkeiten gestoßen war. Grafik IV.8 zeigt, daß die



meisten dieser Länder die Inflationsrate 1995 in der Nähe des Ziels hielten. In Neuseeland und Schweden wurde das angekündigte Inflationsband gegen Ende des Frühjahrs zeitweilig überschritten, und in Australien lag die bereinigte Inflationsrate am Jahresende über der mittelfristigen Zielvorgabe von 2–3%. Die Banca d'Italia hat keinen Rahmen für ein explizites Inflationsziel eingeführt, aber die Geldpolitik ist dennoch darauf abgestellt, die Inflationsrate 1996 auf unter 4% zu senken.

Da geldpolitische Änderungen die Inflation erst mit einer langen Zeitverzögerung beeinflussen, müssen die Zentralbanken, die mit Inflationszielen arbeiten, auf die prognostizierte und nicht auf die aktuelle Inflation reagieren. Zur Bewertung der Inflationsaussichten wird in der Regel auf ein breites Spektrum von Indikatoren, wie etwa Kapazitätsauslastung, Lohnsteigerungen, Wechselkurse,

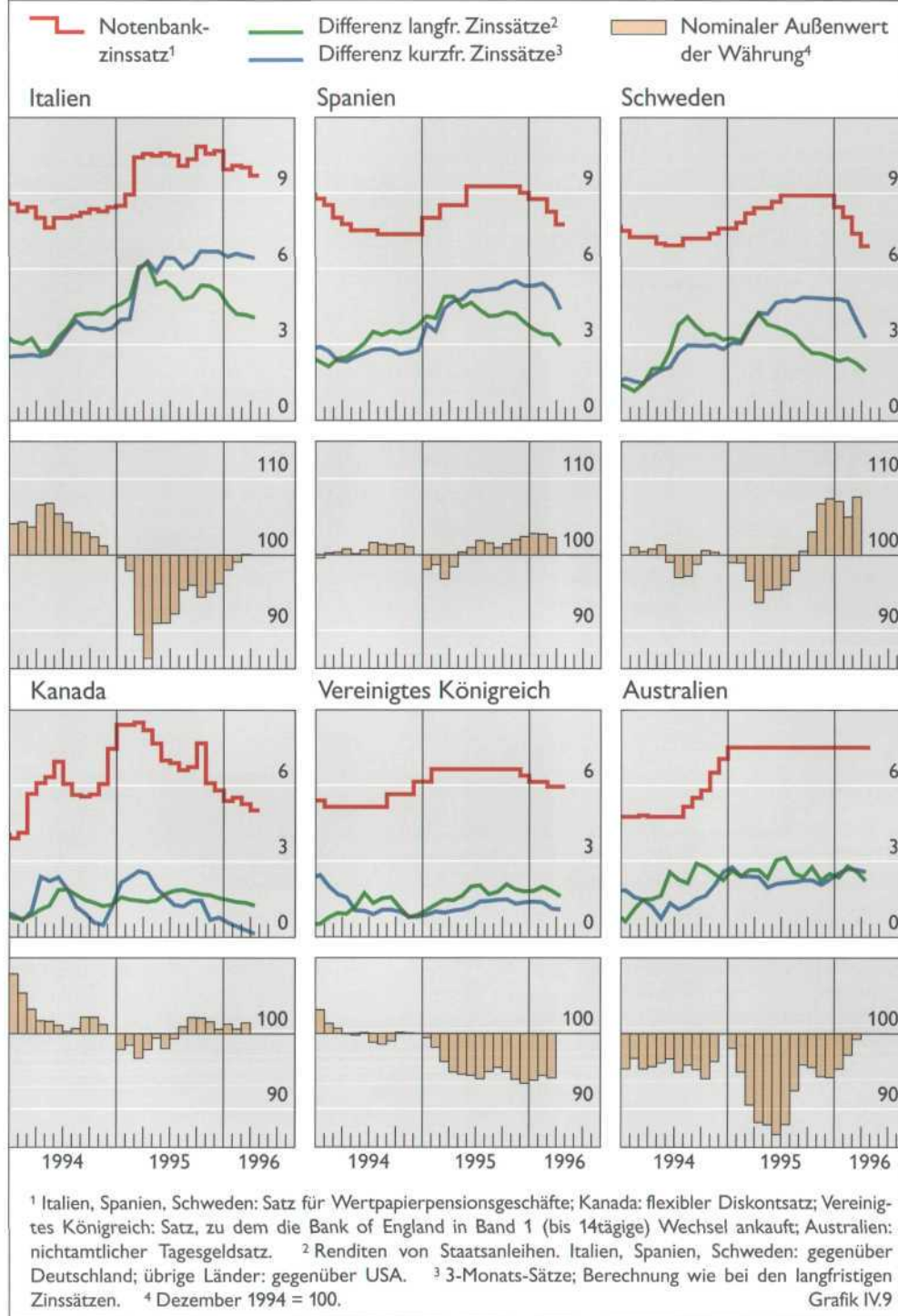




Geldmengenaggregate, Preise für Vermögenswerte und Erhebungen zu Inflationserwartungen zurückgegriffen. Die relative Bedeutung der verschiedenen Faktoren variiert zwischen den Ländern und im Zeitablauf. In allen Ländern werden die gesamtwirtschaftlichen Angebots- und Nachfragebedingungen eingehend beobachtet, da sie zu den wichtigsten Bestimmungsgrößen für den Inflationsdruck in der nahen Zukunft zählen. Außerdem können Informationen, die aus Preisen und Mengen an den Finanzmärkten abgeleitet werden, sehr nützlich sein, da sie frühzeitig verfügbar sind und die Erwartungen des privaten Sektors – die einen wichtigen Faktor im Inflationsmechanismus darstellen – widerspiegeln dürften.



## Zinssätze und Wechselkurse in ausgewählten Ländern



Im großen und ganzen wurde die 1994 begonnene Straffung der Geldpolitik in den Ländern mit Inflationszielen in der ersten Hälfte des Jahres 1995 fortgeführt, da der Inflationsdruck anhält. Die Kapazitätslücken schienen sich sehr rasch zu schließen, und der Anstieg der Rohstoffpreise führte – in Verbindung mit schwachen Währungen, außer in Neuseeland und Finnland – zu kräftigen Steigerungen der Erzeugerpreise und der Preise für Zwischenprodukte. Um der Durchleitung dieser Preiserhöhungen in einen allgemeinen Preisanstieg vorzu-

Teilweise Umkehr  
der zusätzlichen  
Straffung

beugen und um ein Überschießen über die angekündigten Inflationsziele zu vermeiden, wurde eine Straffung der geldpolitischen Bedingungen als notwendig erachtet. Als sich die Inflationsaussichten nach dem Sommer verbesserten, wurden die Notenbankzinsen nicht weiter erhöht, und vor kurzem wurde die Straffung teilweise wieder zurückgenommen (s. Grafik IV.9). Das Verschwinden der zeitweiligen inflationären Faktoren, die allgemeine Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit und die frühere Verschärfung der Geldpolitik trugen mit unterschiedlichem Gewicht zur Verbesserung der Inflationsaussichten bei.

Turbulenzen  
an den  
Devisenmärkten  
Anfang 1995

Der Zeitpunkt der Zinsanpassungen war in vielen Fällen durch sprunghafte Bewegungen der Preise für Vermögenswerte bedingt. Die ausgedehnte Schwächeperiode an den Devisen- und Anleihemärkten Anfang 1995 war auf die internationalen Auswirkungen der Mexiko-Krise und auf zunehmende Bedenken der Märkte bezüglich der fiskalischen und politischen Unsicherheiten in Italien, Kanada, Schweden und Spanien sowie der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in Australien zurückzuführen. Grafik IV.9 zeigt, daß dies in vielen Ländern zu einem Anstieg der kurzfristigen Zinssätze führte. So erhöhte die Banca d'Italia ihre Zinssätze im Februar 1995 um 0,75 Prozentpunkte (Diskontkredit) bzw. um 1,25 Prozentpunkte. In Kanada zog der Tagesgeldsatz im ersten Quartal 1995 um fast 3 Prozentpunkte an. Dies hatte eine Stabilisierung des kanadischen Dollars zur Folge, der sich im Oktober 1994 abzuschwächen begonnen hatte. In Australien und im Vereinigten Königreich hoben die Währungsbehörden die Zinssätze dagegen trotz einer spürbaren Währungsabwertung nicht an.

Weitere  
Verschärfung in  
Italien, Schweden  
und Spanien ...

Nach einem beschleunigten Anstieg der Erzeugerpreise (s. Tabelle IV.1) unternahmen die Währungsbehörden in Italien, Schweden und Spanien im Frühsommer weitere Schritte zur Verschärfung der geldpolitischen Bedingungen. Zusammen mit der Entscheidung, der Senkung der deutschen Notenbankzinsen im August nicht zu folgen, erhöhten diese Maßnahmen die Glaubwürdigkeit ihrer Inflationsziele und führten sowohl zu einer Währungsaufwertung als auch zu einer Verringerung des langfristigen Zinsabstands gegenüber der D-Mark. Am Jahresende 1995 gab es jedoch erhebliche Unterschiede zwischen diesen drei Ländern, wobei sich die Inflationserwartungen in Schweden am deutlichsten verminderten und in Italien am wenigsten. Der im Vergleich zu Italien festere Wechselkurs in Schweden und Spanien spiegelte sich nach dem Sommer auch in einem stärkeren Rückgang der Steigerungsrate bei den Erzeugerpreisen und der kurzfristigen Inflationserwartungen wider.

Es ist schwer zu sagen, ob diese Unterschiede eher in den geldpolitischen Rahmenbedingungen oder in den Markteinschätzungen bezüglich der fiskalischen und politischen Situation begründet liegen. In Schweden wurden Inflationsziele kurz nach der Aufgabe der Wechselkursbindung an die ECU im Jahr 1992 eingeführt, und 1995 war das erste Jahr, für das das angekündigte Band galt. In Italien war nach dem Ausstieg der Lira aus dem EWS-Wechselkursmechanismus im September 1992 der Geldmengenkontrolle stärkere Beachtung beigemessen worden. 1994 und 1995 sank jedoch die Wachstumsrate von M2 unter die Zielvorgabe von 5%, was vor allem an der Ausweitung der Zinsspanne zwischen Bankeinlagen und Schatzwechseln lag. Dies veranlaßte die Banca d'Italia, direkter auf ihr Inflationsziel abzustellen und die Preise für Vermögenswerte als Indikatoren für inflationäre Spannungen eingehend zu beobachten. Dagegen führte Spanien 1994 ein explizites



System zur Inflationssteuerung ein, blieb aber weiterhin Mitglied im EWS-Wechselkursmechanismus, wobei das Wechselkursband als Kontrollinstrument bei der Verfolgung des Inflationsziels genutzt wird.

Eine notwendige Bedingung für die Erhöhung der Glaubwürdigkeit war in jedem dieser Länder die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen. In Schweden ging das Staatsdefizit, unterstützt durch ein unerwartet kräftiges Wachstum, 1995 deutlich zurück. Auch in Italien verbesserte sich das Haushaltsdefizit im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt stärker als vorausgesehen, aber die Lira-Vermögenswerte wurden weiterhin durch politische und fiskalische Unsicherheiten beeinträchtigt. Angesichts der verbesserten Inflationsaussichten senkte die Sveriges Riksbank die Notenbankzinsen Anfang 1996 um fast 2 Prozentpunkte, während die Währungsbehörden in Italien und Spanien einen geringeren Rückgang der Geldmarktsätze zuließen.

Im Gegensatz zu Italien, Schweden und Spanien, wo sich die Wachstumserwartungen erfüllten, wurde nach dem Sommer zunehmend deutlicher, daß das Wirtschaftswachstum in Kanada und im Vereinigten Königreich hinter den Erwartungen zurückbleiben würde (s. Tabelle IV.1). In Kanada wurde eine einsetzende

Indikatoren der Inflationsaussichten in ausgewählten Ländern								
	Italien	Verein. Königr.	Kanada	Australien	Finnland	Neuseeland	Spanien	Schweden
Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent								
Prognose Verbraucherpreisindex 1996								
Januar 1995	4,6	4,0	2,7	3,9	3,1	1,2	4,7	3,8
Juni 1995	5,6	3,8	2,8	3,6	3,2	1,3	5,2	3,6
März 1996	4,4	2,4	1,7	3,7	1,6	1,7	3,7	2,0
Erzeugerpreise								
Dezember 1994	5,2	2,8	8,1	1,7	2,1	1,0	5,3	6,5
Juni 1995	12,4	4,2	8,7	3,9	0,1	0,7	7,1	11,5
Februar 1996	8,2	3,7	1,9	2,1	0,8	1,2 <sup>1</sup>	2,7	1,5
Prognose BIP 1995								
Dezember 1994	3,0	3,6	3,8	4,0	4,5	3,5	3,1	2,5
Juni 1995	3,0	3,2	2,6	3,5	4,7	3,9	3,2	2,5
Dezember 1995	3,1	2,6	2,4	3,2	4,6	3,4	3,0	3,5
Eng definierte Geldmenge								
Dezember 1994	2,9	6,7	7,0	11,1	9,1	6,0	8,0	..
Juni 1995	-0,3	5,7	5,6	2,7	7,6	-1,4	3,8	..
Februar 1996	-1,1	6,0	5,9	9,4	12,6	1,0	2,4	..
Breit definierte Geldmenge								
Dezember 1994	1,7	4,1	2,4	10,4	2,0	3,5	8,2	0,4
Juni 1995	-0,2	6,7	4,6	7,2	0,5	8,8	10,1	-2,6
Februar 1996	2,6	10,1	4,6	10,0	-0,7	11,2	8,4	5,5
Bankkredite								
Dezember 1994	1,0	4,0	9,8	12,2	-9,6	8,2	3,2	11,8
Juni 1995	2,0	7,1	5,8	9,3	-4,3	11,3	6,5	3,3
Februar 1996	2,3	9,4	7,5	12,5	-2,7 <sup>2</sup>	12,3	5,9	3,7

<sup>1</sup> Viertes Quartal 1995. <sup>2</sup> Dezember 1995.

Quellen: © Consensus Economics, London; © The Economist, London; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle IV.1

... jedoch niedrigere Notenbankzinsen in Kanada ...

Befestigung der Währung nach dem ersten Quartal 1995 als Gelegenheit genutzt, den übermäßig großen Abstand der kurzfristigen Zinsen gegenüber den USA zu verkleinern und den Mix der monetären Rahmenbedingungen auf niedrigere Zinsen auszurichten. Eine zunehmende Unterauslastung der Kapazitäten bewirkte weiterhin einen Abwärtsdruck auf Preise und Löhne. Nach einem Rückgang Anfang 1995 zog jedoch das Wachstum der Geldmenge M1 real wieder an, was darauf hindeutete, daß die gesamtwirtschaftliche Abschwächung vorübergehender Natur sein könnte.

Bei der Beurteilung der kanadischen Inflationsaussichten lag eine Schwierigkeit darin, abzuschätzen, wieviel die Währungsabwertung 1994 und die Zunahme der Rohstoffpreise 1994 und 1995 zum Inflationsanstieg beigetragen hatten. Die Bank of Canada schätzt, daß die vorübergehende Erhöhung der Basisinflationsrate Mitte 1995 fast ausschließlich auf solche Einflüsse zurückzuführen war. Dagegen gingen die Inflationserwartungen, wie sie aus Erhebungen und aus dem Abstand zwischen realen und nominalen Anleiherenditen abgeleitet wurden, nahezu das ganze Jahr 1995 hindurch zurück, und die Geldmenge M2+ hat sich mit einer Rate von 3–5% ausgeweitet, was mit einem Inflationstrend von unter 2% vereinbar ist.

... und im Vereinigten Königreich

Als Reaktion auf die Konjunkturabschwächung verringerten sich auch im Vereinigten Königreich die kurz- und mittelfristigen Inflationserwartungen. Die langfristigen Inflationserwartungen scheinen dagegen sogar gestiegen zu sein, was zur beträchtlichen Verschlechterung des Außenwerts des Pfund Sterling 1995 beigetragen haben dürfte. Sowohl die engen als auch die weiten Geldmengenaggregate sind stärker als angestrebt gewachsen. Die eng abgegrenzte Geldmenge war in der Vergangenheit ein guter Frühindikator für die Inflationsentwicklung, doch hat sich dieser Zusammenhang in jüngster Zeit abgeschwächt.

#### *Wechselkurse und geldpolitische Ausrichtung*

In offenen Volkswirtschaften, in denen die Inflation direkt gesteuert wird, nimmt der Wechselkurs aufgrund seiner Bedeutung für den monetären Transmissionsmechanismus eine herausragende Stellung als Indikator ein. Verschiedene Länder, darunter Finnland, Island, Kanada, Norwegen und Schweden, verwenden daher zur Bewertung ihres geldpolitischen Kurses einen Index, der die monetären Rahmenbedingungen anzeigt, und auch Neuseeland zieht dies in Betracht. Dieser MCI-Index ist ein gewogenes Mittel aus den Veränderungen des kurzfristigen Zinssatzes und des Außenwerts der Währung, wobei die Gewichte die relative Bedeutung des Zins- und des Wechselkurskanals im Transmissionsprozeß abbilden.

Monetäre Bedingungen: Schwierigkeiten bei Gestaltung des Mix ...

Zwar können die Auswirkungen von Wechselkursschocks auf die monetären Rahmenbedingungen im Prinzip durch Veränderungen der inländischen Notenbankzinsen ausgeglichen werden, doch Turbulenzen an den Devisenmärkten erschweren die Ausgestaltung der Geldpolitik in mehrerer Hinsicht. Starke Wechselkursbewegungen können erstens zu einem unerwünschten Mix der monetären Rahmenbedingungen führen. Die Währungsschwäche einiger Länder mit Inflationszielen im ersten Halbjahr 1995 trug dazu bei, daß sich die Wirtschaftserholung uneinheitlich entwickelte. Während eine Währungsabwertung den Außenhandelssektor stimuliert, schlagen sich hohe inländische Zinssätze in einem schwächeren Wachstum des Konsums nieder, vor allem in Ländern wie Kanada, Schweden und dem Vereinigten Königreich, wo die privaten Haushalte noch durch



eine relativ hohe Schuldenquote belastet sind. Nur wenn einige der Probleme, die den Wechselkurs beeinträchtigen, angegangen werden, wird es den Zentralbanken möglich sein, den Mix der monetären Bedingungen umzukehren und die inländischen Zinssätze zu senken, wie kürzlich in Schweden und Kanada.

Schwierigkeiten, das Zusammenspiel der geldpolitischen Rahmenbedingungen zu kontrollieren, zeigen sich auch in Neuseeland. Angesichts der Tatsache, daß in diesem Land ein Großteil des aktuellen Inflationsdrucks im Dienstleistungs- und Wohnungssektor begründet liegt, was sich auch in den weiterhin kräftig wachsenden Bankausleihungen zeigt, hätte es vorteilhaft sein können, wenn sich die jüngste Straffung in einem deutlicheren Zinsanstieg und einer mäßigeren Aufwertung der Währung geäußert hätte.

Zweitens dürfte es von der Glaubwürdigkeit ihrer Inflationsziele und dem allgemeinen politischen Rahmen abhängen, inwieweit die Währungsbehörden das Niveau des MCI-Index kontrollieren können. Eine berechtigte geldpolitische Lockerung dürfte bei der Durchführung auf Schwierigkeiten stoßen, wenn sie als Kursänderung im Hinblick auf das Inflationsziel aufgefaßt wird und zu einem überzogenen Rückgang des Wechselkurses führt. Die Bank of Canada hat wegen des im Vergleich zur USA geringeren Auslastungsgrads der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten und niedrigerer Inflationsraten im Verlauf der letzten drei Jahre wiederholt versucht, die kurzfristigen Zinssätze unter diejenigen in den USA zu führen. In mindestens zwei Fällen schlugen diese Bemühungen fehl, da Druck an den Devisenmärkten, der im Zusammenhang mit fiskalischen und politischen Unsicherheiten stand, die Währungsbehörden zwang, die kurzfristigen Zinssätze drastisch anzuheben. Hat eine Abwertung dagegen ihre Ursache in einer Vertrauenskrise aufgrund hoher Arbeitslosigkeit oder eines schwachen Bankensektors, dürfte ein kräftiger Zinsanstieg schwierig durchzuführen sein, wenn die Marktteilnehmer meinen, daß dies die Situation nur verschlimmert. Werden jedoch die strukturellen Schwächen angegangen und die Glaubwürdigkeit erhöht, dürfte sich das Problem der monetären Steuerung verringern.

... und Steuerung  
des Niveaus

## Aspekte der Inflationssteuerung

### *Inflationsziele als geldpolitisches Konzept*

Die Systeme der Inflationssteuerung, die in den letzten Jahren vorgestellt wurden, weisen zwei gemeinsame Merkmale auf. Erstens wird das Ziel der Preisstabilität, das in den rechtlichen Rahmenbedingungen vieler Zentralbanken implizit enthalten ist, in Form einer quantifizierten und öffentlich angekündigten Zielvorgabe für die Inflationsrate explizit gemacht. Inflationsvorgaben werden in der Regel als mehrjährige Ziele formuliert, da man weiß, daß sich die Geldpolitik erst mit einer beträchtlichen Zeitverzögerung auf die Inflation auswirkt. Die Festlegung eines solchen Ziels zeigt deutlich, daß das Hauptanliegen der Geldpolitik die Preisstabilität ist, und schafft einen klareren Rahmen für die Geldpolitik. In Schweden und Australien war es so beispielsweise leichter, die Öffentlichkeit davon zu überzeugen, daß es notwendig war, der Senkung der Notenbankzinsen in Deutschland und den USA 1995 nicht zu folgen. Es gibt den Inflationserwartungen auch einen Fixpunkt und erhöht die Verantwortlichkeit der politischen Entscheidungsträger.

Gemeinsame  
Merkmale:  
öffentliche  
Ankündigung der  
Inflationsziele ...

Ein zweites Merkmal dieser Systeme ist der Verzicht auf ein Zwischenziel. Damit müssen die Währungsbehörden bei der Festlegung ihres Instrumentariums in höherem Maße diskretionär vorgehen, wodurch sich die Transparenz verringern dürfte. Die meisten Zentralbanken suchen dieses Problem zu minimieren, indem sie regelmäßig Berichte zur Geldpolitik oder Inflation veröffentlichen, in denen die Inflationssichten dokumentiert und die geldpolitischen Schritte erläutert werden. Wenn die zur Erreichung der Preisstabilität durchgeführten geldpolitischen Maßnahmen offengelegt werden, läßt sich auch schneller eine Reputation für eine antiinflationäre Ausrichtung erwerben, und es wird leichter sein, Glaubwürdigkeitsprobleme zu vermeiden, wenn bei der Ausgestaltung der Geldpolitik einmal Fehler gemacht werden. Im Vergleich zur Steuerung einer Größe, die direkt beobachtbar ist, wie dem Wechselkurs oder der Geldmenge, dürfte die den Inflationssprognosen innewohnende Unsicherheit es allerdings dennoch erschweren, Glaubwürdigkeit zu erwerben, vor allem dann, wenn die Ansichten der politischen Entscheidungsträger und des privaten Sektors im Hinblick auf die Inflationssichten auseinandergehen.

Gleichzeitig sollte man die Unterschiede zwischen der Inflationssteuerung und anderen geldpolitischen Strategien nicht überbewerten, da bei der Festlegung der Zwischenziele häufig ebenfalls quantitative Inflationvorgaben definiert werden. Wenn sich die Notenbank nach einem engen Wechselkursband richten muß, wird der Raum für diskretionäre Maßnahmen beträchtlich verringert. Länder, die sich auf Geldmengenziele stützen, wie etwa Deutschland und die Schweiz, lassen dagegen nötigenfalls Abweichungen von diesen Zielen zu, um das vorrangige Ziel der Preisstabilität zu erreichen. Umgekehrt erachten es Länder, die eine Inflationssteuerung betreiben, wie etwa das Vereinigte Königreich und Spanien, als nützlich, Leitlinien für monetäre Aggregate und/oder für den Wechselkurs festzulegen. Und die Einführung expliziter Vorgaben für das Endziel der Preisstabilität selbst erleichtert das diskretionäre Vorgehen keineswegs.

Da die Länder mit Inflationszielen bislang noch keinen vollständigen Konjunkturzyklus durchschritten haben, ist es noch zu früh, um die Funktionsfähigkeit der Systeme zur Inflationssteuerung abschließend zu bewerten. Häufig wird bei der Beurteilung solcher Systeme implizit kritisiert, daß dabei den realen Entwicklungen nicht genügend Beachtung geschenkt werde. Diese Charakterisierung ist nicht zutreffend. Da sich der gesamtwirtschaftliche Auslastungsgrad auf die zukünftige Inflation auswirkt, sorgt die Inflationssteuerung in bedeutendem Maße für eine automatische antizyklische Stabilisierung. Was Angebotsschocks angeht, so werden die Primäreffekte dieser Schocks in den meisten der gegenwärtigen Systeme akkommodiert.

#### *Ausgestaltung des Rahmens zur Inflationssteuerung*

Die Einführung eines Konzepts zur Inflationssteuerung erfordert Entscheidungen hinsichtlich mehrerer Aspekte: ob das Preisniveau oder die Inflationsrate gesteuert werden soll, welcher Preisindex verwendet werden soll, welche Ausnahmen und Vorbehalte gelten sollen, wo der Mittelpunkt des Zielbands liegen soll und wie breit das Band sein soll. Dabei muß der richtige Mittelweg gefunden werden, denn einerseits besteht die Gefahr, an Glaubwürdigkeit zu verlieren, falls sich die Ziele als zu ehrgeizig erweisen, und andererseits kann möglicherweise erst gar keine



Glaubwürdigkeit hergestellt werden, wenn die Vorgaben für die geldpolitischen Entscheidungsträger nicht streng genug sind und folglich keine Richtschnur für die Inflationserwartungen liefern. Bei der Einführung des neuen Konzepts muß hier sorgfältig abgewogen werden. Mit der Zeit wird wahrscheinlich das kurzfristige Erreichen des angestrebten Ziels für die Glaubwürdigkeit weniger bedeutsam werden, wenn die Erfahrung gezeigt hat, daß eine vorübergehende Abweichung

Inflationsziele in ausgewählten Ländern				
Land	Ziel erstmals bekanntgegeben	Aktueller Zielkorridor	Zielmerkmale	
			a) Zielvariable b) Sonstige Einschränkungen	c) Festgesetzt von d) Zielhorizont
Neuseeland	März 1990	0–2%; kein expliziter Mittelpunkt	a) Verbraucherpreisindex ohne Zinskosten, öffentliche Abgaben, indirekte Steuern und Subventionen und erhebliche Veränderungen der Import- oder Exportpreise b) Naturkatastrophen c) formelle Zielvereinbarung zwischen dem Finanzminister und dem Zentralbankpräsidenten d) Zielvereinbarung für die 5jährige Amtszeit des Zentralbankpräsidenten	
Kanada	Februar 1991	2% ± 1 Prozentpunkt	a) Verbraucherpreisindex b) Nahrungsmittel- und Energiepreise, indirekte Steuern, Naturkatastrophen c) Finanzminister und Zentralbankpräsident d) Dezember 1993: Ziel 1995–98; neues Ziel Ende 1997	
Vereinigtes Königreich	Oktober 1992	1–4%; bis 1997 1–2,5%	a) Einzelhandelspreisindex ohne Hypothekarzinsen b) indirekte Steuern und Subventionen c) Schatzkanzler d) < 2,5% nach 1997	
Schweden	Januar 1993	2% ± 1 Prozentpunkt	a) Verbraucherpreisindex b) indirekte Steuern und Subventionen, Zinskosten und Abwertungseffekte nach der Wechselkursfreigabe c) Sveriges Riksbank d) „1995 und darüber hinaus“	
Finnland	Februar 1993	2%; kein expliziter Korridor	a) Verbraucherpreisindex ohne indirekte Steuern, Subventionen und Kapitalkosten für Wohneigentum b) – c) Suomen Pankki d) „auf Dauer“	
Australien	1993	durchschnittlich 2–3% auf mittlere Sicht	a) Verbraucherpreisindex ohne Obst und Gemüse, Benzin, Zinskosten, öffentliche Tarife und andere volatile Preise b) – c) Reserve Bank of Australia d) unbestimmt	
Spanien	Sommer 1994	bis 1. Quartal 1996 3,5–4%; bis Ende 1997 < 3%	a) Verbraucherpreisindex b) – c) Banco de España d) mittelfristiges Ziel für 1997	

Tabelle IV.2

vom Zielband nicht mißbraucht wird, um im Durchschnitt eine höhere Inflationsrate zuzulassen.

Wahlmöglichkeiten  
bei Ziel-  
formulierung:  
Inflationsrate oder  
Preisniveau ...

Aus Tabelle IV.2 wird ersichtlich, daß alle Länder das Ziel anhand der Inflationsrate und nicht des Preisniveaus formulieren, was bedeutet, daß ein Überschreiten der angestrebten Inflationsrate in der Folgezeit nicht durch ein Unterschreiten ausgeglichen werden muß und umgekehrt. Während das Problem der optimalen Inflationsrate und die Frage, ob das Preisniveau oder die Inflationsrate gesteuert werden soll, weiterhin ungelöst sind, besteht eine gewisse Übereinstimmung darüber, daß die Vorgabe einer niedrigen, aber positiven Inflationsrate ein nützlicher und gangbarer erster Schritt zur Schaffung der Glaubwürdigkeit der Stabilitätspolitik ist. Die gesammelte Erfahrung der Politikgestaltung in einem Umfeld niedriger Inflationsraten und weitere Forschungen über Ausmaß und Ursachen nominaler Rigiditäten dürften anschließend klarer werden lassen, ob es wünschenswert ist, einen Schritt weiter zu gehen.

... Mittelpunkt des  
Ziels ...

Für ein Inflationsziel, das positiv, aber sehr niedrig ist, wurden sowohl theoretische als auch statistische Argumente vorgebracht. Die ökonomischen Begründungen stützten sich auf die Starrheit der Preise und Löhne nach unten und darauf, daß der Nominalzinssatz nicht negativ werden kann. Bei einer Inflationsrate von null oder bei negativen Inflationsraten dürfte es schwierig sein, niedrigere Reallöhne oder niedrige Realzinsen zu erzielen. Die nur begrenzt zur Verfügung stehenden Daten über die Verteilung der Güterpreise erhärten die These solcher Rigiditäten nach unten jedoch kaum. Es dürfte mehr Anzeichen für Nominallohnstarrheiten geben (insbesondere in Europa), doch sollte dies bei einer Produktivitätszunahme weniger ein Problem sein, da dann eine Verringerung der Lohnstückkosten möglich ist, auch wenn die nominalen Arbeitskosten nicht zurückgehen. Die statistischen Argumente für eine niedrige positive Inflationsrate gründen sich auf verschiedene Verzerrungen im Verbraucher- bzw. Einzelhandelspreisindex. Die meisten Zentralbanken verwenden diesen Index, da er nach einer angemessenen Zeit zur Verfügung steht, zuverlässig ist und allgemein bei verschiedensten Verträgen Verwendung findet.

... Ausnahmen und  
Einschränkungen ...

Der Tatsache, daß sie die Inflation kurzfristig nur unvollständig kontrollieren können, begegnen die Zentralbanken im allgemeinen auf zweierlei Wegen: durch Herausrechnen besonderer Schocks oder Preise aus dem als Ziel verwendeten Index und durch Einführung eines expliziten oder impliziten Bereichs, der ein akzeptables Inflationsergebnis definiert. Oft wird eine Basis- oder Kerninflationsrate berechnet und das Ziel in Form eines bereinigten Verbraucherpreisindex aufgestellt, in dem die Wirkungen von Zinsänderungen, volatile Komponenten wie etwa Nahrungsmittel- und Energiepreise und die Preiswirkungen von Angebotschocks wie etwa Steueränderungen und Veränderungen der Terms of Trade herausgerechnet werden (s. Tabelle IV.2). Die Primärwirkungen von Angebotschocks können auch akkommodiert werden, indem sie explizit als Einschränkungen gegenüber dem formulierten Zielband aufgeführt werden. Dieser zweite Ansatz bildet einen Mittelweg zwischen dem Einhalten einer festen Regel und der Notwendigkeit zur Flexibilität, ohne die Glaubwürdigkeit der Verpflichtung der Zentralbank auf die Preisstabilität zu beeinträchtigen, sofern die Eventualfälle eindeutig definiert werden. Einige Schocks, wie etwa Steueränderungen, sind leicht identifizierbar und können daher akkommodiert werden, was auch in den meisten Ländern geschieht.



Bei anderen Schocks, z.B. plötzlichen Veränderungen der realen Austauschverhältnisse, ist die Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundäreffekten weniger offensichtlich, was zu Glaubwürdigkeitsproblemen führen kann, falls sich die Währungsbehörden entscheiden, diese Schocks ebenfalls zu akkommodieren.

Außer in Finnland und Australien haben die Zentralbanken überdies explizite Inflationsbänder als Richtschnur für die Geldpolitik eingeführt. Da die Zentralbanken die Inflation kurzfristig nur unvollkommen kontrollieren können, dürfte ein explizites Zielband vorzuziehen sein, wenn es die Verantwortlichkeit erhöht, indem es die Zentralbank zwingt, die Gründe für jedes Überschreiten zu erläutern. Ein möglicher Vorteil eines Punktziels ist jedoch, daß eine einzelne Zahl einen stabileren Anker für die Inflationserwartungen darstellen dürfte. Die Bank of Canada und die Sveriges Riksbank versuchen von den Vorteilen beider Ansätze zu profitieren, indem sie den Mittelpunkt des Zielbereichs zum Fixpunkt ihres Konzepts zur Inflationssteuerung bestimmt haben.

... und Breite des Zielbands

Die Breite des Zielbands ist eine wichtige entscheidungsrelevante Größe, und sie hängt direkt mit der Frage zusammen, über welchen Zeithorizont die Zentralbank die Inflationsrate bei kurzfristigen Abweichungen wieder in das Zielband zurückzuführen hofft. Ein enges Zielband dürfte die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik erhöhen, indem es die Fokussierung der Preiserwartungen unterstützt und die Inflationspräferenzen der Währungsbehörden präzisiert. Dies geht jedoch zu Lasten der Flexibilität und kann leicht zu einer Politik des Stop-and-Go führen, wenn die Wirkungsverzögerungen zwischen Inflation und geldpolitischen Maßnahmen relativ lang sind. Es dürfte auch bedeuten, daß man sich stärker auf den Wechselkurskanal verlassen muß, der – wie in Neuseeland und Schweden im vergangenen Jahr – eine schnellere Wirkung auf die Preise ermöglicht. Umgekehrt erlaubt ein breiteres Zielband eine flexiblere Reaktion auf unerwartete Entwicklungen der Inflationsrate, und es besteht die Möglichkeit, bei der Rückführung der Inflation in das Zielband die realwirtschaftliche Lage zu berücksichtigen. Die Inflationsgeschichte sowie Simulationsstudien mit hypothetischen Daten deuten darauf hin, daß typische Fluktuationen der Inflationsrate eine größere Amplitude aufweisen, als die gegenwärtigen Bänder von 2–3 Prozentpunkten zulassen würden. Angesichts des Ausmaßes der Ölpreisschocks in den siebziger Jahren läßt sich jedoch aus der Vergangenheit möglicherweise nicht ohne weiteres auf die Zukunft schließen. Darüber hinaus kann erwartet werden, daß die Variabilität der Inflationsrate geringer sein wird, falls die niedrigen gegenwärtigen Preissteigerungsraten andauern. Insgesamt dürfte ein relativ schmales Band handhabbar und angemessen sein, insbesondere dann, wenn es die Glaubwürdigkeit der Zentralbank etablieren hilft und zu einem deutlichen Bruch mit den hohen Inflationsraten der Vergangenheit beiträgt.

## V. Inländische Finanzmärkte und Finanzinstitute in den Industrieländern

### Schwerpunkte

Die Berichtsperiode war für die Anleger in Finanz- und Realvermögen durch wechselnde Aussichten gekennzeichnet. Die Anleihekurse erhöhten sich von Ende 1994 bzw. Anfang 1995 bis zum Beginn des Jahres 1996. Dann wurde die Hausse durch einen kräftigen und weltweiten Kurssturz überraschend unterbrochen, der unangenehme Erinnerungen an die Turbulenzen an den Finanzmärkten vom Februar 1994 weckte. Ein Vergleich der beiden Marktphasen macht aber deutlich, daß trotz starker Ähnlichkeiten in der allgemeinen Entwicklung und der zeitlichen Abfolge einige markante Unterschiede bestehen. Insbesondere gab es in der jüngsten Phase weniger Anzeichen für eine vorangegangene Überbewertung, die Hebelwirkung scheint für die Kursentwicklung von geringerer Bedeutung gewesen zu sein, und die Heftigkeit des anfänglichen Kurseinbruchs dürfte in erster Linie durch die wenig gefestigte Marktverfassung verursacht worden sein. In den USA und bis zu einem gewissen Grad auch in Japan wurde der Stimmungswandel durch neue Konjunkturdaten, nach denen die Wirtschaftstätigkeit stärker als erwartet war, im nachhinein gerechtfertigt. Die Aktienkurse erhöhten sich im allgemeinen ab Anfang 1995, entwickelten sich aber offensichtlich in engem Zusammenhang mit den Anleihekursen. Im Gegensatz dazu verzeichneten die Immobilienpreise erneut ein schwaches Jahr, wenngleich sie sich gegenüber 1994 zumeist festigten.

Angesichts einer allgemein günstigen Entwicklung der Preise für Vermögenswerte und einer Lockerung der Geldpolitik verbesserte sich die Ertragskraft der Banken 1995 gegenüber dem Vorjahr. Dieser Erfolg darf jedoch nicht über die längerfristigen Restrukturierungs- und Konsolidierungserfordernisse hinwegtäuschen, denen sich der Bankensektor infolge des zunehmenden Drucks von Deregulierung und technischem Fortschritt gegenüber sieht. Der zweite Teil dieses Kapitels untersucht diesen Umstrukturierungsprozeß genauer. Er geht auf seine wesentlichen Aspekte ein, analysiert die Veränderungen, die bereits stattgefunden haben, und zeigt die Herausforderungen auf, die sich Marktteilnehmern und wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern noch stellen werden.

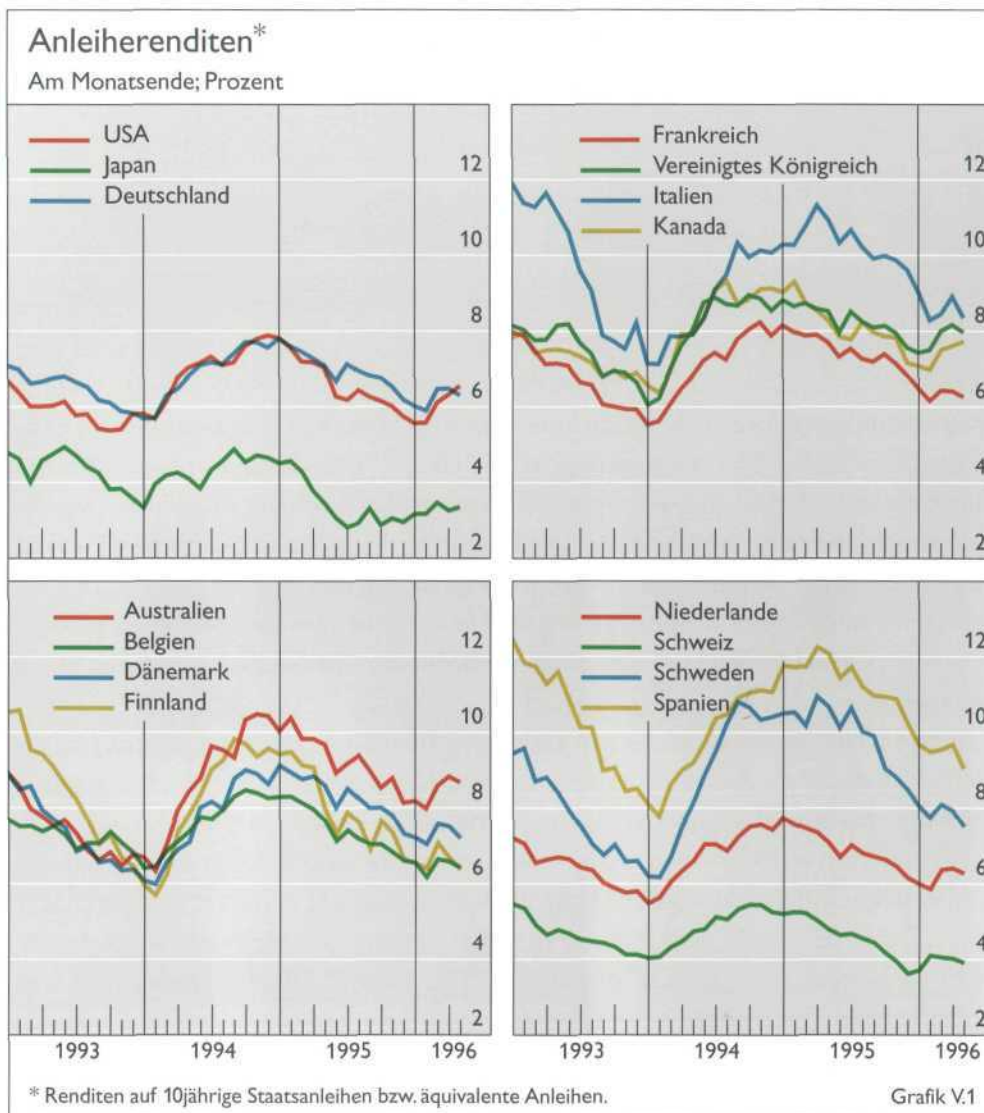
### Preisentwicklung von Vermögenswerten

#### *Anleihen*

Die allgemeine Hausse auf den Anleihemärkten, die dem markanten Renditenanstieg 1994 folgte, dauerte bis Anfang 1996 an (s. Grafik V.1). Im Januar 1996 hatten die Renditen ein Niveau erreicht, das weitgehend mit dem vor den Turbulenzen an den Anleihemärkten Anfang 1994 vergleichbar war, insbesondere an den bedeutendsten Märkten wie den USA, Deutschland und Japan. Etwas darüber lagen

Nach allgemeinem  
Rückgang der  
Anleiherenditen ...





sie noch immer an den „hochrentierenden“ Märkten, vor allem in Italien, Spanien und Schweden. Dieser Abwärtstrend der Anleiherenditen in den meisten Ländern wurde in erster Linie durch die fortgesetzte Lockerung der Geldpolitik und durch unerwartet niedrige Wachstums- und Inflationsraten verursacht.

Mehrere Ereignisse im Verlauf des Jahres 1995 erweckten den Eindruck, daß die Hausse nachlassen würde. Anfang des Jahres führte der Aufwärtsdruck auf die D-Mark zu Spannungen im EWS-Wechselkursverbund und bewirkte in den meisten europäischen Ländern vorübergehend einen Anstieg der Anleiherenditen. Aufgrund der sich verschlechternden Inflationsaussichten, des Wertverlustes der Währungen und der Nachwirkungen der Mexiko-Krise war die Erhöhung der Anleiherenditen auf den hochrentierenden Märkten größer und dauerhafter; die schrittweise Verschärfung der geldpolitischen Bedingungen in diesen Ländern bis gegen Ende des Frühjahrs trug zur Umkehr des Renditenanstiegs bei (s. Kapitel IV). Im Vereinigten Königreich zogen die Anleiherenditen aufgrund von Anzeichen eines wieder zunehmenden Preisauftriebs und Bedenken hinsichtlich einer politischen Einflußnahme auf die Notenbank im Mai kurzfristig an. Allgemein kam der Renditenrückgang in Europa im September zunächst wieder für kurze Zeit zum

Stillstand, als die Märkte eine Verschiebung der Wirtschafts- und Währungsunion und in einer Reihe von Ländern eine nicht ausreichende Konsolidierung der öffentlichen Haushalte befürchteten. In den USA drückten Erwartungen einer konjunkturellen Erholung die Anleihekurse im Juli, eine Marktentwicklung, die offensichtlich auch in Kanada und Australien nachvollzogen wurde. Zur selben Zeit etwa stiegen auch in Japan die Renditen. Insgesamt jedoch waren diese Ereignisse nur von regional begrenzter Bedeutung, und sie signalisierten keinen tiefgreifenden Stimmungswandel an den Märkten.

... Trendumkehr  
Anfang 1996

Anfang 1996 kam es zu einer ausgeprägteren und weltweiten Trendumkehr. In Japan hatten die Renditen bereits im Dezember zu steigen begonnen. Im Januar vollzogen sie die Wende in Europa, und im Februar kletterten sie überall steil nach oben, da die Märkte offensichtlich auf eine starke Erhöhung der US-Anleiherenditen reagierten.

Im Vergleich  
mit Umschwung  
1994 ...

Der beträchtliche Rückgang der Anleiherenditen über das gesamte Jahr 1995 und ihr anschließender abrupter Anstieg Anfang 1996 weckten Erinnerungen an die Entwicklung vor zwei Jahren, als ebenfalls eine ausgedehnte Hausse weltweit überraschend zu Ende gegangen war. Gemeinsamkeiten waren leicht zu erkennen: das günstige gesamtwirtschaftliche und monetäre Umfeld, das die anfängliche Rückbildung der Renditen begünstigte, die Verengung des Zinsabstands zwischen hoch- und niedrigrentierenden Märkten, die möglicherweise auf eine zunehmende Risikobereitschaft hindeutete (s. Kapitel IV), das im historischen Vergleich niedrige

Ausgewählte Indikatoren für die Hebelwirkung („Leverage“) auf den internationalen Anleihemärkten							
Anleihekäufe	1991/92 insgesamt	1993	1994	1995			
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Mrd. US-Dollar							
USA <sup>1</sup>	232	82	-65	19	46	2	41
Geschäftsbanken	216	73	-27	12	11	5	0
Wertpapierhändler	16	9	-39	7	35	-3	41
Vereinigtes Königreich	72	126	-28	29	12	17	24
Banken: <sup>2</sup> Staatsanleihen	4	16	4	-2	1	-1	4
Ausländische Anleihen	39	51	20	18	8	4	8
Wertpapierhändler: Ausländische Anleihen	29	59	-51	13	3	14	12
Insgesamt	304	208	-93	48	58	19	64
<i>Nachrichtlich:</i>							
<i>Durch Interbankgeschäfte   finanziert<sup>3</sup></i>	61	183	-85	16	32	24	40
<i>Durch Pensionsgeschäfte   finanziert:<sup>4</sup> Schweden</i>	..	13	-12	0,4	1	0,2	2
<i>Spanien</i>	8	24	-22	0,4	6	6	1

<sup>1</sup> Banken: Schatzpapiere und „agency securities“; Wertpapierhändler: einschl. Unternehmensanleihen und ausländischer Anleihen. <sup>2</sup> Einschl. Building Societies. <sup>3</sup> Internationale Interbankausleihungen von Banken in Europa in Inlandswährung als Indikator für die Entwicklung der wechselkursrisikogesicherten Anleihekäufe Gebietsfremder. <sup>4</sup> Indikatoren für durch Pensionsgeschäfte finanzierte Käufe von Schatzanleihen durch Gebietsfremde.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen.

Tabelle V.1



Niveau der Anleiherenditen an mehreren bedeutenden Märkten sowie das Tempo der Abwärtsbewegung und des nachfolgenden Anstiegs.

Eine genauere Analyse macht allerdings auch einige wesentliche Unterschiede deutlich. Mindestens vier Aspekte lassen darauf schließen, daß im Marktgeschehen der letzten Zeit die Gefahr nicht so sehr von spekulativen Übersteigerungen und übermäßig ausgeweiteten Portefeuilles ausging, sondern vielmehr von der labilen psychologischen Verfassung des Marktes.

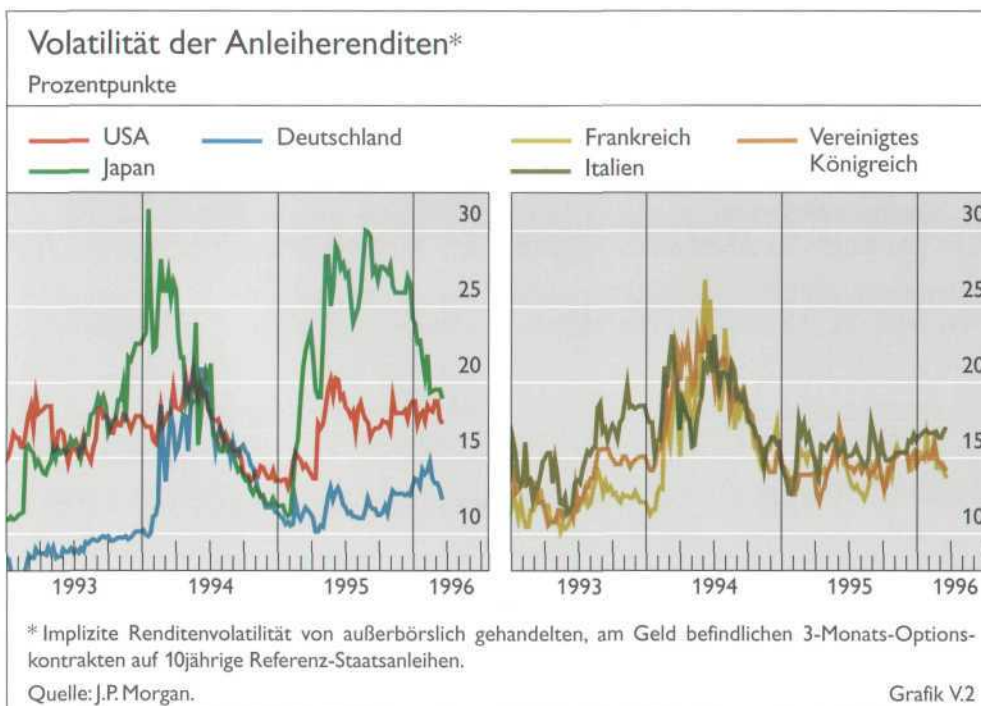
Erstens gab es in der letzten Talsohle des Zinszyklus keine klaren Anzeichen für Überbewertungen. Die realen Renditen waren durchweg höher – im allgemeinen um 50–100 Basispunkte – als im vorangegangenen Tief. Außerdem waren die Konjunkturaussichten weniger gut.

Zweitens reagierten die Wertpapierportefeuilles der Marktteilnehmer Anfang 1996 offensichtlich weniger stark auf einen Rückgang der Anleihekurse im allgemeinen und auf die Marktentwicklungen in den USA im besonderen. 1993 hatten die Anleger die anhaltende außergewöhnlich große Renditenspanne in den USA genutzt, indem sie in ihren Portefeuilles von der Hebelwirkung Gebrauch machten, und hatten sich in weiterer Folge nach höher rentierenden Anlagen im Ausland umgesehen, insbesondere in Europa und Lateinamerika (s. Tabelle V.1). 1995 bedienten sich die Anleger nicht im selben Maße der Hebelwirkung, und die Märkte außerhalb der USA waren weniger durch Veränderungen der US-Kapitalanlageströme bestimmt. Berichten zufolge finanzierten zwar einige internationale Anleger, die eine hohe Hebelwirkung anstrebten, den Erwerb von US-Anleihen zu den sehr niedrigen kurzfristigen Yen-Zinssätzen; das durch diese Strategie bewegte Anlagevolumen wurde aber im Verhältnis zu dem auf der Hebelwirkung beruhenden Handel von vor zwei Jahren als gering eingeschätzt (s. Kapitel VI und VIII).

Drittens waren die weltweiten Turbulenzen 1994 durch eine Straffung der Geldpolitik in den USA ausgelöst worden, während der jüngste Anstieg der Anleiherenditen in der Anfangsphase vor allem auf einen Stimmungswandel an den

... geringere Überbewertung ...

... und größere Nervosität der Märkte



## Asymmetrisches Hedging an ausgewählten Anleihemärkten



Märkten zurückzuführen war, den eher dürftige und wenig schlüssige Informationen bewirkt hatten. Zu den Einflußfaktoren zählten eine sich verändernde Einschätzung der Aussichten für die Wirtschafts- und Währungsunion in Europa, die sich nur auf vereinzelte offizielle Stellungnahmen gründete, eine aufkommende, aber durch die Fundamentaldaten wenig gestützte Besorgnis über eine bevorstehende Straffung der monetären Bedingungen in Japan, als die Wirtschaft wieder Tritt zu fassen schien, Bedenken hinsichtlich eines Scheiterns der Budgetverhandlungen und einer möglicherweise übermäßigen Lockerung der geldpolitischen Rahmenbedingungen in den USA und ähnliche Befürchtungen hinsichtlich des geldpolitischen Kurses im Vereinigten Königreich, die durch die politische Unsicherheit noch verstärkt wurden.

Viertens schließlich machen auch mehrere Finanzindikatoren die weitverbreitete Nervosität an den Märkten deutlich. Im Gegensatz zu der Periode, die der scharfen Trendwende der Renditen im Februar 1994 vorausging, lassen Erhebungen auf eine Untergewichtung der Anleihen in den Portefeuilles institutioneller Anleger im Jahr 1995 schließen, was kaum als Anzeichen für ein Vertrauen in die Hausse gewertet werden kann. Ebenso war allgemein die Volatilität in der jüngsten Phase fallender Renditen im Durchschnitt höher als vor zwei Jahren; dies weist auf eine größere Unsicherheit hinsichtlich des Markttrends hin (s. Grafik V.2). Sowohl in den USA als auch in Japan war die aus den Optionspreisen berechnete Renditenvolatilität in der zweiten Jahreshälfte 1995 beinahe so hoch wie zu den Zeiten der Turbulenzen in der Baisse 1994. Eine Analyse der Optionspreise zeigt außerdem, daß sich die Marktteilnehmer um diese Zeit eher gegen eine starke Aufwärtsbewegung der Renditen als gegen eine entsprechende Abwärtsbewegung abzusichern suchten, zumindest an den bedeutendsten europäischen Märkten (s. Grafik V.3). Eine solche asymmetrische Erwartungshaltung konnte vor Februar 1994 nicht festgestellt werden. Die hohen Verluste, die die Marktteilnehmer im Laufe der Turbulenzen 1994 hinnehmen mußten, scheinen sie risikobewußter



gemacht zu haben. Eine Ausnahme stellen in Teilbereichen die USA dar, wo sich diese Verzerrung bis zum Herbst 1995 wieder zurückbildete.

Die Entwicklung der Renditen im März und Anfang April dieses Jahres wurde in erster Linie von Informationen über die grundlegende Schwungkraft der Konjunktur bestimmt. In den USA wurde der Markt im März und April jeweils zu Monatsbeginn durch überraschend gute Beschäftigungsstatistiken aufgerüttelt, die den vorangegangenen Renditenanstieg im nachhinein bestätigten und die Renditen weiter stark nach oben drückten. In Japan festigten sich die Renditen, da neue Daten dafür sprachen, daß die konjunkturelle Belebung begonnen hatte. In Deutschland brachten enttäuschende Zahlen über Industrieproduktion und Beschäftigung jeden weiteren Renditenanstieg zum Stillstand. Diese gegensätzlichen Entwicklungen führten letztlich dazu, daß die US-Renditen für 10jährige Staatsanleihen Mitte April die entsprechenden deutschen Sätze wieder überstiegen.

### Aktien

Nach dem gedämpften Kursverlauf 1994 verzeichneten die Aktienmärkte in der Berichtsperiode generell beträchtliche Kurssteigerungen (s. Tabelle V.2). Die stärksten Zuwächse verbuchten die USA, wo der S&P-500-Index von Anfang 1995 bis Januar 1996 um beinahe 40% zulegte. In Japan, wo die Aktienkurse kaum zunahmen, waren die Kursgewinne am geringsten. Der italienische Aktienmarkt gab in der Berichtsperiode sogar leicht nach, was teilweise auf die politische Unsicherheit zurückzuführen war. Alle Märkte mußten im Februar und März 1996 gewisse Verluste hinnehmen, als sich die Anleiherenditen stark erhöhten. Der Kursrückgang war aber nur temporär; abgesehen von wenigen Ausnahmen waren die Kurse bis zum Ende des ersten Quartals weiter angestiegen. Im April rutschten die Aktienkurse in den USA jedoch erneut ab.

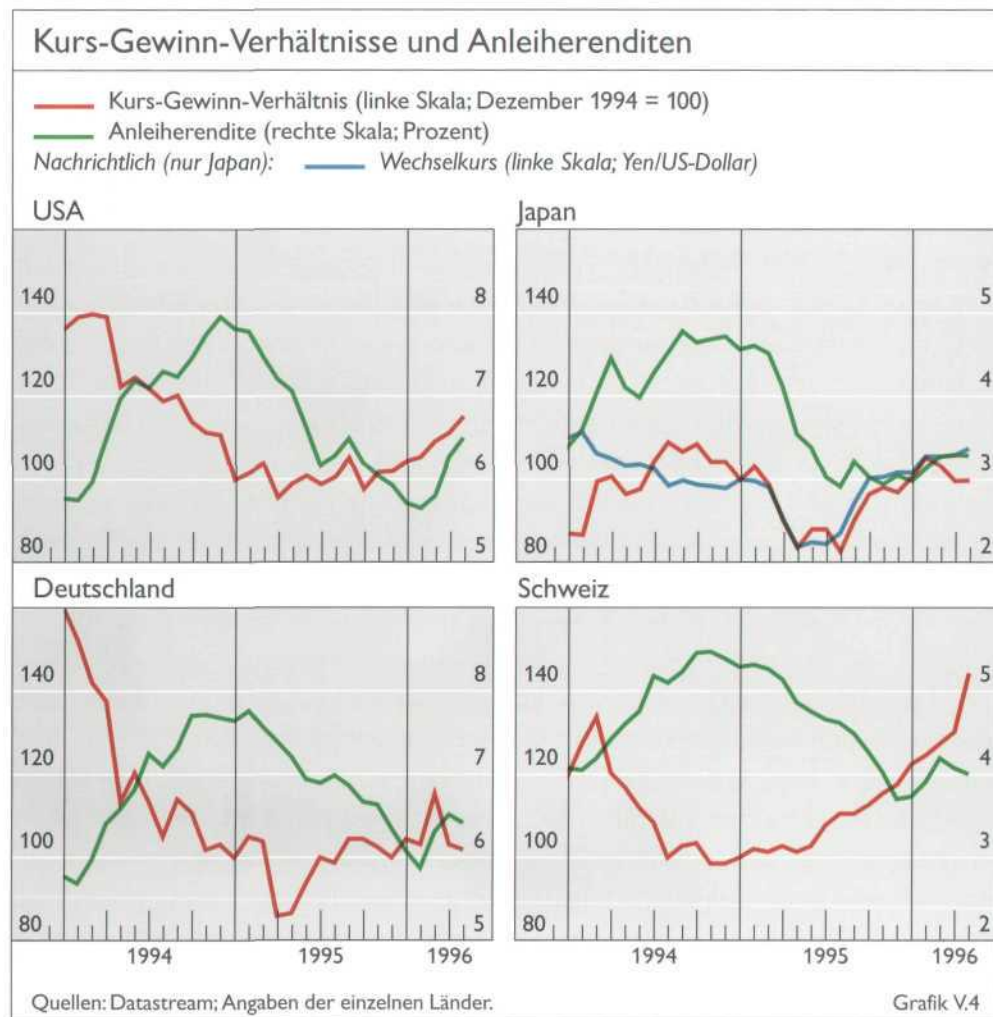
Lebhafte  
Aktienmärkte

Die wichtigsten Faktoren, die die Aktienmärkte 1995 stützten, waren die allgemein verbesserte Gewinnsituation, die in mehreren Ländern durch

Aktienindizes								
Land	Dez. 1993	Jan.	März	Juni	Sept.	Dez.	Jan.	März
	1995						1996	
	Ende Dezember 1994 = 100							
USA	102	102	109	119	127	134	138	141
Japan	92	94	84	77	92	101	103	105
Deutschland	108	96	91	99	104	107	117	118
Frankreich	121	96	99	99	95	100	107	109
Italien	97	104	95	96	97	93	98	92
Vereinigtes Königreich	111	97	101	107	114	118	121	121
Kanada	103	95	102	107	108	112	118	118
Australien	114	96	100	105	112	115	120	116
Belgien	106	97	94	103	105	112	122	119
Niederlande	97	101	98	106	114	118	124	133
Schweden	95	103	99	112	125	118	120	129
Schweiz	108	96	95	108	114	123	123	135
Spanien	113	99	94	103	107	112	116	120

Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle V.2



Umstrukturierungsmaßnahmen in der Industrie begünstigt wurde, und vor allem der Abwärtstrend der Anleiherenditen. Das ganze Jahr hindurch reagierten die Aktienkurse offensichtlich besonders rasch auf kurzfristige Ausschläge der Anleiherenditen. Dies kam am deutlichsten am 18. Dezember zum Ausdruck, als ein beträchtlicher, aber nur kurz andauernder Kurssturz der US-Schatzanleihen den Dow-Jones-Index um 102 Punkte absacken ließ, was dem zweitgrößten Rückgang in vier Jahren entsprach.

Die Kurse am japanischen Markt reagierten – ebenso wie 1994 – weniger stark auf die internationalen Entwicklungen. Die Bewegungen des Aktienindex in Japan dürften vor allem durch die aufkommenden Deflationsbefürchtungen bestimmt gewesen sein, die durch die Schwächen im Bankensystem und durch Wechselkursverschiebungen Nahrung erhielten. Dies wird erhärtet durch die hohe *positive* Korrelation zwischen dem Niveau der Anleiherenditen und den Kurs-Gewinn-Verhältnissen in der Berichtsperiode. Sinkende Renditen gingen in der Regel Hand in Hand mit einem Wertgewinn der Währung und könnten daher auf Befürchtungen einer sich abflachenden Konjunktur und sich verschlechternder Gewinnaussichten schließen lassen (s. Grafik V.4). Dieser Zusammenhang steht in deutlichem Gegensatz zur *negativen* Korrelation in anderen Ländern, wo niedrigere Anleiherenditen zumeist eine Substitution von Anleihen durch Aktien auslösten und so zum Anstieg der Aktienkurse beitrugen.



Die besonders gute Entwicklung des US-Marktes gab zu Fragen Anlaß, inwieweit die Kurserhöhung mit berechtigten Gewinnaussichten und mit der Verzinsung alternativer Vermögenswerte vereinbar war. Indikatoren, die den fundamentalen Wert anzeigen, ließen in dieser Hinsicht keine klare Interpretation zu. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis des Gesamtmarktes lag Anfang 1996 nur geringfügig über dem langfristigen Durchschnitt und unterhalb früherer Spitzenwerte (s. Tabelle V.3). Seit Beginn 1994 hatte es sich außerdem – im Gleichklang mit den entsprechenden Relationen für die meisten anderen Industrieländer – nicht wesentlich verändert. Dagegen war die Gewinnlage außergewöhnlich gut, und der Spielraum für eine weitere dauerhafte Verbesserung aufgrund der Ungewißheit über die Höhe der freien Kapazitäten in der Wirtschaft war nicht eindeutig abzusehen. Auch entsprach der inflationsbereinigte Dividendenrenditenabstand des Gesamtmarktes Ende März seinem langjährigen Durchschnitt und war niedriger als ein Jahr zuvor, so daß kaum auf eine Überbewertung der Aktien im Vergleich zu langfristigen festverzinslichen Wertpapieren geschlossen werden kann. Der Abstand hatte sich jedoch seit Beginn 1996 mehr als verdoppelt, da der Aktienmarkt auf den Anstieg der Anleiherenditen nicht reagiert hatte.

Bedenken bezüglich Überbewertung des US-Marktes

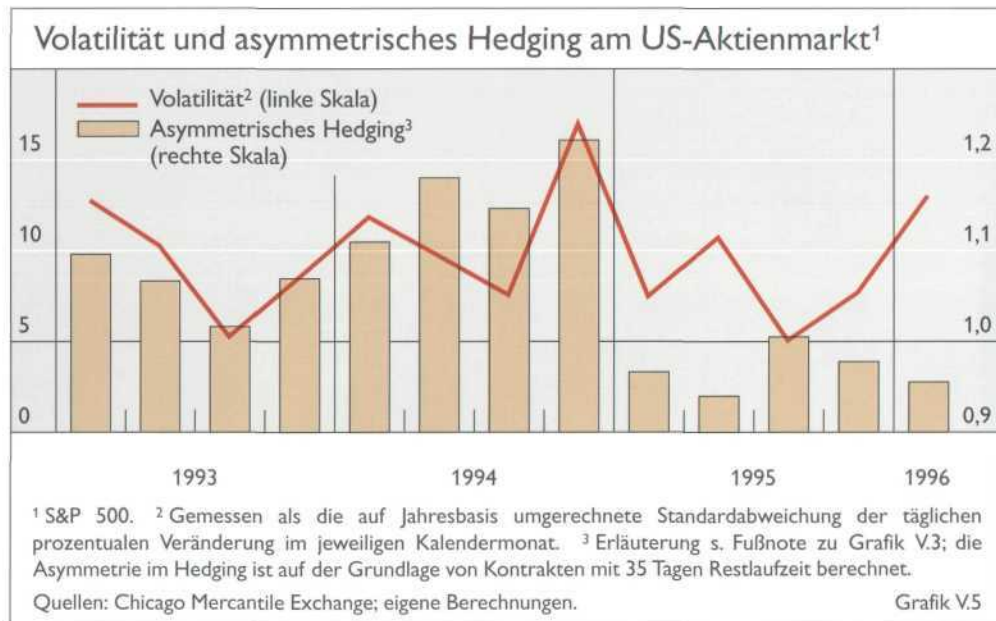
Ebenso lassen sich keine klaren Aussagen über die Marktstimmung treffen. Die Volatilität nahm Anfang 1996 beträchtlich zu, was auf eine größere Unsicherheit bezüglich der Renditenentwicklung hindeutete (s. Grafik V.5). Gleichzeitig hatten die Marktteilnehmer offensichtlich keine gesteigerten Befürchtungen hinsichtlich eines Kurssturzes. Die statistische Verteilung der Optionspreise läßt vermuten, daß Marktteilnehmer mit einem 1-Monats-Horizont für die Absicherung gegen eine starke Aufwärtsbewegung der Aktienkurse eine höhere Prämie zu zahlen bereit waren als für die Absicherung gegen einen entsprechenden Kursrückgang, was im Gegensatz zur Periode 1993/94 stand. Entsprechend den Schätzungen wurden die

Indikatoren der Aktienkursbewertung												
Land	Kurs-Gewinn-Verhältnis <sup>1</sup>						Dividendenrenditenabstand, inflationsbereinigt <sup>2</sup>					
	Spitzenwert 1983–93		Durchschnitt 1983–93	Dez. 1994	Jan. 1996	März 1996	Spitzenwert 1983–93		Durchschnitt 1983–93	Dez. 1994	Jan. 1996	März 1996
	Stand	Jahr					Stand	Jahr				
USA	26	1992	16	17	17	18	5,1	1983	1,5	2,2	0,6	1,2
Japan <sup>3</sup>	74	1987	44	66	70	66	5,4	1987	3,3	3,1	2,8	2,8
Deutschland	25	1993	14	16	16	16	5,6	1986	2,5	3,2	2,4	3,1
Frankreich	17	1993	12	14	13	15	5,1	1987	2,0	3,2	0,8	0,8
Italien	26	1986	16 <sup>4</sup>	18	15	16	4,5	1987	2,4	3,8	0,4	1,8
Vereinigtes Königreich	21	1993	14	18	17	17	4,2	1986	0,7	1,7	0,7	1,6
Kanada	104 <sup>5</sup>	1993	30	22	14	16	6,0	1984	2,5	6,4	3,2	4,0
Belgien	16	1993	11	15	15	16	4,4	1986	2,0	3,3	1,3	1,7
Niederlande	16	1993	11	14	13	15	3,7	1987	1,3	1,7	0,8	1,3
Schweiz	17	1993	11	14	18	19	2,3	1986	–0,6	2,9	0,7	1,6

<sup>1</sup> Verhältnis des Kurses zum ausgewiesenen Gewinn je Aktie. <sup>2</sup> Langfristiger Zinssatz abzüglich der Dividendenrendite sowie der Inflationsrate gegenüber dem jeweiligen Vorjahresmonat. <sup>3</sup> Wegen erheblicher gegenseitiger Beteiligungen und aufgrund von Rechnungslegungsansätzen sind die Kurs-Gewinn-Verhältnisse im internationalen Vergleich sehr hoch. <sup>4</sup> Juli 1986–Dezember 1993. <sup>5</sup> Wegen Verlusten bzw. sehr niedriger Gewinne außergewöhnlich hoch.

Quellen: Datastream; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle V.3



Anleger zumindest bis Anfang Februar 1996 immer zuversichtlicher, da die Aktienkurse ab der zweiten Jahreshälfte 1995 an Dynamik gewannen.

### Immobilienpreise

Immobilienpreise  
verhalten ...

Im Gegensatz zur lebhaften Entwicklung an den Anleihe- und Aktienmärkten im überwiegenden Teil der Berichtsperiode verzeichneten die Immobilienmärkte 1995 keine besondere Dynamik, obwohl sie sich im Vergleich zu 1994 im allgemeinen besser entwickelten. Dies steht im Einklang mit den Erfahrungen der Vergangenheit: Die Immobilienpreise folgen den Aktienkursen in der Regel mit Verzögerung und reagieren eher auf die aktuelle als auf die erwartete Wirtschaftslage. Überdies litten mehrere Märkte noch immer unter früheren Übersteigerungen, als die Preise auf ein Niveau geklettert waren, das mit den erwarteten Erträgen kaum zu begründen war.

In den meisten Ländern stiegen die Preisindizes für Wohngebäude zwar etwas an, aber nur in wenigen Fällen konnte der Zuwachs die Inflation ausgleichen (s. Tabelle V.4). In den englischsprachigen Ländern kam die jüngste Erholung der Preise für Wohneigentum ins Stocken, an den meisten nordischen Märkten setzte sie sich hingegen fort. Die Länder dieser beiden Gruppen sowie Japan hatten in den achtziger und frühen neunziger Jahren die stärksten Preisschwankungen verzeichnet. Auch in den kontinentaleuropäischen Ländern erhöhten sich die Preise etwas, wie etwa in den Niederlanden und in Belgien, wo die vorangegangenen Preissteigerungen am wenigsten ausgeprägt gewesen waren.

Das Marktsegment der gewerblichen Immobilien war durch eine uneinheitliche Entwicklung gekennzeichnet. Angesichts eines hinter den Erwartungen zurückbleibenden Wirtschaftswachstums, anhaltend hoher Leerstände und unveränderter Neuvermietungen waren die Preise in den wichtigsten Städten in einem Großteil der Länder rückläufig oder stagnierten. In den nordischen Ländern entwickelten sich die Preise wieder relativ lebhaft, wobei Stockholm einen Anstieg von beinahe 30% registrierte. Die Preise erhöhten sich auch, wenngleich mäßig, in London und Sydney. In Kontinentaleuropa gaben die Immobilienpreise eher nach,



Nominale und inflationsbereinigte Immobilienpreise										
Land/Stadt	Nominale Preise					Inflationsbereinigte Preise				
	Höchst-stand seit 1980 erreicht im Jahr	Vom Tief zum Hoch	Vom Hoch zum aktuellsten Wert	1994	1995	Höchst-stand seit 1980 erreicht im Jahr	Vom Tief zum Hoch	Vom Hoch zum aktuellsten Wert	1994	1995
	Preise für Wohnbauten									
USA	1995	91	-	2	2	1988	15	- 4	0	- 1
Japan <sup>1</sup>	1990	130	-21	- 2	- 3	1990	88	-26	- 2	- 3
Vereinigtes Königreich	1989	190	- 8	2	0	1989	89	-29	- 1	- 4
Kanada	1994	105	- 5	3	- 5	1989	55	-13	3	- 7
Australien	1995	216	-	8	3	1994	43	- 1	6	- 1
Deutschland <sup>2</sup>	1994	59	- 1	2	- 1	1992	36	- 8	- 1	- 3
Frankreich	1992	51	- 3	- 2	0	1990	25	- 9	- 3	- 2
Belgien	1995	96	-	8	4	1995	55	-	5	2
Niederlande	1995	34	-	3	4	1995	13	-	0	2
Schweden	1991	117	-15	5	1	1990	38	-26	2	- 2
Norwegen	1988	155	- 8	10	8	1987	46	-27	9	6
Finnland	1989	268	-38	6	- 4	1989	105	-48	5	- 5
Preise für gewerbliche Immobilien in größeren Städten										
USA <sup>3</sup>	1989	67	-42	- 4	- 2	1987	24	-56	- 7	- 5
Tokio <sup>1</sup>	1990	276	-57	-15	-17	1990	207	-60	-16	-17
London	1988	221	-40	25	7	1988	101	-57	22	3
Toronto <sup>4</sup>	1989	51	-50	-12	- 8	1989	28	-57	-12	-10
Sydney	1989	405	-50	21	6	1988	157	-60	18	1
Frankfurt	1991	259	-40	-11	- 3	1991	184	-47	-13	- 4
Paris	1990	350	-48	- 6	-11	1990	144	-53	- 7	-12
Mailand	1990	178	-43	-15	0	1990	111	-55	-18	- 5
Madrid	1990	827	-64	2	3	1990	323	-72	- 3	- 1
Brüssel	1990	224	-25	- 6	0	1989	110	-34	- 8	- 1
Stockholm	1989	875	-47	31	29	1989	418	-61	28	26
Oslo	1986	233	-30	8	8	1986	129	-51	7	5
Helsinki	1989	657	-27	14	3	1989	321	-38	13	2

<sup>1</sup> Grundstückspreise. <sup>2</sup> In vier großen Städten. <sup>3</sup> Nordosten. <sup>4</sup> Preisindex für Büroraum in Ontario.  
Quellen: National Association of Realtors; Frank Russell; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries; Jones Lang Wootton; Ministère de l'Équipement, du Logement et des Transports/ECLN; OPAK; verschiedene private Immobilienverbände; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle V.4

was auf die Position der Volkswirtschaften im Konjunkturzyklus zurückzuführen war. Besonders stark bröckelten sie in Paris ab, wo sich der Preisrückgang sogar auf über 10% beschleunigte.

Die größten Einbußen bei den Immobilienpreisen mußte 1995 Japan hinnehmen. Es war dort das fünfte Jahr rückläufiger Preise in Folge. Im Wohnbau und bei den gewerblichen Immobilien bildeten sich die amtlich ermittelten Preise seit dem letzten Spitzenwert insgesamt um über 20% bzw. fast 60% zurück. Der äußerst niedrige Umsatz machte die genaue Beurteilung der Marktschwäche schwierig, jedoch wurde insbesondere im Segment gewerblicher Immobilien mit einem weiteren Preisverfall gerechnet. Die sehr schlechte Lage am Immobilien-

... und in Japan besonders niedrig

markt verschärfte weiterhin die ernststen Probleme des Bankensektors und warf erneut einen Schatten auf die konjunkturelle Erholung.

## Bankensektor

### Jüngste Geschäfts- und Ertragsentwicklung

Trotz allgemeiner  
Steigerung der  
Bankerträge ...

Die Ertragslage im Bankensektor verbesserte sich 1995 verglichen mit 1994, abgesehen von einigen bemerkenswerten Ausnahmen (s. Tabelle V.5). Diese Erholung war zu einem großen Teil auf den Konjunkturverlauf und auf einmalige Sonderfaktoren zurückzuführen. Durch die günstige Entwicklung an den Anleihe- und Aktienmärkten, eine gelockerte Geldpolitik und in einigen Fällen auch die Beschleunigung der Kreditnachfrage erhöhten sich sowohl die Nettozinserträge als auch die zinsunabhängigen Erträge. In einer Reihe von Ländern senkten die Banken außerdem ihre Risikovorsorge für Kreditausfälle, wobei ihnen in manchen Fällen das Anziehen der Preise für gewerbliche Immobilien zugute kam. Ebenso ernteten viele Banken die Früchte ihres längerfristig orientierten Bemühens, den Betriebsaufwand zu verringern.

Die Gewinne der Banken waren vergleichsweise hoch, und in den englischsprachigen Ländern, die die letzte Rezession als erste überwunden hatten und sich am konsequentesten um Kostensenkungen bemühten, waren zum Teil eindrucksvolle Ertragsverbesserungen zu verzeichnen. Auch in den nordischen Ländern kam es zu einer markanten Trendumkehr der Nettoerträge. In Dänemark schlug sich

Rentabilität großer Banken 1994 und 1995									
Land	Anzahl Banken	Gesamtkapitalrentabilität <sup>1</sup>		Risikovorsorge für Kreditausfälle		Nettozinsspanne		Betriebsaufwand	
		1994	1995	1994	1995	1994	1995	1994	1995
		in Prozent der Aktiva insgesamt							
USA	12	1,81	1,87	0,33	0,31	3,57	3,35	3,80	3,49
Japan <sup>2, 3</sup>	21	-0,21	-0,75	0,88	2,03	0,90	1,01	0,74	0,74
Deutschland	2	0,52	0,56	0,35	0,23	1,82	1,57	2,06	1,98
Frankreich	6	0,17	0,27	0,63	0,39	1,60	1,54	2,04	2,00
Vereinigtes Königreich	4	1,22	1,27	0,31	0,34	2,45	2,44	3,02	2,98
Kanada <sup>3</sup>	6	1,12	1,16	0,51	0,34	2,84	2,62	2,70	2,50
Australien <sup>3</sup>	4	1,60	1,82	0,43	0,21	3,45	3,53	3,39	3,27
Dänemark <sup>4</sup>	2	0,29	1,20	0,61	0,42	2,85	2,55	2,20	2,07
Finnland <sup>5</sup>	2	-0,69	-0,16	1,65	0,60	1,98	1,57	2,30	2,21
Niederlande	3	0,69	0,72	..	..	2,27	2,18	2,17	2,26
Norwegen	4	1,31	1,81	0,16	-0,38	2,96	2,86	2,82	3,01
Schweden	4	0,55	1,23	1,09	0,59	2,34	2,39	1,76	1,81
Schweiz	3	0,63	0,52	0,30	0,33	1,17	1,07	2,17	2,18
Spanien	6	0,70	0,79	0,52	0,45	2,47	2,46	2,45	2,62

<sup>1</sup> Gewinn vor Steuern. <sup>2</sup> Halbjahresergebnisse auf Jahresbasis kombiniert mit IBCA-Schätzungen. <sup>3</sup> Rechnungsjahr. <sup>4</sup> Das Wertpapierportefeuille wird jeweils zu Marktpreisen bewertet. <sup>5</sup> Wegen eines Bruchs in der Zeitreihe sind 1994 und 1995 nicht vollständig vergleichbar.

Quelle: IBCA Ltd. Tabelle V.5



Bilanzkennzahlen für die Ertragslage der Banken in längerfristiger Perspektive <sup>1</sup>						
Land	Gewinn vor Steuern			Zinsunabhängige Erträge		
	1980–82 <sup>2</sup>	1986–88	1992–94	1980–82 <sup>2</sup>	1986–88	1992–94
	in Prozent der Aktiva			in Prozent der Bruttoerträge		
USA	1,0	0,7	1,6	24	30	35
Japan <sup>3</sup>	0,5	0,6	0,2	14	24	1
Deutschland	0,5	0,7	0,5	29	30	29
Frankreich	0,4	0,4	-0,1	16	17	46
Italien	0,7	1,0	0,8	26	29	26
Vereinigtes Königreich	1,1	1,0	0,7	29	37	43
Kanada <sup>3</sup>	0,5	1,0	1,1	22	27	36
Australien	0,9	1,2	0,7	..	40	42
Belgien	0,4	0,4	0,3	15	22	26
Finnland	0,5	0,5	-1,6	49	58	53
Niederlande	0,3	0,7	0,6	25	26	30
Norwegen	0,6	0,0	0,2	27	30	29
Schweden	0,3	0,8	0,5	30	31	44
Schweiz	0,6	0,7	0,6	47	49	51
Spanien	0,7	1,1	0,6	18	20	27

<sup>1</sup> Australien, Belgien, Niederlande, Schweiz: alle Banken; übrige Länder: Geschäftsbanken. <sup>2</sup> Frankreich, Australien, Belgien: 1981/82; Kanada: 1982. <sup>3</sup> Rechnungsjahr.  
Quelle: OECD. Tabelle V.6

der Preisanstieg an den Wertpapiermärkten infolge der regelmäßigen Neubewertung zu Marktkursen in hohen Gewinnsteigerungen nieder. In Norwegen, Schweden und Finnland veränderte sich die Ertragslage unterschiedlich stark, je nachdem, inwieweit die Banken die jüngste Bankenkrise bewältigt hatten. In Schweden markierte der Beschluß der Regierung, die generelle Staatshaftung für die Verbindlichkeiten der Banken zum Juli 1996 aufzuheben, das Ende der Bankenkrise; in Finnland wiesen die Banken dagegen trotz wesentlich niedrigerer Risikovorsorgen erneut Verluste aus. In einer Reihe von Ländern dieser beiden Gruppen trug die Erholung der Preise für gewerbliche Immobilien wesentlich zur Ergebnisverbesserung bei.

Die Gewinne erhöhten sich auch an den meisten kontinentaleuropäischen Märkten etwas; dennoch verengten sich die Margen in vielen Fällen weiter. In Italien verdeckte die Erholung der Erträge, die von einem niedrigen Niveau ausgegangen war, die abnehmende Qualität des Forderungsbestands, die darauf zurückzuführen war, daß sich die notleidenden, zumeist mit Immobilien besicherten Kredite ausweiteten. In Frankreich verharrten die Gewinne auf sehr niedrigem Niveau, was mit dem hohen Betriebsaufwand und der geringeren Bewertung der Immobilien zusammenhing, und eine große Bank mußte Verluste hinnehmen.

Die schlechtesten Ergebnisse verzeichneten 1995 die japanischen Banken. Sie kämpften noch immer mit den gravierenden Problemen, die dem Bankensektor seit einiger Zeit zu schaffen machen. In der jüngsten Rechnungslegungsperiode nahmen die Banken – vor allem die größeren – die bisher höchsten Rückstellungen und Wertberichtigungen auf Kredite vor und bewiesen damit vermehrte Transparenz bei der Bewältigung des Problems der mangelnden Kreditqualität. Das öffentliche

Interesse konzentrierte sich auf das Krisenmanagement im Zusammenhang mit dem Konkurs der „jusen“, die sich auf die Vergabe von Wohnbaukrediten spezialisiert hatten. Bei einem ersten Sanierungsplan, den die Regierung im Dezember vorstellte, wurde Kritik an der Höhe der Verluste laut, die letzten Endes vom Steuerzahler statt von den Gründern und Gläubigern der „jusen“, im wesentlichen Banken und landwirtschaftlichen Genossenschaften, getragen werden sollten. Diese Auseinandersetzung wurde als entscheidender Test für den Spielraum der Regierung gewertet, notfalls öffentliche Mittel zur Bereinigung der Probleme des Bankensektors ganz allgemein zu verwenden. Die aufkommende Besorgnis äußerte sich auch in der Entwicklung des Aufschlags, den die japanischen Banken an den internationalen Märkten zum Teil für Interbankkredite zahlten (s. Kapitel VIII). Zu Beginn des Frühjahrs 1996 war die politische Kontroverse über die „jusen“ noch immer nicht endgültig geklärt.

#### *Notwendigkeit längerfristiger Restrukturierungsmaßnahmen*

Die allgemeine Verbesserung der Ertragslage der Banken im letzten Jahr darf nicht über die äußerst schwierigen Herausforderungen hinwegtäuschen, die sich dem Bankensektor stellen. In längerfristiger Betrachtungsweise sind die Gewinnspannen zumindest seit Mitte der achtziger Jahre eher rückläufig (s. Tabelle V.6), die Kurse der Bankaktien sind im überwiegenden Teil der Länder hinter dem Gesamtmarktindex zurückgeblieben (s. Tabelle V.7), und die Bonitätseinstufungen wurden generell nach unten korrigiert. Die allgemeine weitere Verengung der Nettozinsmargen im letzten Jahr macht die längerfristigen Rentabilitätseinbußen im traditionellen Bankgeschäft noch deutlicher (s. Tabelle V.5).

Die eigentlichen Ursachen dieser Entwicklung sind wohlbekannt. Angesichts weitreichender Deregulierung und eines höheren Innovationstempos im

Kursentwicklung der Bankaktien in längerfristiger Perspektive						
Land	1970	1980–82	1984–86	1990–92	1993–95	1995
	Verhältnis zwischen Banken- <sup>1</sup> und Gesamtindex, 1980 = 100					
USA	142	111	120	69	92	96
Japan	71	103	158 <sup>2</sup>	189	196	194
Deutschland	93	94	83	75	78	72
Italien	..	138	96	86	72	67
Vereinigtes Königreich	85	97	90	83	118	127
Kanada	113	106	107	124	127	127
Australien	103	131	153	150	154	163
Belgien	110	97	92	88	107	112
Finnland	85	98	84	47	22	15
Niederlande	..	92	77	56	61	60
Norwegen	101	103	67	17	9	9
Schweden	66	99	84	68	66	61
Schweiz	64	99	92	59	60	55
Spanien	56	112	78	85	76	72

<sup>1</sup> Japan (vor 1983), Belgien, Niederlande: einschl. anderer Finanzinstitute. <sup>2</sup> Der Anstieg Mitte der achtziger Jahre ist hauptsächlich auf das Scheitern restriktiver Regelungen zur Kontrolle der Bankaktienkurse zurückzuführen.

Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle V.7



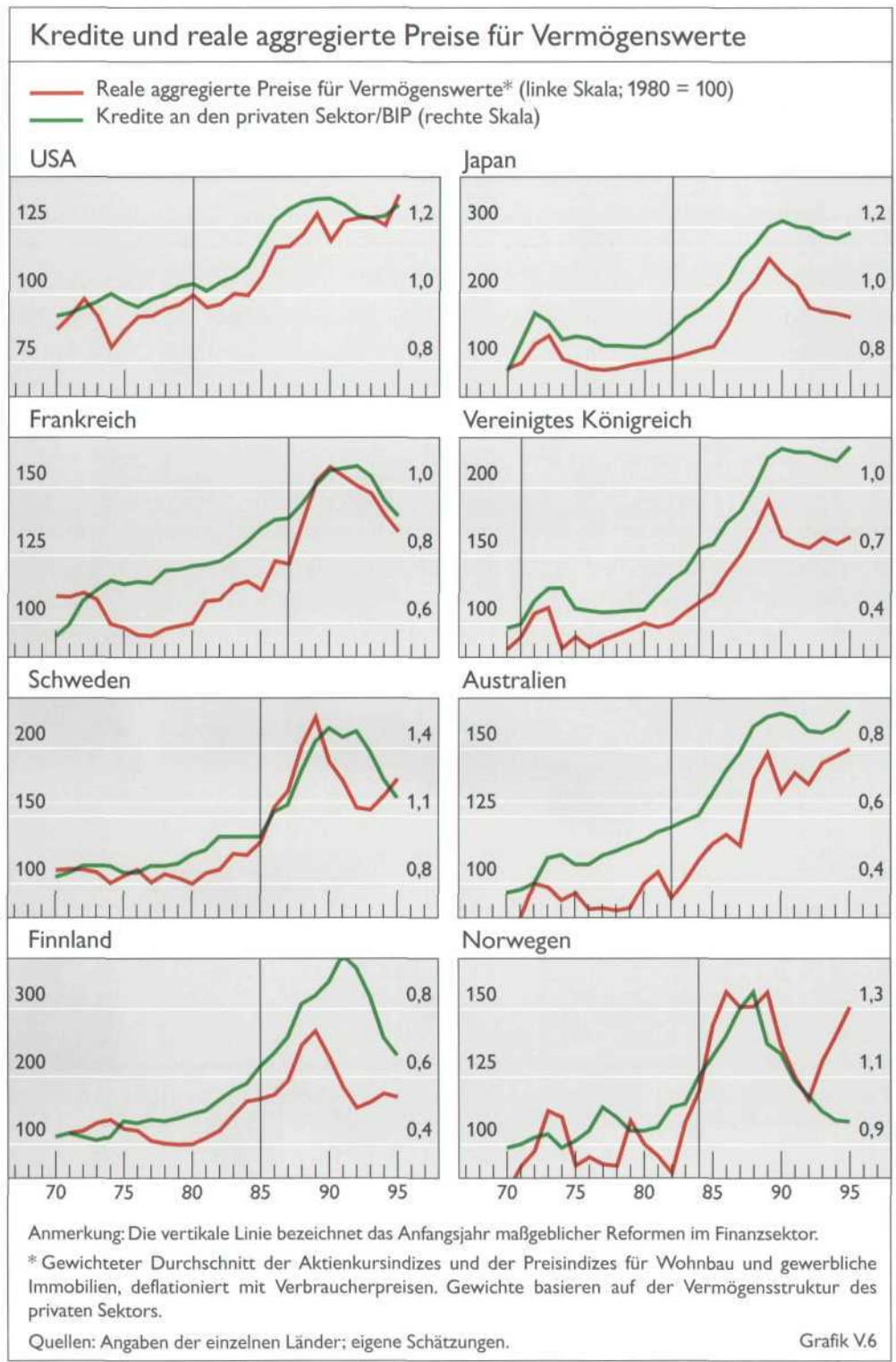
Finanzsektor müssen sich die Banken in einem zunehmend wettbewerbsintensiven Umfeld behaupten. Die Aufhebung von Beschränkungen im Bankgeschäft, bei den Zinssätzen und den Gebühren und Provisionen, der Abbau von geographischen und funktionalen Barrieren sowie der technische Fortschritt haben im Bankensektor einen noch nie dagewesenen Druck zu grundlegender Restrukturierung und Konsolidierung ausgelöst.

... Restrukturierung und Konsolidierung des Bankensektors notwendig ...

Zum Teil wurde der Umstrukturierungs- und Konsolidierungsprozeß durch kurz- und mittelfristige Bestimmungsfaktoren geprägt. So trug in den achtziger und frühen neunziger Jahren die Erweiterung der Finanzierungsmöglichkeiten der Banken infolge der Deregulierung entscheidend zu den beträchtlichen zyklischen Schwankungen der Preise für Vermögenswerte und der Kredite bei, die die gravierendsten finanziellen Anspannungen seit der ausgedehnten Instabilität in der Zeit zwischen den beiden Weltkriegen einleiteten. Kreditgeber und -nehmer, aber auch die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger mußten lernen, in dem neuen Umfeld zurechtzukommen (s. Grafik V.6 und die Ausführungen im 62. und 63. Jahresbericht). Andere Bestimmungsfaktoren des Strukturwandels im Finanzsektor wirken hingegen auf Dauer. Im Grunde sind alle Arten finanzieller Mittel zu Grenzkosten gerechnet unwiderruflich teurer geworden. Die Kosten der von Privatkunden zur Verfügung gestellten Finanzmittel haben sich erhöht, die Besicherung von Interbankfinanzierungen und von anderen im Großkundengeschäft bereitgestellten Finanzmitteln hat zugenommen, wie die rasche Entwicklung der Märkte für Wertpapierpensionsgeschäfte zeigt, und die Aktionäre, insbesondere die institutionellen Anleger, behaupten ihre Interessen gegenüber dem Management mit größerem Selbstbewußtsein. Ebenso wie diejenigen, die Finanzmittel bereitstellen, höhere Ansprüche hinsichtlich der Verzinsung ihres Kapitals stellen, achten Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden entschiedener darauf, daß die Banken ihr Geschäft auf der Grundlage einer risikoadäquaten Mindesteigenkapitalausstattung betreiben.

Es ist kaum zu erwarten, daß die dynamischen Kräfte des Strukturwandels in der Zukunft nachlassen werden. Die Deregulierung ist noch nicht vollständig abgeschlossen. In Japan und den USA dürfte die funktionale Trennung zwischen Geschäftsbank-, Wertpapier- und Versicherungsgeschäft weiter abgebaut werden. In den USA werden die noch verbliebenen Beschränkungen für die Gründung von Zweigniederlassungen im nächsten Jahr aufgehoben. In der Europäischen Union dürfte es nur noch eine Frage der Zeit sein, bis Pensionsfonds und Hypothekarkreditgeschäft die Härten des Wettbewerbs im gemeinsamen Binnenmarkt in stärkerem Maße zu spüren bekommen. Außerdem ist nicht damit zu rechnen, daß das Tempo des technischen Fortschritts und der Innovation nachlassen wird. Gerade die verschiedenen Arten elektronischer Bankdienstleistungen könnten weitreichende längerfristige Auswirkungen haben, vor allem im Privatkundengeschäft. Mit der On-line-Verfügbarkeit von Finanzdienstleistungen, einschließlich der Zahlungsverkehrsdienstleistungen, könnte sich die Struktur des Bankensektors grundlegend ändern. Die Banken sehen sich einer neuen Kategorie von potentiellen Konkurrenten gegenüber, wie etwa den Software-Anbietern und Netzwerkbetreibern, und der Wettbewerbsdruck auf die herkömmlichen Filialnetze der Banken wird sich zwangsläufig erhöhen. Die ersten „virtuellen Banken“, die ihre

... wegen Deregulierung und technischen Fortschritts



Dienstleistungen ausschließlich on-line anbieten, wurden im vergangenen Jahr in den USA eröffnet. Wesentliche Fortschritte sind auch bei der Sicherheit elektronischer Zahlungen – die elektronischen Bargeldsubstitute eingeschlossen – erzielt worden. Diese bahnbrechenden Entwicklungen auf dem Gebiet der Deregulierung und in der Technologie werden zur Folge haben, daß sich die Restrukturierung und Konsolidierung im Bankensektor noch bis weit in die Zukunft hinein fortsetzen wird.



### Besonderheiten des Restrukturierungsprozesses

Zur Beurteilung der bisherigen Restrukturierungsergebnisse dürfte es zweckmäßig sein, zunächst die Frage nach der voraussichtlichen zukünftigen Struktur des Bankensektors zu stellen. Die Zahl der Banken wird vermutlich zurückgehen und die durchschnittliche Betriebsgröße steigen. Dies dürfte den Abbau der in mehreren Segmenten des Bankensektors vorhandenen Überkapazitäten erleichtern, dem zunehmenden Wettbewerbsdruck entgegenwirken und – insbesondere im Großkundengeschäft – die kritische Betriebsgröße schaffen, die die notwendigen Infrastrukturinvestitionen möglich macht. Die Filialnetze werden schrumpfen. Zumindest auf mittlere Sicht wird die Beschäftigung sinken, und die Qualifikation der Mitarbeiter wird verbessert werden müssen. In den Ländern, in denen die Geschäftsfelder stärker eingengt waren, dürfte sich der Trend zu abnehmender Spezialisierung fortsetzen. Wahrscheinlich werden auch in traditionell nicht-gehandelten Produkten, wie etwa Bankkrediten, Märkte entstehen. Auf der Angebotsseite wird sich die Fähigkeit der Marktteilnehmer, Risiken in Risikokategorien zu zerlegen und risikoadäquate Preise festzusetzen, zweifellos verbessern und dadurch die Standardisierung finanzieller Forderungen bzw. ihre Entwicklung zur Ware („commoditisation“) fördern. Auf der Nachfrageseite wird

Restrukturierung des Bankensektors: Zahl der Bankinstitute und Konzentrationsgrad <sup>1</sup>									
Land	Anzahl der Institute						Konzentration: 5 (10) größte Institute		
	1980 <sup>2</sup>	1990	1995 <sup>3</sup>	Spitzenwert (seit 1980)			1980 <sup>4</sup>	1990	1995 <sup>5</sup>
	Anzahl			Jahr	Veränderung in % <sup>6</sup>	Anteil an den Gesamtaktiva in Prozent			
USA <sup>7</sup>	35 875	27 864	23 854	35 875	1980	-34	9 (14)	9 (15)	13 (21)
Japan	618	605	571	618	1980	- 8	25 (40)	30 (45)	27 (43)
Deutschland <sup>8</sup>	5 355	4 180	3 487	5 355	1980	-35	..	..	17 (28)
Frankreich	1 033	786	593	1 033	1984	-43	57 (69)	52 (66)	47 (63)
Italien	1 071	1 067	941	1 109	1987	-15	26 (42)	24 (39)	29 (45)
Vereinigtes Königreich	796	665	560	796	1983	-30	63 (80)	58 (79)	57 (78)
Kanada	1 671	1 307	1 030	1 671	1984	-38	..	55 (78)	65 (88)
Australien	812	481	370	812	1980	-54	62 (80)	65 (79)	67 (79)
Belgien	148	129	150	163	1992	- 8	64 (76)	58 (74)	59 (73)
Finnland	631	498	352	631	1985	-44	63 (68)	65 (69)	74 (83)
Niederlande	200	180	174	200	1980	-13	73 (81)	77 (86)	81 (89)
Norwegen	346	165	148	346	1980	-57	63 (74)	68 (79)	58 (71)
Schweden	598	498	112	598	1980	-81	64 (71)	70 (82)	86 (93)
Schweiz	478	499	415	499	1990	-17	45 (56)	45 (57)	50 (62)
Spanien <sup>9</sup>	357	327	318	378	1982	-16	38 (58)	38 (58)	49 (62)

<sup>1</sup> Institute, die das Einlagengeschäft betreiben, darunter im allgemeinen Geschäftsbanken, Sparkassen sowie verschiedene Kategorien von Genossenschaftsbanken; Japan: ohne verschiedene Arten von Kreditgenossenschaften; Kanada: ohne Treuhand- und Hypothekendarlehensgesellschaften (1994: 83 Institute). <sup>2</sup> Frankreich und Kanada: 1984; Vereinigtes Königreich: 1983; Finnland: 1985; Spanien: 1981. <sup>3</sup> Japan, Finnland, Schweden: 1994. <sup>4</sup> Frankreich: 1986; Italien: 1983; Finnland, Niederlande: 1985; Schweiz: 1987. <sup>5</sup> Japan, Vereinigtes Königreich, Belgien, Schweiz: 1994; Finnland: 1993. <sup>6</sup> Ggf. vom Spitzenwert zum aktuellsten verfügbaren Wert. <sup>7</sup> Ohne Kreditgenossenschaften: 12 067 im Jahr 1995, prozentuale Veränderung -36%. <sup>8</sup> Anzahl der Institute: nur Westdeutschland. Daten für Deutschland insgesamt: 3 784 im Jahr 1995, prozentuale Veränderung -30%. <sup>9</sup> Angaben über Konzentration nur für Geschäftsbanken und Sparkassen.

Quellen: British Bankers' Association; Building Societies' Association; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle V.8

Restrukturierung des Bankensektors: Zahl der Zweigniederlassungen <sup>1</sup>						
Land	1980 <sup>2</sup>	1990	1995 <sup>3</sup>	Spitzenwert		
	Anzahl (in 1000)			Jahr	Veränderung in % <sup>4</sup>	
USA	58,3	67,7	69,6	69,6	1994	–
Japan	18,5	24,8	25,7	25,7	1994	–
Deutschland <sup>5</sup>	39,3	39,8	37,9	40,0	1985	– 5
Frankreich	24,3	25,7	25,5	25,9	1987	– 2
Italien	12,2	17,7	23,9	23,9	1995	–
Vereinigtes Königreich	20,4	19,0	16,6	21,2	1985	–22
Kanada	8,8	8,7	9,4	9,4	1994	–
Australien	6,3	6,9	6,7	7,1	1993	– 6
Belgien	7,8	8,3	7,8	8,5	1989	– 8
Finnland	3,4	3,3	2,1	3,5	1988	–39
Niederlande	6,6	8,0	7,3	8,5	1986	–14
Norwegen	1,9	1,8	1,6	2,2	1987	–27
Schweden	3,7	3,3	2,7	3,7	1980	–27
Schweiz	3,7	4,2	3,8	4,2	1990	–10
Spanien	25,8	35,2	36,0	36,0	1995	–

<sup>1</sup> Institute, die das Einlagengeschäft betreiben; USA, Japan, Australien: ohne verschiedene Arten von Kreditgenossenschaften; Kanada: ohne Treuhand- und Hypothekendarlehensgesellschaften (1994: 908 Institute). <sup>2</sup> Frankreich und Niederlande: 1981; Australien: 1987. <sup>3</sup> USA, Japan, Vereinigtes Königreich, Kanada, Belgien, Finnland, Niederlande, Schweden, Schweiz: 1994. <sup>4</sup> Ggf. vom Spitzenwert zum aktuellsten verfügbaren Wert. <sup>5</sup> Nur Westdeutschland, ohne Beratungsstellen der Bausparkassen. Daten für Deutschland insgesamt: 48,2 im Jahr 1995, prozentuale Veränderung –2%.

Quellen: British Bankers' Association; Building Societies' Association; Angaben der einzelnen Länder.  
Tabelle V.9

die Institutionalisierung der Ersparnisbildung in dem Maße zunehmen, in dem die auf dem Kapitalumlageverfahren beruhenden nationalen Pensionssysteme unter Druck kommen. Ein wachsender Teil der Bankerträge wird daher aus dem zinsunabhängigen Geschäft resultieren (s. Tabelle V.6). Weniger klar erkennbar sind das Tempo und die Grenzen dieser Trends. Zwar werden sicherlich große und kleine Institute ebenso wie „Finanzsupermärkte“ und „Nischenanbieter“ nebeneinander bestehen, doch die genauen Konturen der zukünftigen Bankenstruktur sind äußerst ungewiß. Sogar über die Abgrenzung zwischen Finanz- und Wirtschaftsunternehmen lassen sich Fragen stellen.

Konsolidierung  
bisher uneinheitlich

Die Analyse des Restrukturierungsprozesses bestätigt die Breite und Tiefe der ihn treibenden Kräfte. Gleichzeitig wird aber auch deutlich sichtbar, daß Konsolidierung und Rationalisierung in den einzelnen Ländern und Marktsegmenten nicht einheitlich verlaufen sind. Dies ist nicht nur auf Unterschiede in den Ausgangsbedingungen zurückzuführen, sondern auch – und vielleicht in noch stärkerem Ausmaß – darauf, daß die notwendigen Anpassungsschritte auf unterschiedlich große Hindernisse stießen.

Die Statistiken zeigen bereits die allgemeine Tendenz, daß die Zahl der Institute, die das Einlagengeschäft betreiben, zurückgeht und die Betriebsgröße zunimmt (s. Tabelle V.8). Auch die Filialnetze sind in der Regel verkleinert worden; die bedeutendsten Ausnahmen stellten jene Länder dar, in denen die Beschränkungen der Filialgründung in kleineren Schritten oder erst vor kurzem aufgehoben wurden,



Restrukturierung des Bankensektors: Beschäftigte und Personalaufwand									
Land	Beschäftigte <sup>1</sup>						Personalaufwand <sup>2</sup>		
	1980 <sup>3</sup>	1990	1994 <sup>4</sup>	Spitzenwert			1980– 82 <sup>5</sup>	1986– 88	1992– 94
	Anzahl (in 1000)			Jahr	Veränderung in % <sup>6</sup>	in Prozent der Bruttoerträge			
USA <sup>7</sup>	1 900	1 979	1 891	2 136	1987	– 12	36	31	27
Japan	612	597	618	622	1993	–0,6	44	33	39
Deutschland <sup>8</sup>	533	621	658	658	1994	–	48	44	39
Frankreich	399	399	382	401	1988	– 5	47	44	44
Italien	277	324	332	333	1993	–0,3	46	48	44
Vereinigtes Königreich	324	425	368	430	1989	– 15	47	38	36
Kanada	170	211	202	211	1990	– 4	42	33	33
Australien	265	356	311	356	1990	– 13	..	..	..
Belgien	68	79	76	79	1990	– 5	41	33	34 <sup>9</sup>
Finnland	42	50	36	53	1989	– 32	43	33	24
Niederlande	113	118	112	119	1991	– 6	42	41	38
Norwegen	24	31	23	35	1987	– 34	42	35	30
Schweden	39	45	42	46	1991	– 5	29	23	22
Schweiz	84	120	112	120	1990	– 7	40	37	33
Spanien	252	252	245	256	1991	– 4	47	43	37

<sup>1</sup> Bei Instituten, die das Einlagengeschäft betreiben; USA und Japan: ohne verschiedene Arten von Kreditgenossenschaften; Kanada: ohne Treuhand- und Hypothekendarlehensgesellschaften (Beschäftigung 1995: 25 000); Australien: im Finanz- und Versicherungssektor. <sup>2</sup> Belgien, Niederlande, Schweiz: alle Banken; übrige Länder: Geschäftsbanken (OECD-Definitionen). <sup>3</sup> Frankreich: 1985; Australien, Niederlande, Schweden: 1984; Spanien: 1981. <sup>4</sup> Italien, Australien, Norwegen, Spanien: 1995. <sup>5</sup> Frankreich und Belgien: 1981/82; Kanada: 1982. <sup>6</sup> Ggf. vom Spitzenwert zum aktuellsten verfügbaren Wert. <sup>7</sup> Beschäftigungsdaten ohne Kreditgenossenschaften: 1 732 im Jahr 1994, prozentuale Veränderung –14%. <sup>8</sup> Beschäftigte: nur Westdeutschland. (Deutschland insgesamt: 728 im Jahr 1994). <sup>9</sup> 1992.

Quellen: (Personalaufwand:) OECD; (Beschäftigte:) British Bankers' Association; Building Societies' Association; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Tabelle V.10

wie in Italien, den USA und in Japan (s. Tabelle V.9). Die Zahl der Beschäftigten im Bankensektor ist praktisch überall gesunken (s. Tabelle V.10).

Diese Indikatoren lassen darauf schließen, daß die Konsolidierung am raschesten und in mancher Hinsicht auch am weitesten in denjenigen nordischen Ländern vorangeschritten ist, die in jüngerer Zeit eine Bankenkrise durchgemacht haben. Das Verhältnis des Personalaufwands zu den Bruttoerträgen – möglicherweise der am ehesten länderweise vergleichbare, wenn auch grobe Wirtschaftlichkeitsindex – ist stark gefallen und erreichte weltweit Tiefstände (s. Tabelle V.10). Aus denselben Statistiken geht hervor, daß die Restrukturierung im Großteil Kontinentaleuropas und in Japan bisher etwas hinter den englischsprachigen Ländern zurückgeblieben ist; in Japan, Deutschland und Italien gibt es beispielsweise noch keinerlei Anzeichen für einen Beschäftigungsrückgang. Zwar sind strukturelle Bestimmungsfaktoren nur sehr schwer von konjunkturellen zu trennen, doch bestätigen die Eigenkapitalrentabilität und die Aktienkursentwicklung (s. Tabelle V.7) diese Sichtweise. Das ungleiche Restrukturierungstempo ist in entscheidender Weise darauf zurückzuführen, daß die erforderlichen Kürzungen bei der Beschäftigung und den Arbeitsentgelten nicht überall gleich schnell durch-

zusetzen sind, was wiederum in erster Linie mit arbeitsrechtlichen Vereinbarungen zusammenhängt.

Gemessen an der Verringerung der Zahl der Institute, wenn auch nicht unbedingt an der der Beschäftigten, war die Konsolidierung im Sparkassen- und Genossenschaftssektor am stärksten. Diese Entwicklung war jedoch oft mit einer Verlagerung der Ressourcen zugunsten des mittleren und oberen Marktsegments verbunden, so daß dort Wettbewerbsdruck und Überkapazitäten zugenommen haben. Diese Ressourcenverschiebung wird im Vereinigten Königreich voraussichtlich besonders stark ausgeprägt sein, wo mehrere Building Societies die Rechtsform der Gesellschaft auf Gegenseitigkeit aufgeben wollen, um ihre Eigenkapitalbasis auszuweiten und ihr Geschäft zu diversifizieren. Überkapazitäten bestehen vor allem noch im Großkunden- und im internationalen Geschäft.

#### *Risiken des Restrukturierungsprozesses*

Eine entscheidende Frage ist, ob davon ausgegangen werden kann, daß die Restrukturierung reibungslos und ausreichend rasch voranschreitet. Die Phasen instabiler Verhältnisse im Finanzsystem, die die Strukturänderungen im Bankensektor begleiteten, haben deutlich gemacht, daß die Vorteile der Liberalisierung kein freies Gut sind. Es könnte erneut zu Spannungen kommen, wenn Wettbewerbsdruck und rigide Kostenstrukturen aufeinandertreffen. Die Hemmnisse, die eine reibungslose Umstrukturierung erschweren, lassen sich in zwei Gruppen einteilen: zum einen in Hindernisse, die in *jedem* Restrukturierungsprozeß auftreten können, und zum anderen in solche, die *spezifisch* für den Bankensektor gelten.

Restrukturierungen sind in jedem Wirtschaftszweig mit Problemen verbunden. Für das einzelne Unternehmen ist es nicht leicht, die richtige Kombination und Größenordnung der Geschäftsfelder festzulegen. Außerdem besteht ein inhärenter Konflikt zwischen den Zielen und Erwartungen des einzelnen Unternehmens auf der einen und den Wachstums- und Wettbewerbskräften auf der anderen Seite. Diese Kräfte setzen Grenzen für Größe und Zahl der Unternehmen, die ein Wirtschaftszweig vertragen kann, und diese Grenzen sind im allgemeinen enger, als es den Vorstellungen der einzelnen Unternehmen entspricht. Daraus resultiert beispielsweise die weitverbreitete Überzeugung, daß an den internationalen Finanzmärkten nur einige wenige sehr große Institute eine dominierende Rolle spielen werden, ebenso wie die feste Ansicht einer zu großen Anzahl von Instituten, daß sie dieser kleinen Gruppe angehören werden. Dieser Widerspruch wird oft dadurch verstärkt, daß die Unternehmensleitungen der Betriebsgröße und dem Wachstum tendenziell den Vorzug vor der Rentabilität geben. Dies behindert den Abbau unrentabler Geschäfte und den Rückzug aus bestimmten Märkten. Es erschwert die Restrukturierungsmaßnahmen, die notwendig sind, um die Vorteile abgeschlossener Fusionen und Übernahmen ausnutzen zu können. Hinzu kommen die seit langem bestehenden Hindernisse für die Kostenreduktion, die von Rigiditäten am Arbeitsmarkt bis zu breiter gelagerten sozialen und politischen Einflüssen reichen.

Mehrere für den Finanzsektor spezifische Faktoren stellen zusätzliche Fußangeln für den Restrukturierungsprozeß dar. Erstens vervielfacht sich durch die gemeinsamen Charakteristika, die alle Arten von Finanzgeschäften teilen, das

Hindernisse im Restrukturierungsprozeß ...

... besonders im Finanzsektor ...



*Potential* für die Nutzung von Synergien in Technologie, Organisation, Marketing und Information; die zunehmende Annäherung zwischen Bank- und Versicherungsgeschäft ist ein typisches Beispiel dafür. Andererseits vergrößert sich dadurch auch die Bandbreite für Fehler. Daß viele Institute den Wert der Spezialisierung wiederentdeckt haben, ist ein Zeichen dafür, daß organisationsbedingte Wirtschaftlichkeitseinbußen oft unterschätzt wurden. Zweitens erschweren die mangelhafte Transparenz des Finanzgeschäfts und die in der Regel hohe Aufsplitterung der Forderungen und Beteiligungen an einzelnen Instituten, insbesondere Banken, die Kontrolle durch Gläubiger und Aktionäre. Das Fehlen von Transparenz betrifft das traditionelle Geschäft, wie etwa die Bewertung des Kreditportefeuilles, ebenso wie neue Geschäftsfelder, beispielsweise die Beurteilung des Risikoprofils von Derivaten. Die große Aufsplitterung der Forderungen verringert den Anreiz und die Möglichkeit, die Institute fortlaufend zu beobachten und zu überwachen. Schließlich können auch staatliche Eingriffe diese Kontrolle schwächen. Direkte und indirekte staatliche Schutzmaßnahmen, die darauf abzielen, die negativen Auswirkungen schwerwiegender Störungen im Finanzsystem zu begrenzen, sind dafür ein deutliches Beispiel. In mehreren Ländern hat auch das Eigentum der öffentlichen Hand Teile des Bankensektors vor der vollen Wucht des Wettbewerbs bewahrt, während sich der Konkurrenzdruck für das private Marktsegment dadurch möglicherweise verstärkt hat.

Die Schlußfolgerung daraus ist, daß der Bankensektor wohl durch ein „Marktaustrittsproblem“ geprägt ist. Die Institute sind in geringerem Maße disziplinierenden Marktmechanismen ausgesetzt als die Unternehmen anderer Wirtschaftszweige. Dies kann die Struktur des Bankensektors so verzerren, daß Überkapazitäten dauerhaft bestehen bleiben, selbst wenn der technologische Fortschritt nicht für zusätzlichen Wettbewerbsdruck sorgen würde. Auch die Gefahr von Anspannungen im Finanzsystem kann sich auf diese Weise erhöhen.

... aufgrund „Marktaustrittsproblems“

#### *Beurteilung der Risiken*

Zieht man diese Risiken in Betracht, ergibt sich ein uneinheitliches Bild des aktuellen Restrukturierungsprozesses. Manches ist auf jeden Fall positiv zu bewerten. So hat gerade die Notwendigkeit, eine unter Berücksichtigung des Risikos angemessene Eigenkapitalrendite zu erzielen, in der Prioritätenskala der Geschäftsleitungen der Banken wieder an Stellenwert gewonnen. Typische Kennzeichen dafür sind eine kritischere Einstellung gegenüber den Vorteilen einer Ausdehnung der Geschäftsfelder und der geographischen Reichweite, ein strengeres Augenmerk auf Kostensenkung und die Rückkaufsaktionen für eigene Aktien von Banken aus den USA und dem Vereinigten Königreich. Daß nun wieder stärker auf Rentabilität Wert gelegt wird, hat sich auch in einer positiveren Beurteilung der gegenwärtigen Fusions- und Übernahmewelle durch die Rating-Agenturen und – wenn auch auf nicht ganz so breiter Front – durch die Märkte im allgemeinen niedergeschlagen (s. Tabelle V.11). Zumindest in den USA überstieg die Zahl der höheren Einstufungen der neu entstandenen Unternehmen die der Rückstufungen bei weitem. Auch war es nichts Ungewöhnliches, wenn die Aktienkurse beider an der Transaktion beteiligten Unternehmen zur Zeit der Bekanntgabe der Transaktion über dem Durchschnitt des Bankensektors lagen. Dies galt besonders bei einigen der Transaktionen, die in der Öffentlichkeit die größte Beachtung fanden (s. Grafik V.7).

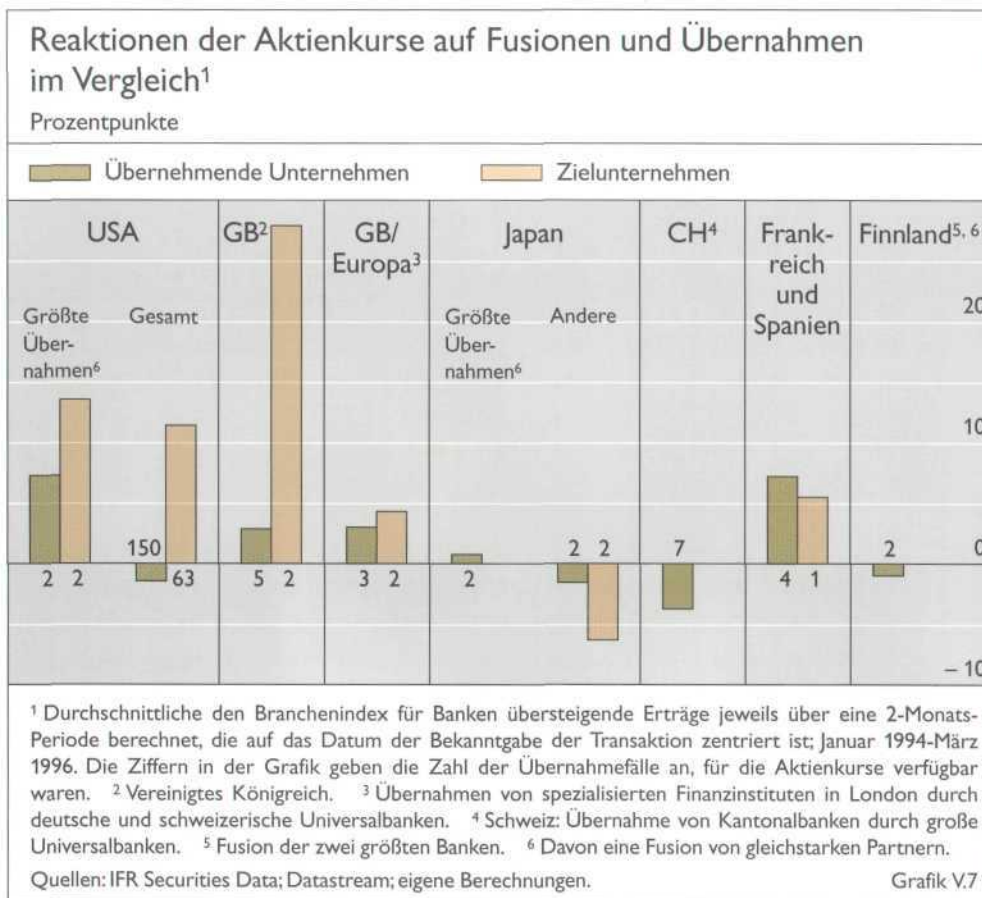
In jüngster Zeit uneinheitliches Bild

Fusionen und Übernahmen im Bankensektor <sup>1</sup>												
Land	Anzahl				Wert							
					Mrd. US-Dollar				Prozent <sup>2</sup>			
	1989/ 90	1991/ 92	1993/ 94	1995/ 96 <sup>3</sup>	1989/ 90	1991/ 92	1993/ 94	1995/ 96 <sup>3</sup>	1989/ 90	1991/ 92	1993/ 94	1995/ 96 <sup>3</sup>
USA	1 501	1 354	1 477	1 176	37,8	56,8	55,3	82,5	7,3	18,7	9,0	13,5
Japan	8	22	8	17	31,2	0,0	2,2	33,8	71,8	0,3	18,8	77,0
Deutschland	19	71	83	27	1,1	3,5	1,9	0,7	4,5	6,5	7,6	3,5
Frankreich	52	133	71	43	2,7	2,4	0,5	3,2	5,1	4,3	1,0	10,4
Italien	41	122	105	65	8,2	5,3	6,1	3,0	22,7	15,6	17,7	19,7
Vereinigtes Königreich	86	71	40	28	6,4	7,5	3,3	21,7	2,6	6,5	3,4	12,4
Kanada	13	29	31	14	0,8	0,5	1,8	0,1	1,3	1,9	4,1	0,3
Australien	23	19	20	9	2,3	0,9	1,5	2,5	4,3	3,6	5,7	5,8
Belgien	11	22	18	12	0,0	1,0	0,6	0,4	0,2	14,1	7,0	7,9
Finnland	6	51	16	4	0,4	0,9	1,0	0,8	13,9	22,3	21,7	11,3
Niederlande	12	20	13	7	10,9	0,1	0,1	0,8	56,3	0,2	0,5	9,5
Norwegen	12	23	24	2	0,4	0,1	0,2	0,4	9,2	1,2	5,7	4,4
Schweden	10	38	23	8	2,0	1,1	0,4	0,1	8,8	3,8	2,0	0,4
Schweiz	31	47	59	14	0,5	0,4	3,9	0,7	4,7	9,5	43,4	1,6
Spanien	30	76	44	26	4,0	4,3	4,5	2,1	18,5	13,5	21,5	34,1
Insgesamt	1 855	2 098	2 032	1 452	108,6	84,7	83,2	153,0	9,6	11,7	8,5	14,0
<i>Nachrichtlich: Nichtbank-Finanz- institute insgesamt</i>	2 075	2 723	3 267	2 267	99,0	63,7	122,2	90,7	8,8	8,8	12,5	8,3

<sup>1</sup> Nach dem Wirtschaftszweig des Zielunternehmens; nur abgeschlossene und eingeleitete Fusions- und Übernahmeverfahren; Zahlen am Ankündigungstag. <sup>2</sup> In Prozent der Fusionen und Übernahmen in allen Wirtschaftszweigen. <sup>3</sup> Per 4. April 1996.  
Quelle: Securities Data Company. Tabelle V.11

Ebenso gibt es aber auch berechtigte Gründe zur Vorsicht. Erstens sollte das Ausmaß der Konsolidierungserfordernisse nicht unterschätzt werden, nicht zuletzt was die Beschäftigung betrifft. Zweitens wurden die Fusionen und Übernahmen nicht einheitlich positiv beurteilt (s. Grafik V.7). In den USA lagen die Aktienkurse der übernehmenden Unternehmen sogar im Durchschnitt unter dem Index des Finanzsektors. Dies deutet auf eine Überzahlung hin, wie sie für vergangene Wellen von Fusionen und Übernahmen typisch war. Auch in anderen Ländern wurden erhöhte Risiken im Preis berücksichtigt, vor allem dann, wenn Übernahmen als Teil von Sanierungsprogrammen stattfanden, ohne daß vorher die Voraussetzungen für die erforderliche Strukturanpassung geschaffen wurden, nicht zuletzt für den Abbau von Arbeitskräften. Drittens muß eine positive Beurteilung von Fusionen und Übernahmen, wie sie sich in den Aktienkursen widerspiegelt, nicht unbedingt späteren Erfolg bedeuten. Die Erfahrung hat gezeigt, daß die Markterwartungen oft zu optimistisch gewesen waren. Viertens lehrt die Praxis, daß es allzu häufig erst zu einer Krise kommen mußte, bevor die unvermeidliche Restrukturierung in Angriff genommen wurde, wie die Ereignisse in einer Reihe von nordischen und englischsprachigen Ländern bestätigen. Es besteht die Gefahr, daß die Konsolidierung nicht schnell genug voranschreitet, um den Aufbau von Ungleichgewichten in den Ländern, wo dies am nötigsten wäre, zu verhindern. Fünftens schließlich ist es möglich, daß sogar die heilsamen Nebeneffekte einer Krise nicht lange genug





anhalten. Die Konsolidierungsbemühungen könnten ins Stocken geraten, wenn die schmerzliche Erinnerung an die jüngsten Verluste einmal verblaßt ist.

#### Herausforderungen für die Zukunft

Die wichtigste Aufgabe der Entscheidungsträger besteht in den kommenden Jahren darin, eine reibungslose Restrukturierung des Finanzsektors zu unterstützen. Darunter ist die Stärkung und Ergänzung derjenigen Marktmechanismen zu verstehen, deren regulierenden Kräften die einzelnen Institute unterliegen, gleichzeitig aber auch die Verbesserung der Vorkehrungen gegen das Systemrisiko. Viel ist in früheren Jahresberichten über die laufenden Bemühungen geschrieben worden, den aufsichtsrechtlichen Rahmen zu stärken und für zuverlässige Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme zu sorgen. Höhere Eigenkapitalanforderungen haben beispielsweise dazu beigetragen, daß sich sowohl die Geschäftsleitungen als auch die Märkte in ihrer Gesamtheit wieder vermehrt an den risikogewichteten Erträgen orientieren. Diese Arbeit wird natürlich fortgesetzt, zum Teil unter der Schirmherrschaft der BIZ (s. „Die Tätigkeit der Bank“ am Schluß des Berichts). Aus der Perspektive längerfristiger Restrukturierung verdienen jedoch auch andere Maßnahmen Berücksichtigung. Sie alle bauen darauf auf, den Marktteilnehmern die Mittel und/oder den Anreiz zu geben, Kontrolle auszuüben.

Ein möglicher Ansatz besteht in der Änderung der Eigentümerstruktur der Institute, wobei den Varianten der Vorzug gegeben wird, die auf das Wirken der Marktkräfte stärker reagieren. Die Privatisierung ist in diesem Zusammenhang von Bedeutung. Eine zweite Strategie könnte darauf zielen, die Anpassungshemmnisse

Ansätze zur Unterstützung einer reibungslosen Restrukturierung ...

am Kapital- und Arbeitsmarkt zu verringern, vor allem durch die Lockerung regulatorischer Beschränkungen im Übernahmeverfahren und durch die Reduzierung der Inflexibilität am Arbeitsmarkt. Als dritte, entscheidende Maßnahme ist dafür Sorge zu tragen, daß den Marktteilnehmern die Informationen zur Verfügung stehen, die sie zur Ausübung der Kontrolle benötigen; die Verschärfung der Publizitätsvorschriften ist unabdingbar. Ein vierter, gleichermaßen wichtiger Lösungsansatz ist die Beschränkung der staatlichen Eingriffe, die Schutz ohne angemessene Aufsicht gewähren, denn ein solcher Schutz verringert den Anreiz für die Marktteilnehmer, unvorsichtiges Verhalten zu unterlassen. Verschiedene Formen direkter und indirekter Staatsgarantien sind hierfür offensichtliche Beispiele. Schließlich bezieht sich eine Reihe von Maßnahmen darauf, Anspannungen im Finanzsystem in einer Weise zu bewältigen, die mit den gerade dargestellten Grundsätzen vereinbar ist. Hierzu gehört nicht nur, die Abschottung der Marktteilnehmer vor Verlusten aus offenen Kontrakten zu begrenzen, sondern auch die Umstrukturierung der Portefeuilles mit Maßnahmen zu unterstützen, die das Problem an der Wurzel packen. Aus diesem Blickwinkel ist der Abbau von Überkapazitäten von großer Bedeutung.

... teilweise  
realisiert ...

Auf all diesen Gebieten wurden in den letzten Jahren ohne Zweifel Fortschritte erzielt. In einigen Ländern hat die Privatisierung an Fahrt gewonnen; in Australien soll beispielsweise eine der größten Banken bis Juli 1996 voll privatisiert werden. Immer mehr Institute, insbesondere aus dem Sparkassensektor, haben ihre Rechtsform geändert, und ihre Aktien wurden an den Märkten in Umlauf gebracht. Spezielle Rigiditäten werden gleich an ihrem Ursprung angegangen: In Japan besteht etwa die Absicht, seit langer Zeit bestehende rechtliche Hemmnisse für organisatorische Umstrukturierungen im Anschluß an Fusionen und Übernahmen aufzuheben und so Rentabilitätssteigerungen zu erleichtern. Eine Reihe privater und offizieller Initiativen hatten die Verbesserung der Publizitätsbestimmungen für die Bilanzen sowie der Risikomanagement-Praktiken der Finanzinstitute zum Ziel. Der Bericht der Zentralbanken der Zehnergruppe über die Publizitätsvorschriften für Markt- und Kreditrisiken aus dem Jahr 1994 und die vom Basler Ausschuß für Bankenaufsicht und der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) herausgegebenen Richtlinien vom November 1995 sind wichtige Beispiele. Die Einlagensicherungseinrichtungen sind einer genaueren Prüfung unterzogen worden, wie der Übergang zu risikobezogenen Prämien in den USA im Jahr 1993 deutlich zeigt. Allgemein wollen die Zentralbanken erreichen, daß die Banken mehr Verantwortung für das Management von Liquiditäts- und Kreditrisiken in den Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen übernehmen. In einigen Fällen weitverbreiteter Anspannungen im Finanzsystem haben die Verantwortlichen überdies die Rationalisierung des Bankensektors unterstützt, insbesondere in einigen nordischen Ländern.

Trotzdem muß noch einiges getan werden. In einer Reihe von Ländern, wie in Italien, sind die Privatisierungsbemühungen ins Stocken geraten. Regulatorische und andere, weniger transparente Hemmnisse für feindliche Übernahmen im Bankensektor – vor allem grenzüberschreitende – verdienen größeres Augenmerk. Maßnahmen zur Publizitätsverbesserung werden noch immer durch Kontroversen über den Umfang und die Art der zu veröffentlichenden Informationen, die Sanktionsmöglichkeiten und die damit verbundenen Kosten behindert.

... doch weitere  
Maßnahmen  
notwendig



Wesentliche Fortschritte wären noch hinsichtlich der Vergleichbarkeit der Rechnungslegungssysteme möglich; dies ist ein Thema von zunehmender Bedeutung an den Weltmärkten. Außerdem besteht bei weitem keine Klarheit darüber, ob die Art, wie Anspannungen im Finanzsystem bewältigt wurden, immer vollkommen vereinbar war mit der Notwendigkeit, Strukturanpassungen zu unterstützen. Manchmal erfolgten die Maßnahmen mit Verzögerung, und in etlichen Fällen wurde der Abbau von Überkapazitäten bisher nicht mit ausreichender Konsequenz und unter gebührender Berücksichtigung der Wettbewerbsgleichheit zwischen dem privaten und dem öffentlichen Sektor verfolgt.

Für eine abschließende Beurteilung des derzeitigen Restrukturierungsprozesses ist es noch zu früh. Deutlich wird jedoch bereits jetzt: Wie die Marktteilnehmer und die politisch Verantwortlichen mit den Entwicklungen umgehen, die durch Deregulierung und technischen Fortschritt in Gang gesetzt wurden, entscheidet nicht nur über den Erfolg oder das Scheitern einzelner, sondern auch über den Nutzen des Restrukturierungsprozesses für die Gesellschaft als Ganzes. In jüngster Zeit hat sich eine der ursprünglichen Erwartungen erfüllt, nämlich eine effizientere und kundengerechtere Bereitstellung der Finanzdienstleistungen an den Endverbraucher. Zugleich sind aber auch die potentiellen Kosten deutlich sichtbar geworden. Risikobewußtsein und die Erkenntnis, daß sich die Interessen der Marktteilnehmer und der Verantwortlichen im Grunde decken, sind der Schlüssel für die Bewältigung der bevorstehenden Aufgaben.

## VI. Wechselkurse und Kapitalverkehr in den Industrieländern

### Schwerpunkte

Anfang 1995 sank der US-Dollar gegenüber dem japanischen Yen und der D-Mark auf historische Tiefs, und die meisten europäischen Währungen stießen an ihren Rekordtiefstand gegenüber der D-Mark. Gleichzeitig deuteten die Preise für Währungsoptionen auf außerordentlich breit gestreute Wechselkurserwartungen hin. Dabei wurde eher mit weiteren starken Abwertungen sowohl des Dollars gegenüber dem Yen und der D-Mark als auch einiger europäischer Währungen gegenüber der D-Mark gerechnet als mit kräftigen Aufwertungen. Im Verlauf der folgenden zwölf Monate entfernten sich die Wechselkurse von den extremen Niveaus. Auch die Wechselkurserwartungen fanden wieder Orientierung und Balance.

Diese Entwicklungen vollzogen sich alle vor dem Hintergrund eines lebhaften weltweiten Handelswachstums an den Devisenmärkten, wie es die traditionelle Erhebung der Zentralbanken 1995 belegt. Die Ergebnisse der Erhebung wiesen auf einen stabilen Anteil des Dollars am gesamten Handel und auf eine zunehmende Bedeutung derivativer Instrumente am Devisenmarkt hin. Wegen dieser wachsenden Bedeutung der Derivate und der vermehrten Beachtung ihrer Auswirkungen auf die Entwicklungen der Wechselkurse werden in diesem Kapitel die traditionellen Indikatoren durch Informationen ergänzt, die von den Optionsmärkten gewonnen wurden. Somit wird eine umfassendere Analyse der Wechselkursbewegungen in den 16 Monaten bis April 1996 ermöglicht. Die Zuverlässigkeit dieser Informationen hängt natürlich von der Gültigkeit der Annahmen ab, von denen bei der Ableitung der Informationen aus den Marktpreisen ausgegangen wurde.

Die Kapitalströme und das Wirtschaftswachstum in den betreffenden Ländern bieten eine gewisse Erklärung für die Entwicklung des Dollars gegenüber dem Yen und der D-Mark im vergangenen Jahr. Anfang 1995 erhöhte sich der Wert des Yen gegenüber dem Dollar, weil die Kapitalabflüsse aus Japan versiegteten. Der Dollar schwächte sich gegenüber dem Yen und der D-Mark außerdem ab, weil die Marktteilnehmer eine Verlangsamung des US-Wirtschaftswachstums wahrnahmen, was zu einem bemerkenswerten Rückgang der Terminalsätze am US-Geldmarkt führte. Senkungen der Notenbankzinsen in Deutschland und Japan Ende März bzw. Mitte April 1995, zu denen im Falle Japans ein weiteres Nachgeben der Zinssätze im Interbankgeschäft hinzukam, trugen dazu bei, den Kursrutsch des Dollars zu bremsen.

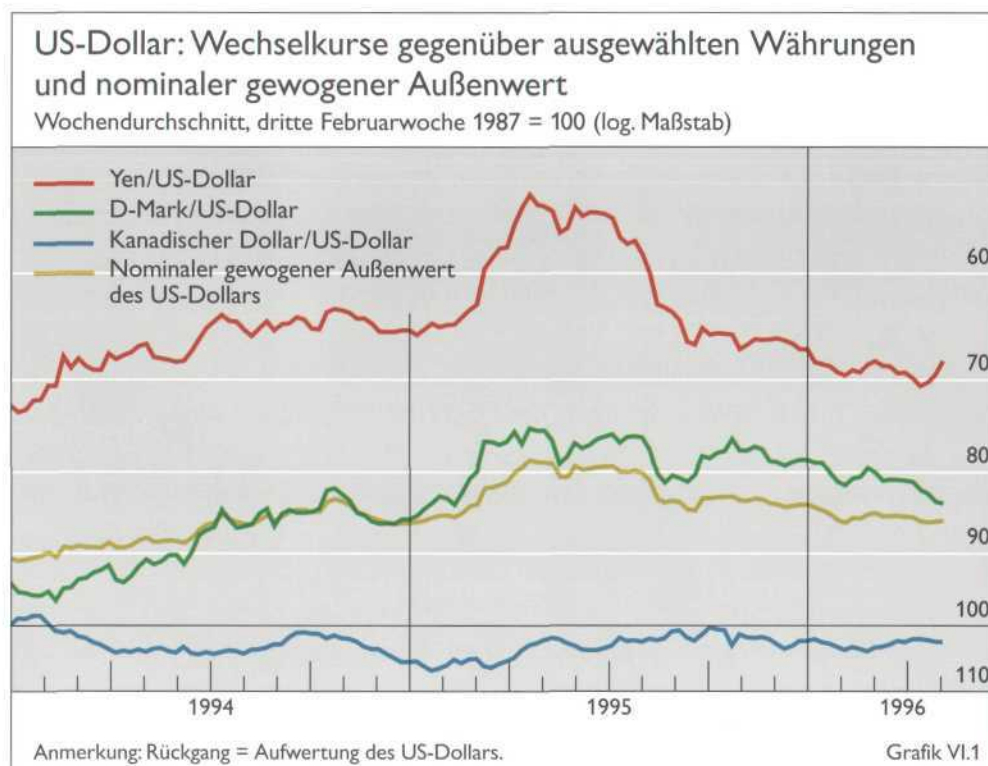
Der Dollar erholte sich gegenüber dem Yen, als sich die Kapitalabflüsse aus Japan vorübergehend belebten, und stieg dann nochmals, als die japanischen Währungsbehörden den Diskontsatz weiter auf ½% zurücknahmen. Gegenüber der D-Mark profitierte der Dollar von den zunehmenden Zweifeln an der Dynamik



des Wachstums in Europa, die zu einer Reihe von Senkungen der deutschen Notenbankzinsen führten. Trotz wirtschaftspolitischer Maßnahmen zur Förderung von Kapitalexporten verkauften die japanischen Finanzinstitute im Herbst US-Anleihen in großem Umfang, und an ihrer Stelle hielten nun offensichtlich Spekulanten aus den USA Forderungen in Dollar gegen Verbindlichkeiten in Yen. Anzeichen eines japanischen Nachfragewachstums Anfang 1996 ließen Fragen hinsichtlich der Dauerhaftigkeit der niedrigen Zinssätze in Japan und der spekulationsbedingten Rückschleusung des japanischen Leistungsbilanzüberschusses aufkommen. Ein erneuter Aufwärtsdruck auf den Yen führte im Februar und Anfang März zu kräftigen Interventionen der Bank of Japan.

Die Ungewißheit der Marktteilnehmer in der Berichtsperiode über die künftigen Wechselkurse wie auch die Erwartungen über die Richtung großer Wechselkursbewegungen folgten im allgemeinen der Kursentwicklung am Kassamarkt. Im Prinzip nimmt die Unsicherheit über die künftigen Wechselkurse zu, wenn sich ein Wechselkurs aus seiner jüngsten Handelsbandbreite herausbewegt, und zwar vor allem dann, wenn er in neue Bereiche vordringt. So herrschte Anfang 1995 äußerste Unsicherheit, als der Dollar seine historischen Tiefstände durchbrach; in den darauffolgenden 12 Monaten ließ die Unsicherheit nach, als die Wechselkurse auf ein vertrautes Niveau zurückkehrten. In gleicher Weise orientieren sich die Erwartungen großer Wechselkursänderungen zumeist an den Entwicklungen am Kassamarkt, und so wich die erhöhte Befürchtung einer weiteren deutlichen Abwertung des Dollars Anfang 1995 einer ausgewogeneren Einschätzung, als sich der Dollar anschließend erholte.

Infolge der umfangreichen Interventionen der japanischen Währungsbehörden zur Stützung des Dollars und wiederauflebender Kapitalzuflüsse in Entwicklungsländer nahmen die Währungsreserven 1995 weltweit beträchtlich zu.



Die Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits und die Rückschleusung des japanischen Leistungsbilanzüberschusses gingen zum größten Teil auf offizielle Kapitalbewegungen zurück. Dollarbestände spielten bei den Währungsreserven weiterhin eine wichtige Rolle. Oft wird die Ansicht vertreten, daß der Anteil des Dollars an den Währungsreserven unhaltbar hoch sei und daß der Dollar daher erheblich an Wert verlieren könnte. Wegen der weiten Verbreitung dieser Auffassung ist es angebracht, den Wert des Dollars anhand seiner fundamentalen Bestimmungsfaktoren zu beurteilen. Maßzahlen, die sich auf Kaufkraftparitäten, die Auswirkungen von Leistungsbilanzungleichgewichten auf die Wechselkurse oder auf einen Portfolioansatz stützen, bestätigen nicht die Auffassung, daß der Dollar überbewertet sei.

Parallel zur Befestigung des Dollars erholten sich die meisten europäischen Währungen gegenüber der D-Mark. Zusätzlich profitierten einige von ihnen von einer spürbaren Vergrößerung des Abstands der kurzfristigen Zinssätze gegenüber Deutschland und von einer Straffung der Finanzpolitik. Anders als sonst bei einer Festigung des Dollars verlor der Schweizer Franken gegenüber der D-Mark nicht an Wert, und das Pfund Sterling erholte sich nicht, was Bedenken der Anleger bezüglich der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion bzw. politischer Unsicherheiten widerzuspiegeln schien.

Die Abschwächung des Yen und der D-Mark gegenüber den historischen Höchstständen weist möglicherweise auf eine Beruhigung der Situation an den Devisenmärkten hin. Einige Faktoren könnten diese Ruhe jedoch stören. Problematisch bleibt der Beitrag der privaten Investoren zur Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits. Darüber hinaus deuten die Ereignisse im Jahr 1995 darauf hin, daß jede unvorhergesehene plötzliche Änderung der Marktmeinung bezüglich der innereuropäischen Wechselkurse auch auf andere Währungen ausstrahlen könnte.

## Die Devisenmarkterhebung 1995

Im April 1995 führten die Zentralbanken und Währungsbehörden von 26 Ländern zum vierten Mal die alle drei Jahre stattfindende Erhebung über Devisengeschäfte durch. Dabei wurden 2 414 Geschäftsbanken, Investmenthäuser und andere Finanzinstitute gebeten, Umsatzzahlen über alle Kassageschäfte, Devisentermingeschäfte und Devisenswaps zu übermitteln, die in dem Monat abgeschlossen wurden, und dabei die Art des Geschäfts, die Gegenpartei und die Währung anzugeben.

Der weltweite *tägliche* Umsatz an den Devisenmärkten betrug im April 1995 durchschnittlich \$ 1 190 Mrd. (s. Tabelle VI.1) und übertraf damit den Stand von 1992, legt man konstante Wechselkurse zugrunde, um rund 30%. Das besonders starke Wachstum der kurzfristigen Devisenswaps unterstreicht die Rolle der Devisenmärkte bei der Übertragung von Liquidität von einer Währung in eine andere. So kann eine japanische Bank, die in Yen liquide ist, aber Dollar benötigt, um ihre Dollar-Vermögenswerte zu finanzieren, ein Swapgeschäft durchführen, indem sie Dollar gegen Yen kauft und vereinbart, nach einer Woche einen Rücktausch vorzunehmen.

Der Dollar wahrte seine herausragende Stellung, gefolgt von der D-Mark und dem Yen. Unter den Währungspaaren behielt der DM/Dollar-Handel den größten

Gemäß der  
vierten 3-Jahres-  
Erhebung ...

... Tagesumsatz  
\$ 1,2 Bio. bei  
starkem  
Swapwachstum



Marktanteil, gefolgt von Yen/Dollar-Geschäften. Im Zuge der Erweiterung der Bandbreiten im europäischen Wechselkursverbund seit 1993 hat die Bedeutung des Dollars im europäischen Devisenhandel zugenommen. An den europäischen Finanzplätzen legte der Dollar im Handel gegen die jeweilige inländische Währung im Zeitraum 1992–95 stärker zu als die D-Mark. In London und Mailand ging der Handel der Inlandswährung gegen D-Mark in Dollar gerechnet zurück. Die Marktanteilsgewinne des Dollars in Europa spiegeln, wie unten beschrieben, eine erhöhte

In Europa gewinnt der Dollar an Bedeutung ...

Außerbörsliche Devisengeschäfte					
	1989	1992	1995	Veränderung 1989–92 in %	Veränderung 1992–95 in %
Umsatz nach Transaktionsarten <sup>1, 2</sup>					
Tagesdurchschnitt, Mrd. US-Dollar					
Weltweiter Umsatz, geschätzt	590	820	1190	39	45
Kassageschäfte	350 (59)	400 (49)	520 (44)	14	30
Devisentermingeschäfte	28 (5)	64 (8)	101 (8)	129	58
Devisenswaps	212 (36)	356 (43)	569 (48)	68	60
<i>Nachrichtlich:</i>					
Futures	2	5	6	150	20
Optionen	16 <sup>3</sup>	38	42	138	11
Anteil nach Währungen <sup>4</sup>					
US-Dollar	90	82	84	-8	2
darunter: D-Mark/Dollar		26	23		-3
Yen/Dollar		19	21		2
D-Mark	27	40	37	13	-3
Yen	27	22	24	-5	2
<i>Nachrichtlich:</i>					
<i>Anteil der Geschäfte mit der Inlandswährung</i>					
<i>Handelsplätze in den Ländern des EWS-Mechanismus:<sup>5</sup></i>					
Gegen US-Dollar		53	61		8
Gegen D-Mark		35	31		-4
<i>London und Mailand:</i>					
Gegen US-Dollar		70	72		2
Gegen D-Mark		23	20		-3
Umsatz nach Orten <sup>2, 6</sup>					
Tagesdurchschnitt, Mrd. US-Dollar					
London	184 (26)	290 (27)	464 (30)	58	60
New York	115 (16)	167 (16)	244 (16)	45	46
Tokio	111 (15)	120 (11)	161 (10)	8	34

<sup>1</sup> Bereinigt um inländische und grenzüberschreitende Doppelzählungen sowie um geschätzte Erfassungslücken. <sup>2</sup> In Klammern: Anteile in Prozent. <sup>3</sup> Geschätzt. <sup>4</sup> In Prozent des Umsatzes an den Devisenmärkten, bereinigt um inländische Doppelzählungen. Wird nur eine Währung des Geschäfts angegeben, summieren sich die Anteile auf 200%. Anteile für 1989 geschätzt aus den Bruttodaten. Veränderungen dargestellt in Prozentpunkten. <sup>5</sup> Brüssel, Kopenhagen, Paris, Dublin, Luxemburg, Amsterdam, Madrid, Lissabon; ohne Frankfurt. <sup>6</sup> Bereinigt um inländische Doppelzählungen. Tabelle VI.1

... und London  
vergrößert Markt-  
anteile

Optionsprämien:  
\$ 1,4 Mrd. täglich

Sensitivität der innereuropäischen Wechselkurse gegenüber dem DM/Dollar-Wechselkurs wider. London nahm Tokio erneut Marktanteile ab. Das langsamere Umsatzwachstum in Tokio ist dem Rückzug japanischer Institute von den ausländischen Wertpapiermärkten in den neunziger Jahren zuzuschreiben.

Im April 1995 belief sich der Nominalbetrag der überwiegend außerbörslich gehandelten Währungsoptionen auf \$ 42 Mrd. pro Tag. Optionshändler und ihre Kunden zahlten und erhielten beträchtliche Prämien, die sich auf \$ 1,4 Mrd. pro Tag beliefen.

## US-Dollar, Yen und D-Mark

Würden die Veränderungen der Nettohandelsströme den Schlüssel zum Verständnis der Wechselkurse liefern, dann hätte 1995 für die Devisenmärkte ein genauso ruhiges Jahr wie 1994 gewesen sein müssen. Die Leistungsbilanz als umfassendste Meßgröße für die Nettotransaktionen von Gütern, Dienstleistungen sowie staatlichen und privaten Transferzahlungen ergab für die USA weiterhin ein hohes Defizit von etwa \$ 150 Mrd. (s. Tabelle VI.2), gemessen an der US-Wirtschaftstätigkeit war das Defizit jedoch rückläufig. Der japanische Leistungsbilanzüberschuß ging von rund \$ 130 Mrd. auf etwa \$ 110 Mrd. zurück. Das deutsche Defizit verringerte sich, während sich der Leistungsbilanzüberschuß der gesamten Europäischen Union (ohne Binnenhandel) auf \$ 40–50 Mrd. ausweitete. Folglich erforderten die zugrundeliegenden Handelsströme kaum eine zusätzliche Nettofinanzierung.

### *Kapitalverkehr und Yen*

Rückzug der  
japanischen  
Anleger in den  
neunziger Jahren

Bei dem beträchtlichen Leistungsbilanzdefizit der USA und dem hohen Leistungsbilanzüberschuß Japans stellt sich natürlich die Frage nach der Bereitschaft des privaten Sektors in Japan, Vermögenswerte in anderen Währungen als Yen, vor allem in Dollar, zu erwerben. Mehrere Faktoren wirkten hier in den neunziger Jahren kontraktiv. Nicht nur die bislang enttäuschenden Erträge von Auslandsinvestitionen, sondern auch die Halbierung der Aktienkurse und Grundstückspreise in diesem Jahrzehnt verringerten die Bereitschaft der japanischen Finanzinstitute, Wechselkursrisiken zu tragen. Die Lebensversicherungsgesellschaften, die größte Gruppe institutioneller Anleger in Japan, reduzierten den Anteil der Auslandsaktiva in ihren Portefeuilles von etwa 15% im Jahr 1989 auf ungefähr 7% im Jahr 1994. Weltweit betrachtet, haben seit 1990 nur die japanischen Anleger ihre Auslandsgeschäfte mit Wertpapieren zurückgeschraubt (s. Tabelle VI.3).

Die japanischen Finanzinstitute wurden Anfang 1995, zum Ende ihres Geschäftsjahres, besonders vorsichtig bezüglich der Wechselkursrisiken in ihren Portefeuilles. Wegen der geringen Käufe ausländischer Wertpapiere durch japanische Investoren im ersten Quartal übertraf der Erwerb japanischer Wertpapiere durch ausländische Anleger die japanischen Anlagen in ausländischen Wertpapieren sogar um \$ 10 Mrd.

Vor diesem Hintergrund festigte sich der Yen gegenüber dem Dollar im ersten Vierteljahr von etwa ¥ 100 auf knapp über ¥ 86. Japanische Exportunternehmen, die sich – mit Hilfe von Knock-out-Optionen – nur innerhalb bestimmter Grenzen gegen eine Yen-Aufwertung abgesichert hatten, verkauften überstürzt Dollar, als



Zahlungsbilanzen der USA, Japans und Deutschlands									
	1991	1992	1993	1994	1995				
					Jahr	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Mrd. US-Dollar									
<b>USA</b>									
Leistungsbilanz	- 7,4	- 61,5	- 99,9	-151,2	-152,9	-38,5	-43,1	-40,3	-31,1
Kapitalverkehrsbilanz <sup>1</sup>	-14,4	19,4	30,9	108,7	54,0	21,3	8,5	2,9	21,3
darunter:									
Direktinvestitionen	- 9,4	- 25,0	- 31,5	0,1	- 22,2	- 6,3	- 5,8	6,9	-17,0
Portfolioinvestitionen <sup>2</sup>	8,3	20,3	- 37,9	42,6	99,9	39,2	29,1	34,2	- 2,6
Bankkredite	3,4	36,4	50,8	115,3	- 39,1	-29,8	-27,7	- 6,9	25,4
Restposten	-28,9	- 26,4	36,0	- 14,3	6,7	12,9	18,8	-41,7	16,6
Veränderung der Nettowährungsreserven <sup>3,4</sup>	21,8	42,2	69,1	42,5	98,9	17,1	34,6	37,4	9,8
<b>Japan</b>									
Leistungsbilanz	72,9	117,6	131,4	129,1	110,6	28,8	30,9	29,6	22,4
Kapitalverkehrsbilanz <sup>1</sup>	-90,0	-118,9	-108,0	-131,4	- 75,1	- 5,0	-25,5	- 9,9	-35,8
darunter:									
Direktinvestitionen	-29,4	- 14,5	- 13,6	- 17,1	- 22,2	- 5,7	- 6,0	- 3,0	- 7,5
Portfolioinvestitionen <sup>2</sup>	41,0	- 26,2	- 62,7	- 48,9	- 52,2	10,1	-42,4	- 8,6	-11,2
Bankkredite	-93,5	- 73,0	- 15,0	- 22,7	- 79,4	-50,5	7,7	-13,3	-23,3
Restposten	- 7,8	- 10,5	- 0,3	- 17,8	14,1	13,5	5,2	- 9,9	5,3
Veränderung der Nettowährungsreserven <sup>3</sup>	17,1	1,4	- 23,5	2,3	- 35,5	-23,8	- 5,4	-19,7	13,4
<b>Deutschland</b>									
Leistungsbilanz	-19,1	- 21,5	- 16,1	- 21,9	- 17,3	- 1,9	- 4,3	- 4,2	- 8,3
Kapitalverkehrsbilanz <sup>1</sup>	18,8	68,9	- 6,0	29,4	29,7	7,2	9,1	6,0	8,7
darunter:									
Direktinvestitionen	-19,6	- 17,0	- 13,5	- 15,9	- 26,0	- 6,6	- 9,7	- 2,6	- 6,9
Portfolioinvestitionen	24,4	32,6	109,9	- 25,4	29,5	3,7	15,6	6,5	3,7
Bankkredite	8,3	51,7	- 53,0	84,1	29,1	32,5	2,7	1,7	- 7,8
Restposten	7,8	5,9	- 14,4	- 6,2	- 7,9	-15,4	6,0	0,0	1,4
Veränderung der Nettowährungsreserven <sup>3</sup>	0,3	- 47,4	22,1	- 7,6	- 12,3	- 5,3	- 4,8	- 1,8	- 0,4

Anmerkung: Quartalszahlen der Leistungsbilanz sind saisonbereinigt.  
<sup>1</sup> Definiert als: - (Leistungsbilanzsaldo + Veränderung der Nettowährungsreserven); Minuszeichen: Kapitalabfluß. <sup>2</sup> Nur Anleihen und Aktien. <sup>3</sup> Veränderung der Gold- und Devisenreserven abzüglich der Veränderung der Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden. Minuszeichen: Zunahme der Nettowährungsreserven. <sup>4</sup> Einschl. US-Staatspapiere im Besitz von ausländischen Währungsbehörden.  
Quelle: Angaben der einzelnen Länder. Tabelle VI.2

diese Grenzen durchbrochen wurden. Auch nichtjapanische Yen-Schuldner suchten ihr mutmaßliches Verlustrisiko zu begrenzen, was zur Stärke des Yen beitrug. Im neuen Geschäftsjahr, das im April begann, nahmen die japanischen Finanzinstitute die Käufe von Vermögenswerten in Fremdwährung – im Unterschied zu ausländischen Vermögenswerten – zunächst nicht wieder auf. Diese Zurückhaltung läßt sich vielleicht am ehesten an den Käufen privater japanischer Anleger in den USA messen (s. Grafik VI.2), weil die japanischen Anleger einen Großteil ihrer europäischen Wertpapierkäufe jüngst auf Euro-Yen-Anleihen konzentrierten, die für sie kein Wechselkursrisiko mit sich bringen (s. Kapitel VIII). Da die japanischen Anleger mit

Absicherung japanischer Exporteure und Anleger gegen Währungsrisiken Anfang 1995

Yen erreicht historischen Höchststand ...

... ebenso Volatilität ...

... und Risk Reversals

ihren langfristigen Engagements am inländischen Markt blieben, gewann der Yen gegenüber dem Dollar kräftig an Wert und erreichte am 19. April einen historischen Höchststand von ¥ 79,75.

Gleichzeitig erreichten auch die Optionspreise extreme Werte. Die 1monatigen impliziten Volatilitäten für nahe am Geld befindliche Optionskontrakte schraubten sich auf Rekordniveaus hoch (s. Grafik VI.3), was darauf hindeutet, daß die Marktteilnehmer außergewöhnlich unsicher waren, wie der Wechselkurs in einem Monat sein würde. Diese Episode verdeutlicht, daß die Marktteilnehmer sehr unsicher bezüglich der Entwicklungen des Wechselkurses in der näheren Zukunft werden, wenn der Wechselkurs die Grenzen durchbricht, in denen er zuletzt gehandelt wurde, und zwar speziell dann, wenn er in ganz neue Bereiche vordringt. Darüber hinaus weitete sich das sogenannte Risk Reversal (d.h. die Preisdifferenz zwischen gleich weit aus dem Geld liegenden Kauf- bzw. Verkaufsoptionen auf den Yen/US-Dollar-Wechselkurs) deutlich aus, da sich die Marktteilnehmer massiv gegen einen weiteren Höhenflug des Yen absicherten. Beispielsweise waren japanische Exportunternehmen, die ihre Erlöse in Dollar erhalten und deren Kosten in Yen entstehen, Anfang April bereit, Rekordprämien zu zahlen, um einen Teil ihrer möglichen Gewinne im Falle einer Dollarerholung zur Absicherung gegen einen weiteren Dollarsturz zu verwenden. Diese extreme Erwartung einer Yen-Aufwertung, die sich in den Risk Reversals zeigt, läßt sich noch weiter quantifizieren. Wegen ihres vorausschauenden und von Risikoeinschätzungen abhängigen Charakters läßt sich an den Optionspreisen über ein Spektrum von Wechselkursen ablesen, welche Wahrscheinlichkeiten die Marktteilnehmer – unter der Annahme der Risikoneutralität – den einen Monat später möglichen Wechselkursen zuordneten. Vor allem am 19. April 1995, als der Terminkurs knapp über ¥ 80 je Dollar lag, schrieben die Marktteilnehmer einer Aufwertung des Yen um mindestens 5 Yen mit 12,2% eine größere Wahrscheinlichkeit zu als einer gleich großen Abwertung (10,6%; s. Grafik VI.4). Zwar erscheint dieser Unterschied von 1,6 Prozentpunkten für die Wahrscheinlichkeiten, die beträchtlichen gegenläufigen Wechselkursveränderungen zugeordnet werden, gering, doch ist er für den Yen/Dollar-Kurs recht groß, denn in den vier Jahren, für die Daten verfügbar sind, wurde er nicht überschritten.

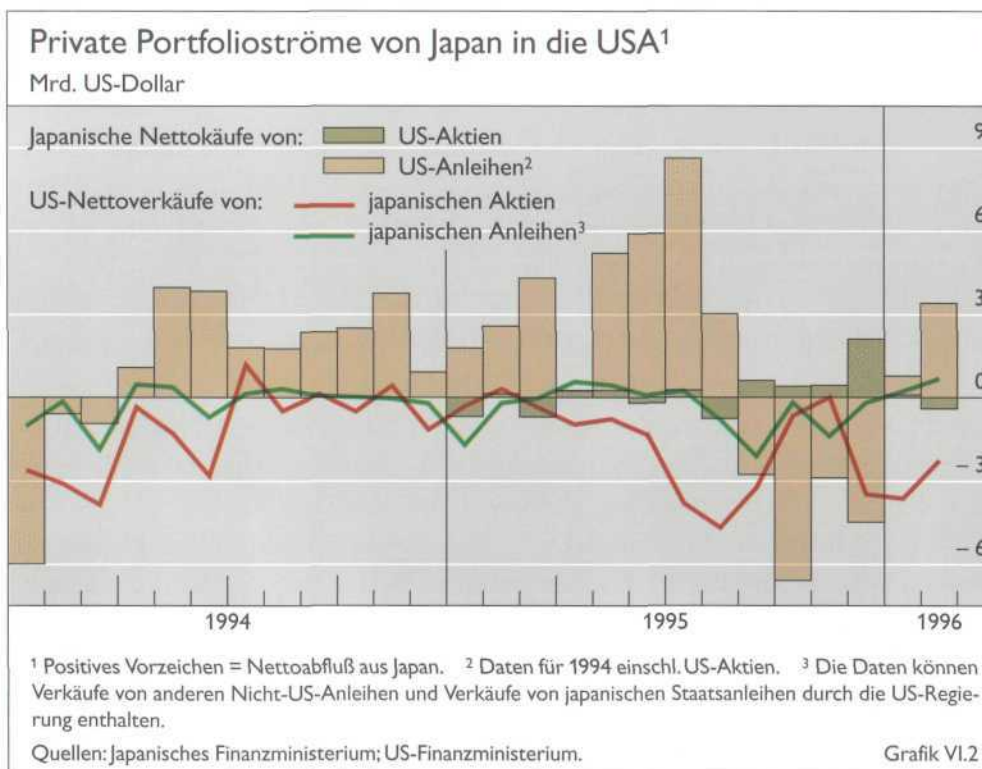
Yen-Höhenflug gebremst

Am 14. April senkte die Bank of Japan ihren Diskontsatz von 1¾% auf 1%, und am 14. und 17. April führte sie die Interbanksätze nach unten. Am 25. April

Internationale Anleihe- und Aktientransaktionen*								
	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995
	in Prozent des BIP							
USA	9,0	35,1	89,0	95,6	106,6	128,8	131,1	135,5
Japan	7,7	63,0	120,0	91,9	71,8	77,8	60,0	65,7
Deutschland	7,5	33,4	57,3	55,6	85,2	170,8	159,3	168,3
Frankreich		21,4	53,6	78,7	121,8	186,8	201,4	178,2
Italien	1,1	4,0	26,6	60,3	92,1	191,9	206,8	250,9
Kanada	9,6	26,7	64,4	81,3	113,2	152,9	209,7	192,0

\* Bruttowertpapierkäufe und -verkäufe zwischen Gebietsansässigen und Gebietsfremden.  
Quelle: Angaben der einzelnen Länder. Tabelle VI.3





forderten die Finanzminister und Notenbankpräsidenten der Siebenergruppe eine „ohne wesentliche Störung der Märkte verlaufende Umkehr“ der jüngsten Wechselkursbewegungen. Daraufhin begann sich der Yen/Dollar-Kurs im unteren Achtziger-Bereich zu stabilisieren. Im Mai nahmen die japanischen Anleger ihre umfangreichen Anleihekäufe in den USA wieder auf, und im Juni verstärkten sich die Käufe noch mehr (s. Grafik VI.2). Der Wechselkurs blieb jedoch, abgesehen von einem kurzen Ausflug in den oberen Achtziger-Bereich im Mai, noch den ganzen Juni hindurch im unteren Achtziger-Bereich, und das Abkommen zwischen den USA und Japan über den Kraftfahrzeughandel stützte den Dollar nur kurzzeitig.

Wie Grafik VI.3 zeigt, schien der Preis der Risk Reversals Anfang 1995 im allgemeinen die Entwicklungen der zugrundeliegenden Devisenkassamärkte nachvollzogen zu haben. Mit der Befestigung des Yen wurden Optionen zur Absicherung gegen eine weitere kräftige Aufwertung des Yen teurer als Optionen zum Schutz vor einem plötzlichen und kräftigen Wertverlust des Yen. Diese Optionspreise deuten darauf hin, daß die Marktteilnehmer in ihren Erwartungen die Kassamarktentwicklung extrapolierten. Im vergangenen Sommer schienen jedoch die Entwicklungen der Dollar/Yen-Optionsmärkte die Ereignisse am Kassamarkt vorwegzunehmen, statt ihnen zu folgen. Gegen Ende Juni begann der Preis der Risk Reversals in Richtung null zu sinken. Nachdem sich die Marktteilnehmer an die Handelsbereiche in den unteren Achtzigern gewöhnt hatten, war es keine Überraschung, daß das ungute Gefühl, daß es zu einer weiteren erheblichen Dollarabwertung kommen könnte, ausgeglicheneren Erwartungen Platz machte.

Die Abwärtsbewegung des Preises der Risk Reversals im Juli war darauf zurückzuführen, daß Spekulationsfonds in massivem Umfang Positionen auf eine nachhaltige Kurserholung des Dollars in den folgenden 6–12 Monaten eingingen. Durch Optionsgeschäfte begrenzten diese Käufer mögliche Verluste auf die Höhe

Optionspreise orientieren sich an Kassakursen ...

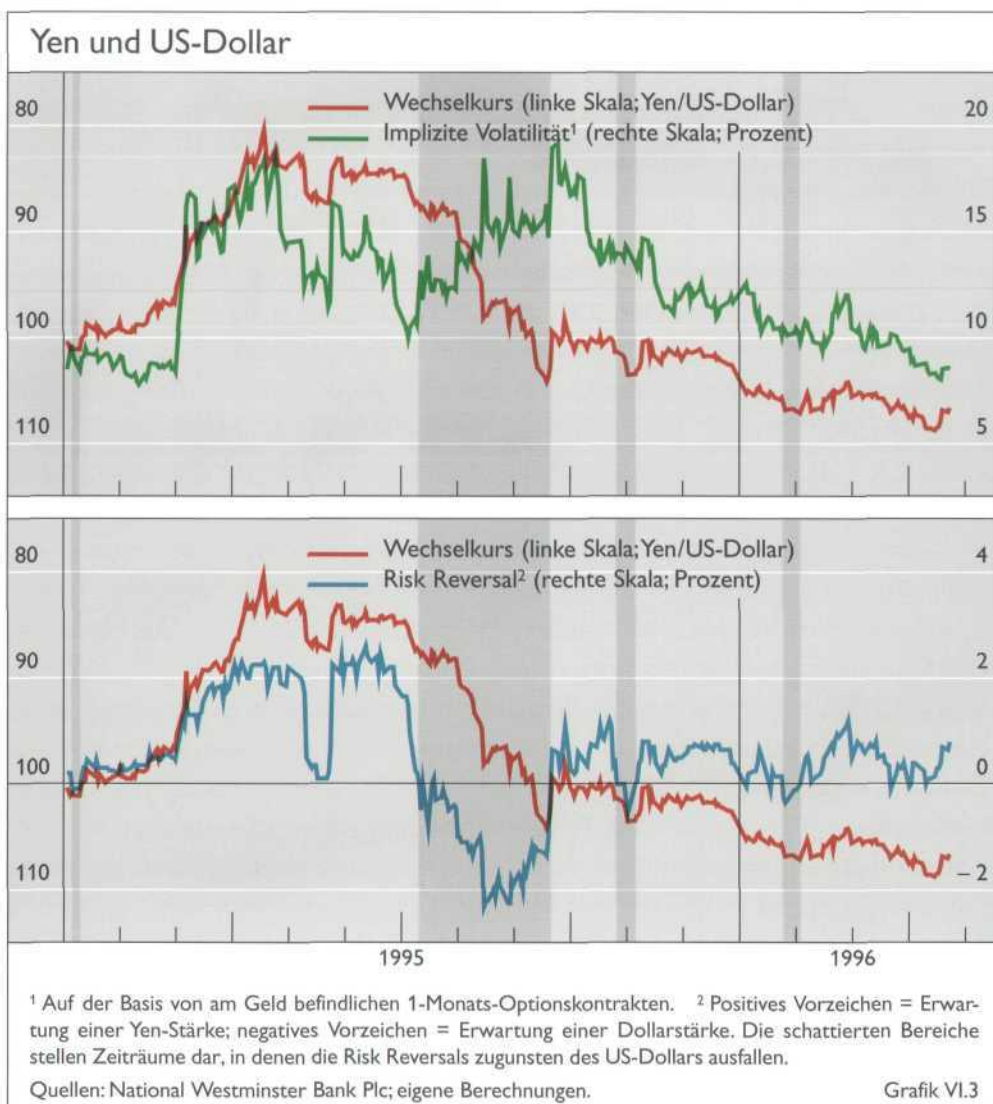
... und deuten auf Extrapolation der Kassakurse hin, mit aufschlußreichen Ausnahmen

der gezahlten Prämie. Da sich diese Optionen nur bei einer ausgedehnten Kurserrholung des Dollars bezahlt machen würden, waren sie außerdem recht billig.

Die Ankündigung der japanischen Behörden von Maßnahmen zur Förderung von Kapitalexporten Anfang August und die nachfolgenden Interventionen der Zentralbank trafen so auf ein günstiges Umfeld. Erstmals seit Monaten deutete die Bewertung der Risk Reversals darauf hin, daß eher mit einem starken Dollaranstieg als mit einem starken Dollarrückgang gerechnet wurde. Darüber hinaus erwarben die japanischen Institute bereits wieder in erheblichem Umfang US-Wertpapiere, wobei im Juli die bisher größten monatlichen Käufe von US-Wertpapieren durch private japanische Anleger verzeichnet wurden. Die Ankündigung von Maßnahmen am 2. August, den Kapitalexport im allgemeinen und die Käufe von US-Staatsanleihen im besonderen zu fördern (s. Kapitel VIII), löste einen steilen Anstieg des Dollars auf über ¥ 90 aus. Als der Wechselkurs sich dem Niveau von ¥ 95 näherte, mußten die Händler, die Optionen an die Spekulationsfonds verkauft hatten, ihre Optionenportefeuilles neu ausrichten, was einen weiteren Druck auf den Kassakurs, die Volatilität und die Risk Reversals ausübte. Also verursachten die Optionspositionen den Anstieg des Dollars nicht, aber sie gaben ihm zusätzlichen Schwung, ähnlich wie es vergleichbare Mitläuferkäufe am Kassamarkt tun würden.

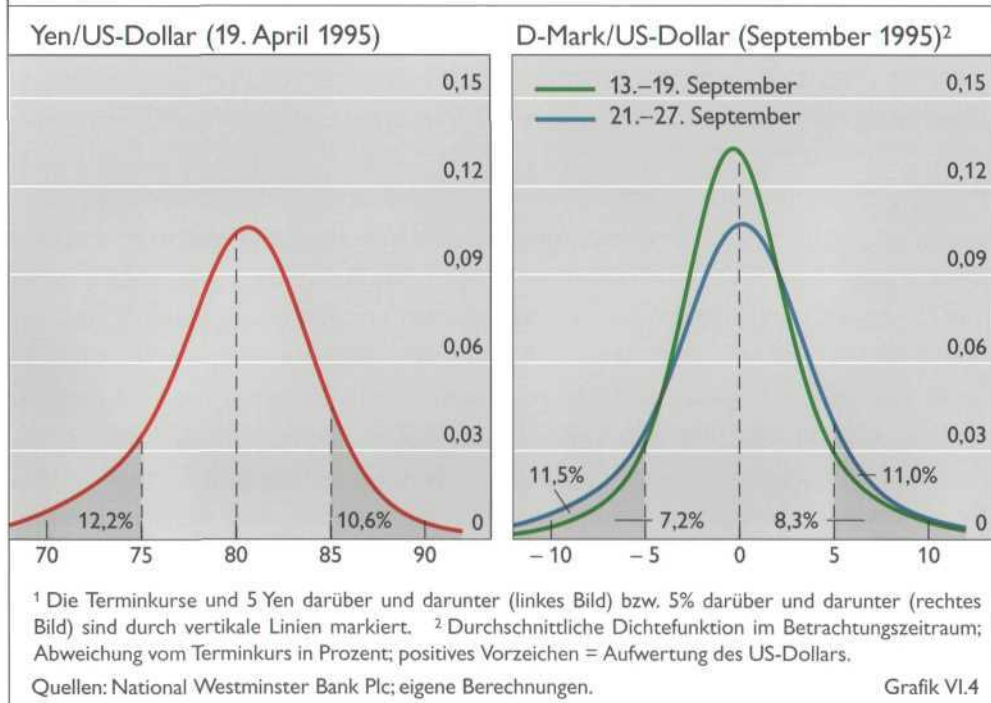
Massive japanische Käufe von US-Anleihen ...

... und Hedging-Transaktionen mit Optionen ...





## Wahrscheinlichkeitsverteilungen des Yen und der D-Mark gegenüber dem US-Dollar<sup>1</sup>



Vor dem Hintergrund dieser Entwicklung war die konzertierte Intervention der US-Währungsbehörden, der Bank of Japan und der Deutschen Bundesbank am 15. August an einem infolge der Urlaubszeit wenig liquiden Markt besonders wirksam. Anschließend stieg der Dollar auf über ¥ 96.

... sowie Notenbankinterventionen

Nach dem 8. September, als die Bank of Japan ihren Diskontsatz auf den historischen Tiefstand von ½% senkte und den Tagesgeldsatz noch weiter nach unten schleuste, kletterte der Dollar auf über ¥ 100. Die Ankündigung eines Haushaltspakets am 20. September, das keine Initiativen für den Bankenbereich enthielt, wurde jedoch mit Enttäuschung aufgenommen, und der Dollar schwächte sich zeitweilig auf unter ¥ 100 ab.

Zwar gelang es durch die Devisenmarktoperationen, unterstützt durch geldpolitische Änderungen, die Yen-Aufwertung umzukehren, doch der private japanische Sektor reagierte nicht auf die Maßnahmen der Behörden zur Förderung von Kapitalexporten. So erwarben die japanischen Anleger im August nach den Rekordkäufen im Juli weniger US-Anleihen als in jedem der drei vorangegangenen Monate. Überdies schwenkten sie im September auf Verkäufe um, stießen im Oktober Anleihen im Rekordwert von \$ 6,6 Mrd. ab und verkauften auch im November und Dezember. Die Politikmaßnahmen waren offensichtlich eher ein Anreiz für die ausländischen Spekulationsfonds, Yen zu verkaufen, als für japanische Institute, Dollar zu kaufen. Zu den Verkäufen von US-Anleihen durch japanische Anleger kamen schließlich beträchtliche US-Käufe japanischer Aktien hinzu, was einen weiteren Kapitalstrom aus einem Defizitland in ein Überschußland darstellte.

Japanische Anleger verkaufen US-Anleihen trotz wirtschaftspolitischer Maßnahmen ...

Die Stabilisierung des Yen im vierten Quartal bei einem Kursniveau von über ¥ 100 je Dollar zusammen mit niedrigen Yen-Zinssätzen veranlaßte die verschie-

... doch nicht-japanische Anleger finanzieren US-Anleihen mit Yen

densten Marktteilnehmer, eine weitgehend ähnliche Strategie zu verfolgen. Zum Teil ermutigt durch jüngste Gewinne aus spekulativen Optionspositionen nahmen sie Yen-Kredite auf, um ihre Engagements in US-Anleihen oder Vermögenswerten mit noch höheren Renditen zu finanzieren. Solche Geschäfte ermöglichten Zinsgewinne, wobei die Habenzinsen die Sollzinsen um 5% oder mehr überstiegen, was sich bei Positionen mit größerer Hebelwirkung vervielfachte. Die Risiken solcher Positionen ergaben sich hauptsächlich aus einer Festigung des Yen, aber auch aus Wertverlusten der Vermögenswerte.

Zum Teil finden sich diese Positionen in der US-Zahlungsbilanzstatistik wieder. So kamen 1995 nicht weniger als 40% der US-Nettokapitalzuflüsse aus Wertpapiergeschäften im Gesamtumfang von \$ 100 Mrd. aus Britisch-Westindien und den Niederländischen Antillen, dem Sitz einiger Hedge Funds aus den USA, und der Großteil dieser Zuflüsse wurde durch den Kapitalabfluß aus kurzfristigen Wertpapierpensionsgeschäften finanziert, was in den USA zu Anlagen in Wertpapieren und zu Kapitalabflüssen von den Banken beitrug (s. Tabelle VI.2). Ein Terminverkauf von Yen gegen Dollar würde genügen, um ein US-Anleiheportfolio mit Hebelwirkung durch eines zu ersetzen, das durch kurzfristige Yen-Kredite finanziert ist. Berichte über diese Positionen gewannen an Plausibilität, als im Februar 1996 ein Abflauen des Marktes für US-Staatspapiere mit einer Festigung des Yen zusammenfiel. Die Bekanntgabe der Bank of Japan, daß ihre Währungsreserven im Februar im Rekordumfang von \$ 17 Mrd. gestiegen waren, ließ darauf schließen, daß mit Hilfe von Interventionen versucht worden war, die Auswirkungen der Auflösung solcher Positionen auf den Wechselkurs zu begrenzen. Am Ende des japanischen Haushaltsjahres im März waren keine deutlichen Anzeichen sichtbar, daß private Anleger dazu bereit waren, den verringerten, aber immer noch deutlichen Leistungsbilanzüberschuß Japans zurückzuschleusen.

#### *Konjunkturzyklen und D-Mark*

Verlangsamung der US-Konjunktur und Schwächung des Dollars ...

Die allgemeine Entwicklung des Dollars gegenüber der D-Mark spiegelte die veränderten Markteinschätzungen der relativen Konjunkturlage der beiden Volkswirtschaften wider. Obgleich eine Reihe von Faktoren zusammenkamen, trugen Anfang 1995 kräftige Abwärtskorrekturen der Wachstumsaussichten in den USA zur Abschwächung des Dollars bei. Diese Korrekturen führten zu einem spürbaren Rückgang der Dollar-Zinsterminsätze, die die Einschätzungen der Marktteilnehmer über die Geldpolitik der Federal Reserve in den kommenden 6–18 Monaten anzeigen (s. Grafik VI.5). Obwohl die deutschen Terminalsätze in gewissem Umfang folgten, verringerte sich der Abstand der Zinsterminsätze zugunsten des Dollars im ersten Halbjahr 1995 je nach Laufzeit unterschiedlich.

... dann verlangsamtes Wachstumstempo in Deutschland und Aufwertung des Dollars

Im zweiten Halbjahr 1995 verlor dann die deutsche Volkswirtschaft an Schwung (s. Kapitel II). Als die Zweifel über das Wachstumstempo in Deutschland anhielten, tendierte die D-Mark nach unten. Da sich die Terminalsätze in den USA stabilisierten, aber in Deutschland weiter zurückgingen, weitete sich der Zinsabstand zugunsten des Dollars aus.

Auch am Wechselkurs der D-Mark zum Dollar zeigt sich, daß die Unsicherheit zunimmt, wenn die Bandbreiten, innerhalb deren die Währungen zuletzt gehandelt wurden, durchbrochen werden. Wie bereits oben für den Yen/Dollar-Wechselkurs beschrieben, war die Dollarschwäche gegenüber der D-Mark im ersten Halbjahr



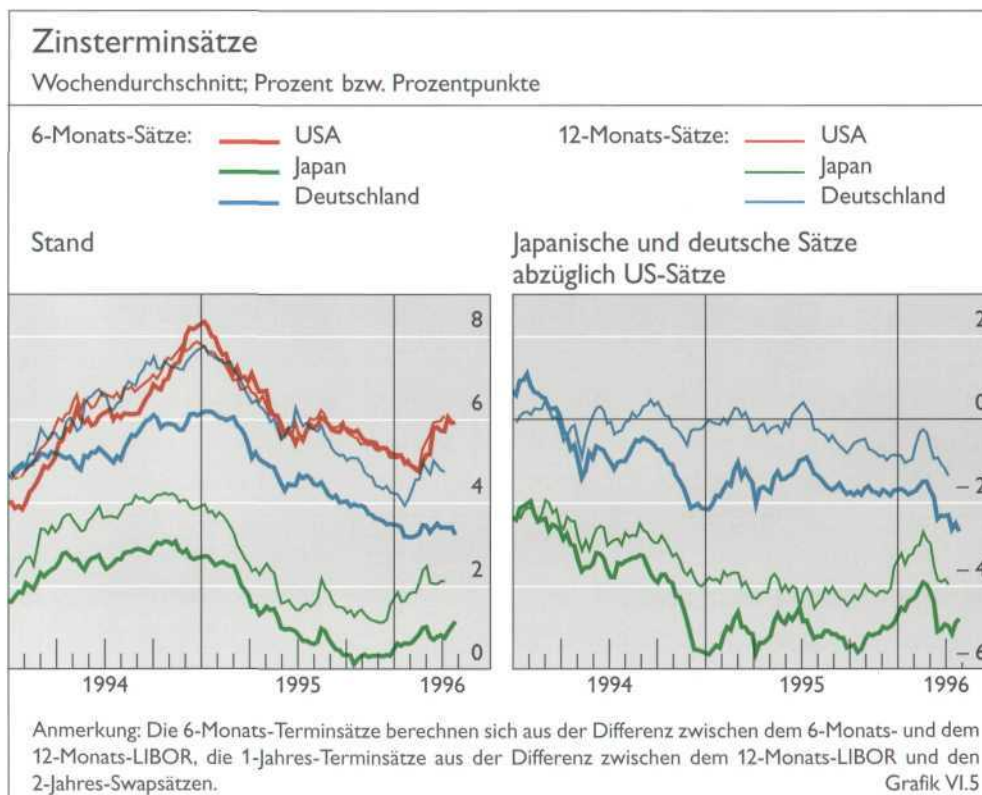
mit einer erhöhten Unsicherheit über die Wechselkursentwicklung verbunden. Dies belegt die äußerst hohe implizite Volatilität, die fast an ihr Niveau zur Zeit der Krise im EWS-Wechselkursverbund 1992 heranreichte (s. Grafik VI.6). Anfang August, nachdem die Werte für Risk Reversals negativ geworden waren und damit eine deutliche Aufwertung des Dollars für wahrscheinlich gehalten wurde, begleitete erhöhte Unsicherheit über die Wechselkursentwicklung die Dollarstärke. Im allgemeinen zeigt das Vorzeichen der Risk Reversals, ob Kursveränderungen am Kassamarkt die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die Wechselkursentwicklung vergrößern.

Starke Wechselkurs-schwankungen bei Verlassen der üblichen Handelsbandbreiten

Die ohnehin ungleichmäßig verlaufende Erholung des Dollars erlitt Mitte September einen Rückschlag. Die Ungewißheit, welche europäischen Länder sich für die Währungsunion qualifizieren würden, rückte in den Blickpunkt. Als die Ergebnisse der Wirtschaftspolitik auf den Devisenmärkten zunehmend Beachtung fanden und im allgemeinen zu einem Wertverlust der europäischen Währungen gegenüber der D-Mark führten, wurde auch der Dollar erfaßt und verlor am 21. und 22. September insgesamt 6 Pfennig bzw. 4%. Die Erwartungen über den Dollarkurs in einem Monat wurden uneinheitlicher, und das Schwergewicht bei den Erwartungen einer deutlichen Veränderung von z.B. 5% oder mehr verlagerte sich von einer Dollarfestigung zu einer Dollarabschwächung (s. Grafik VI.4).

Veränderte Erwartungen in Europa mit Wirkung auf den Dollar

Der DM/Dollar-Wechselkurs beruhigte sich im vierten Quartal 1995 und im ersten Quartal 1996. Die stetige, aber langsame Ausweitung des Zinsabstands zeigte, daß von der Deutschen Bundesbank eine stärkere geldpolitische Lockerung erwartet wurde als von der Federal Reserve, und begünstigte die weitere Erholung des Dollars gegenüber der D-Mark. Im März 1996 veränderte sich der Zinsabstand wesentlich zugunsten des Dollars, als die Veröffentlichung von US-Konjunkturdaten





auf ein schnelleres Wachstum hindeutete, und der Dollar gewann wiederum gegenüber der D-Mark an Wert.

### Entwicklung der weltweiten Währungsreserven

Rasches  
Anwachsen der  
Währungsreserven

Durch die Interventionen der Zentralbanken, um den Rückgang des Dollars gegenüber dem Yen und der D-Mark zu unterbrechen und anschließend umzukehren, wuchsen die internationalen Währungsreserven 1995 so schnell wie seit 1987 nicht mehr. Die Bedeutung der Interventionen zugunsten des Dollar-Wechselkurses zeigt sich in der Aufgliederung des Zuwachses der Währungsreserven sowohl nach Ländern als auch nach Währungen. Die Währungsreserven der Industrieländer erhöhten sich ungefähr so stark wie die der Entwicklungsländer; allerdings wären die Zahlen weniger vergleichbar, wenn man konstante Wechselkurse zugrunde legen würde (s. Tabelle VI.4). Mit \$ 121 Mrd. machte der Anstieg der Dollar-Währungsreserven mehr als zwei Drittel der um Wechselkursveränderungen bereinigten Erhöhung der Währungsreserven von \$ 168 Mrd. aus.

Parallelen zum Jahr 1987 zeigten sich auch darin, daß die USA ihr Leistungsbilanzdefizit von \$ 153 Mrd. größtenteils mit staatlichen Mitteln finanzierten. Zieht



Offizielle Währungsreserven					
	1992	1993	1994	1995	Stand Ende 1995
Mrd. US-Dollar					
	Veränderung zu jeweiligen Wechselkursen				
Insgesamt	3,4	96,3	148,2	186,0	1 358,2
darunter:					
<i>Industrieländer</i>	-25,0	22,7	61,8	78,7	653,7
<i>Junge Industrieländer Asiens<sup>1</sup></i>	15,5	20,6	29,9	21,4	246,0
<i>Übrige Entwicklungsländer</i>	11,3	45,2	49,5	54,4	398,3
	Veränderung zu konstanten Wechselkursen <sup>2</sup>				
Insgesamt	26,6	97,8	109,1	168,3	1 358,2
Reserven in US-Dollar	33,2	73,6	90,5	121,4	881,8
darunter:					
In den USA <sup>3</sup>	39,5	66,3	37,6	104,1	587,4
Bei Banken außerhalb der USA <sup>4</sup>	9,2	0,6	30,1	-15,4	106,9
Nicht aufgliederbar	-15,5	6,7	22,8	32,7	187,5
Reserven in anderer Währung	- 6,7	24,2	18,6	46,9	476,4
darunter: Bei Banken <sup>4</sup>	- 6,9	6,2	1,8	7,6	122,2

<sup>1</sup> Hongkong, Korea, Singapur, Taiwan. <sup>2</sup> Teilweise geschätzt; bewertet zum Wechselkurs am Jahresende. <sup>3</sup> Ohne erhaltene Vorauszahlungen auf Verkäufe von Armeeeigentum im Ausland und ohne Marktwert von Nullkuponanleihen, emittiert für die Regierungen Argentiniens, Mexikos und Venezuelas als Sicherheit für deren Brady-Anleihen. <sup>4</sup> Einlagen von Währungsinstitutionen bei den an die BIZ berichtenden Banken.

Tabelle VI.4

man die Aufstockung der Währungsreserven durch die US-Notenbank um \$ 6 Mrd. ab, belief sich die Finanzierung durch Zentralbanken und andere staatliche Stellen auf rund \$ 115 Mrd. Zentralbanken und Regierungen finanzierten so mehr als zwei Drittel des US-Leistungsbilanzdefizits und damit etwa den gleichen Anteil wie 1987.

Die Zentralbanken plazierten 1995 bei weitem nicht alle neuen Dollar-Währungsreserven in den USA. Ähnlich war es 1994 gewesen, als sie ihre Eurodollarbestände aufgestockt hatten. Im Jahr 1995 verringerten die Zentralbanken jedoch die ausgewiesenen Eurodollarbestände, weshalb die nicht aufgliederbaren Dollarreserven in einem noch größeren Umfang zunahm. In solchen Fällen müssen die Zentralbanken Offshore-Dollarwertpapiere über Vermögensverwalter außerhalb der USA investiert haben.

Im Hinblick auf die Rückschleusung seines Leistungsbilanzüberschusses durch staatliche Stellen stellt Japan ein Spiegelbild zur USA dar. Die Zunahme der japanischen Währungsreserven um rund \$ 60 Mrd. im Jahr 1995 entspricht mehr als der Hälfte des Leistungsbilanzüberschusses. Die Nettokapitalabflüsse des öffentlichen Sektors aus Japan im Umfang von \$ 35,5 Mrd. (s. Tabelle VI.2) enthalten Zuflüsse in Form von ausländischen Anlagen in kurzfristigen japanischen Staatspapieren. Solche Anlagen können als Näherungswert für den Umfang offizieller Kapitalzuflüsse nach Japan angesehen werden; leider gibt es aber gute Gründe anzunehmen, daß darin 1995 beträchtliche private Anlagen enthalten waren. Insgesamt ergibt sich somit, daß die Rolle des öffentlichen Sektors bei der Rückschleusung des Handelsüberschusses unterzeichnet wird. Das Zögern internationaler Banken,

Zunahme der Dollarreserven beträgt zwei Drittel des US-Leistungsbilanzdefizits

In Japan starke offizielle Kapitalabflüsse

Dollareinlagen bei japanischen Banken in London, New York oder Tokio zu verlängern (s. Kapitel VIII), löste Transaktionen aus, die gegen Ende des vergangenen Jahres zu erheblichen *privaten* Käufen japanischer Schatzwechsel führten. Die japanischen Banken reagierten vor allem auf die sogenannte „Japan-Prämie“, die ihnen für Dollareinlagen abverlangt wurde, indem sie die plötzlich teure Dollarliquidität durch Yen finanzierten (mittels Währungsswaps, bei denen sie Dollar gegen Yen erwarben und anschließend per Termin wieder verkauften). Nicht-japanische Banken erhielten durch solche Geschäfte Yen für Anlagen mit befristeter Laufzeit und legten sie oft in sicheren japanischen Schatzwechseln an. Tabelle VI.2 überzeichnet daher die offiziellen Zuflüsse nach Japan und unterzeichnet somit die Bedeutung des öffentlichen Sektors bei der Rückschleusung des japanischen Leistungsbilanzüberschusses.

Aufstrebende Volkswirtschaften bevorzugen Dollar

Der Anteil des Dollars an den weltweiten Währungsreserven blieb Ende 1995 bei ungefähr zwei Dritteln. Die Stabilität des Anteils in den neunziger Jahren überraschte viele Beobachter, wird doch von einer Vielzahl von Ländern angenommen, daß sie ihre Währungsreserven zu Lasten des Dollars diversifiziert haben. Die Aufgliederung des Wachstums der Währungsreserven nach Ländern löst diesen scheinbaren Widerspruch: Entwicklungsländer, deren Währungen sich eng am Dollar orientieren und deren Währungsreserven einen über dem weltweiten Durchschnitt liegenden Dollaranteil aufweisen, haben ihre Reserven überdurchschnittlich ausgeweitet. Die zunehmende Bereitschaft von Anlegern aus Industrieländern, sich sowohl an den Geld- als auch an den Aktienmärkten von Entwicklungsländern zu engagieren (s. Kapitel VII), läßt darauf schließen, daß die Währungsreserven dieser Länder weiterhin rasch, wenn auch nicht immer gleichmäßig zunehmen werden.

### Fundamentaler Wert des US-Dollars: drei Ansätze

Dollar angemessen oder sogar unterbewertet gemäß ...

1995 gab es eine ungewöhnlich heftige Diskussion über die Rolle und den Wert des Dollars auf lange Sicht. Eine Denkrichtung stützte sich zur Bewertung des Dollars auf einen Portfolioansatz und ging fälschlicherweise davon aus, daß die Währungsreserven – die ein Dollarübergewicht haben – repräsentativ seien für international diversifizierte Portefeuilles. Diese Prämisse führte unmittelbar zu der Schlußfolgerung, daß der Dollar überbewertet sei. Aber nicht nur diese Prämisse ist in Frage zu stellen, sondern auch der Portfolioansatz sollte nur als einer von mehreren Ansätzen aufgefaßt werden, den angemessenen Wert des Dollars in langfristiger Perspektive zu betrachten.

Drei dieser Ansätze verdienen eine genauere Prüfung. Der Kaufkraftparitätenansatz besagt, daß langfristig die Preise in verschiedenen Ländern, ausgedrückt in einer gemeinsamen Währung, konvergieren oder sich zumindest parallel zueinander entwickeln. Sogenannte fundamentale Gleichgewichts-Wechselkurse sind dagegen Wechselkurse, bei denen ein Leistungsbilanzgleichgewicht bei Vollbeschäftigung zugrunde gelegt wird bzw. ein Leistungsbilanzungleichgewicht, das klein genug ist, daß das Verhältnis der Auslandsverschuldung zum BIP stabil bleibt. Der Portfolioansatz schließlich stützt sich auf einen Wechselkurs, der Angebot und Nachfrage von Vermögensbeständen in verschiedenen Währungen zum Ausgleich bringt.



Zur Erfüllung der Kaufkraftparität müßte jeder Dollar über ein Drittel mehr an D-Mark und mehr als anderthalbmal soviel an Yen einbringen (s. Tabelle VI.5). Einige Analysten bereinigen jedoch die Meßziffern für die Kaufkraftparität um die Produktivitätsunterschiede zwischen den Ländern. Da Produktivitätsgewinne im verarbeitenden Gewerbe im allgemeinen dazu beitragen, die relativen Preise der Dienstleistungen in einem Land zu erhöhen, verzerren Produktivitätsunterschiede zwischen Ländern, so die Argumentation, den Preisvergleich von großen Warenkörben, die Dienstleistungen einschließen. Nach einem produktivitätsbereinigten Maß für die Kaufkraftparität dürfte der Dollar sowohl gegenüber der D-Mark als auch gegenüber dem Yen angemessen bewertet und nicht unterbewertet sein.

... Kaufkraftparität ...

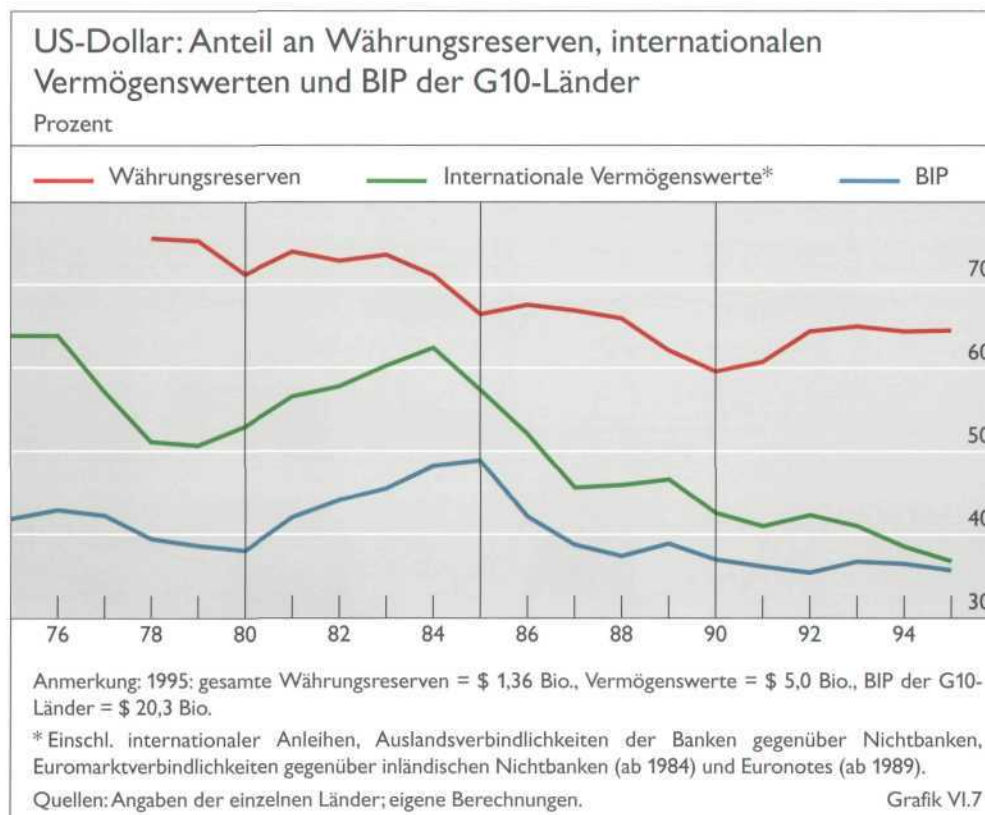
Die Berechnung fundamentaler Gleichgewichts-Wechselkurse enthält mehr Annahmen, aber eine repräsentative Analyse liefert dennoch eine eindeutige Antwort: Der Dollar schien zu Beginn des Frühjahrs 1996 richtig bewertet zu sein. Das heißt, daß der Dollar bei einem Kurs von kaum über DM 1,45–1,50 und ¥ 100 nicht zu einem untragbaren Wachstum der Auslandsschulden der USA führt. Bei dieser Rechnung wird jedoch unterstellt, daß ein Leistungsbilanzdefizit von 1% des BIP der USA, der Hälfte des gegenwärtigen Niveaus, tragbar ist, obwohl die private Finanzierung des US-Defizits im vergangenen Jahr unter 1% des BIP lag. Darüber hinaus wird angenommen, daß ein Großteil des darüber hinausgehenden Defizits des Jahres 1995 verschwinden würde, wenn die Volkswirtschaften Japans und Europas voll ausgelastet wären.

... realer Wechselkurs-  
theorie ...

Schließlich scheint der Dollaranteil an bestimmten internationalen Portefeuilles nicht wesentlich vom Anteil der USA an der Produktion der Länder der Zehnergruppe abzuweichen (s. Grafik VI.7). Dabei ist zu berücksichtigen, daß sich die Währungsstruktur der Devisenreserven deutlich von der international diversifizierter Portefeuilles unterscheidet, in denen internationale Anleihen, Euronotes und internationale Bankeinlagen enthalten sind. Die Währungsreserven betragen darüber hinaus mit \$ 1,4 Bio. nur ungefähr ein Viertel dieses weitgefaßten internationalen Vermögensbestands. Angemessen ist daher am ehesten ein Vergleich des Dollaranteils an den international diversifizierten Portefeuilles mit einem neutralen Dollargewicht für ein internationales Referenzportefeuille, hier dem Anteil der USA an der Wirtschaftsleistung der G10-Länder. Dieser Vergleich zeigt, daß der Dollaranteil an den international diversifizierten Portefeuilles ebenso

... und  
Portfolioansatz

Kaufkraftparität und fundamentaler Gleichgewichtswert des US-Dollars, geschätzt					
	Wechselkurs*	Kaufkraftparität		Kaufkraftparität, produktivitätsbereinigt	Fundamentaler Gleichgewichts-Wechselkurs
		OECD	Penn	Goldman Sachs	IIE
D-Mark gegenüber Dollar	1,53	2,10	2,12	1,41	1,45–1,50
Yen gegenüber Dollar	107	184	188	107	100
* 15. Mai 1996.					
Quellen: OECD; Penn World Tables 5.6; Goldman Sachs; John Williamson, unveröffentlichte Aktualisierung der Schätzungen aus <i>Estimating equilibrium exchange rates</i> , Institute for International Economics (IIE), Washington D.C. (September 1994).					



schnell gefallen ist wie der Anteil der USA an der Wirtschaftsleistung der G10-Länder. Danach gibt es keinen Dollarüberhang in den Portefeuilles internationaler Anleger, dessen Beseitigung eine weitere Dollarabwertung erfordern würde.

## Europäische Währungen und kanadischer Dollar

### Ein gemeinsamer Faktor

Wertgewinn  
europäischer  
Währungen  
gegenüber der  
D-Mark ...

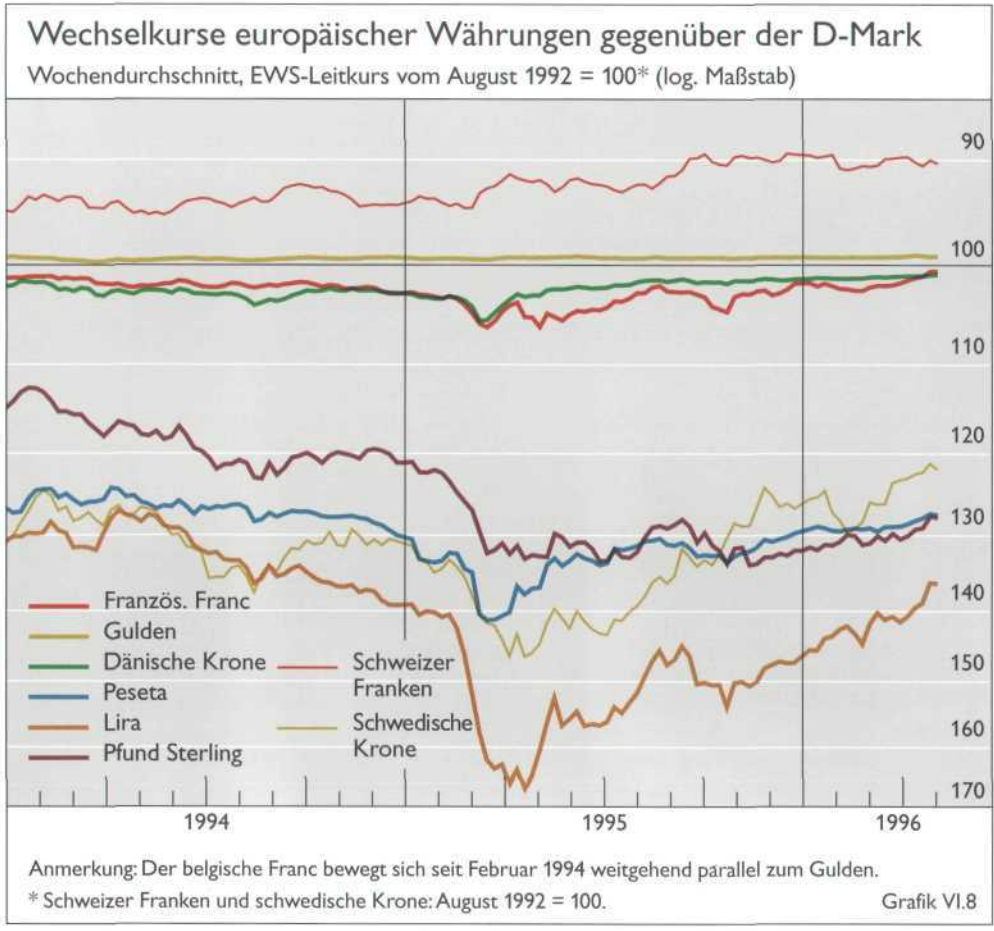
Im vergangenen Jahr gewannen die europäischen Währungen im allgemeinen gegenüber der D-Mark wieder an Wert, nachdem sie im Frühjahr 1995 einen Tiefstand erreicht hatten (s. Grafik VI.8). Diese Erholung, obwohl uneinheitlich, war sowohl bei EWS-Währungen zu beobachten als auch bei Währungen, die nicht am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmen.

... und Parallelen  
zum DM/Dollar-  
Wechselkurs ...

Wenn sich die D-Mark gegenüber dem Dollar verändert, verändern sich in einem vielleicht überraschenden Ausmaß die europäischen Währungen gegenüber der D-Mark. Am deutlichsten ist dies beim Schweizer Franken, der in Grafik VI.9 ganz oben dargestellt ist. Bei jeder Aufwertung der D-Mark gegenüber dem Dollar um 1% wertet er sich gegenüber dem Dollar gewöhnlich um etwa 1,1% auf. Anders ausgedrückt, gewinnt der Schweizer Franken demnach gegenüber der D-Mark etwas an Wert, wenn sich diese gegenüber dem Dollar festigt. Diese Gesetzmäßigkeit wird manchmal damit begründet, daß die Schweiz einen überproportionalen Anteil der Mittel anzieht, wenn die internationalen Portfoliomanager ihre Mittel in DM- und Schweizer-Franken-Anlagen verlagern, weil sie der Wertstabilität ihres eingesetzten Kapitals den Vorzug vor hohen Erträgen geben.

Mit einer Elastizität von knapp unter 1 bewegen sich der holländische Gulden und der belgische Franc gegenüber dem Dollar im Einklang mit der D-Mark.



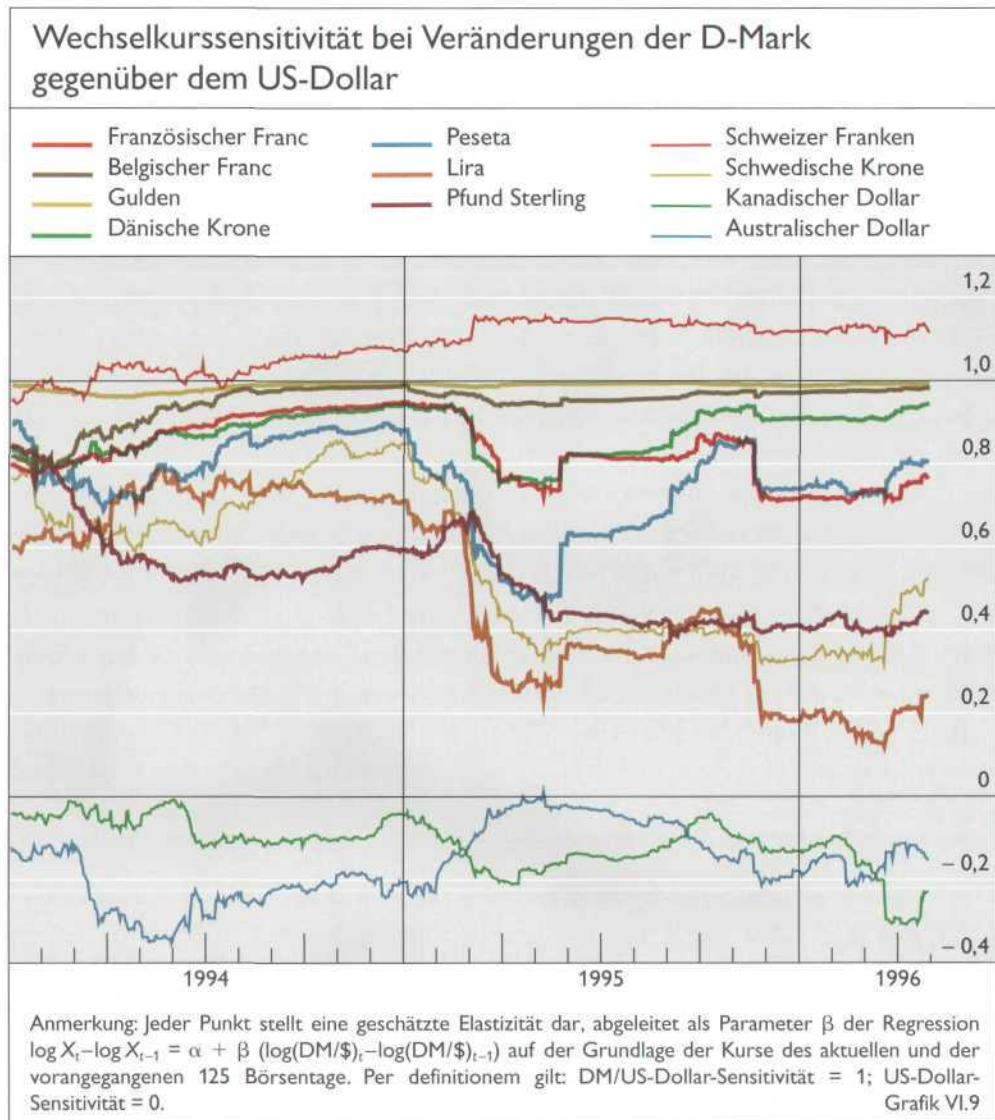


Leicht darunter liegen der französische Franc, die dänische Krone und – gegen Ende 1995 – die spanische Peseta; diese Währungen zeichnen die Dollarbewegungen gegenüber der D-Mark in der Regel zu 10–20% nach. Das Pfund Sterling, die schwedische Krone und die italienische Lira folgten den Veränderungen des Dollars gegenüber der D-Mark 1995 gewöhnlich zur Hälfte oder darüber.

Die europäischen Währungen reagierten 1995 gegenüber dem Dollar im allgemeinen weniger sensitiv auf Veränderungen des DM/Dollar-Wechselkurses als in den Jahren zuvor. Dieser Wandel in der Wechselkurssensitivität stimmt mit den oben dargelegten Ergebnissen der Devisenmarkterhebung 1995 überein; an den europäischen Finanzplätzen, vor allem in London und Mailand, nahm in den vorangegangenen drei Jahren der Handel der inländischen Währungen gegen Dollar stärker zu als gegen D-Mark.

Der kanadische und der australische Dollar verlieren zumeist gegenüber dem US-Dollar an Wert, wenn dieser gegenüber der D-Mark fällt, und umgekehrt. In ähnlicher Weise, wie sich der Schweizer Franken gegenüber der D-Mark festigt, wenn diese gegenüber dem US-Dollar aufwertet, legen der kanadische und der australische Dollar, die allerdings eine höhere Verzinsung aufweisen, tendenziell gegenüber dem Dollar zu, wenn dieser gegenüber der D-Mark an Wert gewinnt. Wenn Portfoliomanager bereit sind, aus dem Schweizer Franken und der D-Mark herauszugehen, um Auslandsrisiken und -erträge zu suchen, sind der kanadische und der australische Dollar mit ihrer höheren Verzinsung möglicherweise besonders attraktiv.

... genauso der kanadische und australische Dollar gegenüber dem US-Dollar



Die Sensitivität der Währungen wichtiger Handelspartner gegenüber Änderungen des DM/Dollar-Wechselkurses ist für die Volkswirtschaften Deutschlands und der USA von besonderer Bedeutung. Wegen der geringeren Sensitivität der europäischen Währungen stieg der gewogene Außenwert der D-Mark daher Anfang 1995 stärker an, als es sonst bei einer Aufwertung gegenüber dem Dollar der Fall gewesen wäre. Das hatte zur Folge, daß der Wechselkurs Ende 1995 einen besonderen Druck auf die deutsche Exportindustrie ausübte und für die unmittelbaren Kürzungen bei Investitionen und Arbeitsplätzen (s. Kapitel II) mitverantwortlich war.

Der Außenwert des US-Dollars dagegen wird *stabilisiert* durch die – nicht immer sichtbare – Tendenz des kanadischen Dollars, bei einem Wertverlust des US-Dollars gegenüber der D-Mark seinerseits gegenüber dem US-Dollar abzuwerten. Niedrigere Preise für kanadische Waren gleichen so in gewissem Umfang höhere Preise für europäische Waren aus und dämpfen damit die Auswirkungen eines schwachen Dollars auf die Preise und die Wirtschaftsaktivität in den USA. Aus kanadischer Sicht kann sich diese Gesetzmäßigkeit als weniger positiv erweisen. Anfang 1995 mußte die Bank of Canada z.B. die kurzfristigen Zinsen



anheben, um die Abwertung des kanadischen Dollars gegenüber einem ansonsten schwachen US-Dollar zu begrenzen.

Die Kräfte, die hinter diesen Gesetzmäßigkeiten im Handel stehen, wirken nicht nur in eine Richtung. Nach Auffassung mancher Beobachter war der Monat März 1995 gekennzeichnet durch Anspannungen, die vom US-Dollar ausgingen und zur Destabilisierung der Wechselkursrelationen in Europa führten. Im Gegensatz dazu brachten, wie oben angedeutet, die europäischen Entwicklungen im September den Dollar ins Straucheln, so daß seine Erholung unterbrochen wurde. Einen weiteren Beleg für diese Interpretation bietet der Abschlag auf den ECU-Kurs gegenüber der Summe der Währungen, aus denen sich der ECU-Korb zusammensetzt. Dieser Abschlag weitete sich im vergangenen September kräftig aus, was Anspannungen in Europa anzeigte.

Wirtschafts- und geldpolitische Änderungen trugen ebenfalls zur Festigung der europäischen Währungen gegenüber der D-Mark bei. Die italienische Lira, die schwedische Krone und die Peseta profitierten davon, daß die betreffenden Zentralbanken die kurzfristigen Zinssätze sogar noch nach den Spannungen im März 1995 anhoben und dann die Zinssenkungen der Deutschen Bundesbank Ende 1995 nicht in vollem Umfang nachvollzogen (s. Kapitel IV). Der italienischen Lira und der schwedischen Krone kamen außerdem Maßnahmen zur Verringerung der Haushaltsdefizite zugute.

#### *Einmalige Entwicklungen in Europa*

Die Kursbewegungen des *französischen Franc* gegenüber der D-Mark spiegelten im März und September diese allgemeinen Anspannungen wider, zu anderen Zeiten jedoch folgten sie den politischen Entwicklungen in Frankreich. Im April und Mai dürften die bevorstehenden Wahlen Druck auf den Franc ausgeübt haben, was trotz hoher Geldmarktsätze zu uneinheitlichen Wechselkurserwartungen führte (s. Grafik VI.10). Nach den Anspannungen Ende September schwächte die Opposition im Parlament und in der Bevölkerung gegen die Sozialversicherungsreform im Oktober den Franc, was zu einer ähnlich hohen Volatilität der Wechselkurse führte wie im Vorfeld der Frühjahrswahlen. Die Streiks im Dezember übten nur einen geringen Druck auf die Wechselkurse aus, hatten aber zur Folge, daß die Erwartungen der Marktteilnehmer über den zukünftigen Wert des Franc sehr breit gestreut waren. In den folgenden Monaten gewann der Franc gegenüber der D-Mark an Wert. Er wurde wieder innerhalb des 2,25%-Bandes um seinen Leitkurs gehandelt und erreichte den Durchschnittskurs vom ersten Halbjahr 1993.

Abgesehen von diesen Episoden, kann man den Wechselkurs des französischen Franc gegenüber der D-Mark als einen Spezialfall des Zusammenhangs zwischen den Kassakursen, der Volatilität und den Risk Reversals sehen, wie er oben für den Yen/Dollar- und den DM/Dollar-Wechselkurs gezeigt wurde. Wie in diesen Fällen scheint das Risk Reversal dem Devisenkassakurs gefolgt zu sein. Anders als beim Dollar herrscht aber nur dann größere Unsicherheit bezüglich des zukünftigen Franc-Kurses, wenn sich der Franc gegenüber der D-Mark abschwächt, und nicht, wenn er sich festigt. Darüber hinaus sind die Marktteilnehmer generell bereit, für eine Absicherung gegen eine große Franc-Abwertung mehr zu zahlen als für eine solche gegen eine gleich große Aufwertung; und in Zeiten einer Franc-Schwäche ist die Absicherung teurer (wohingegen der Preis der Risk

Möglicher Einfluß  
europäischer  
Wechselkurse auf  
den Dollarkurs

Schwächung des  
französischen Franc  
durch Politik und  
Streiks 1995 ...

... jedoch Erholung  
1996 ...

... und Beruhigung  
der Märkte



Uneinheitliche Erholung der italienischen Lira mit großen Wertgewinnen nach den jüngsten Wahlen

Reversals bei anderen Währungspaaren manchmal positiv und manchmal negativ war).

Die ausgeprägte Erholung der *italienischen Lira* von ihren Tiefständen im Frühjahr 1995 gegenüber der D-Mark geriet im Mai und im September ins Stocken. Im Mai forderten politische Unsicherheiten und Inflationsängste wegen der früheren Abwertungen ihren Tribut. Als sich die Erholung im Juni fortsetzte, wurde in Italien die Rückkehr der Währung in den EWS-Wechselkursmechanismus diskutiert. Die Zweifel im Zusammenhang mit der Währungsunion Ende September richteten sich jedoch vor allem auf die Lira, die innerhalb von 5 Wochen über 7% ihres Wertes gegenüber der D-Mark verlor. Nachdem die Risk Reversals Mitte September noch ungewohnt ausgeglichene Wechselkurse widerspiegelt hatten, verlagerte sich die Präferenz der Marktteilnehmer deutlich zugunsten von Optionen zur Absicherung gegen eine weitere starke Abwertung der Lira. Von November an neigte die Lira gegenüber der D-Mark zur Stärke, und gleichzeitig ging die Unsicherheit über die zukünftigen Wechselkurse (gemessen an der Volatilität) zurück, analog zu dem oben dargestellten Muster für den französischen Franc. Die Stärke der Lira zur Zeit der April-Wahlen führte zu erneuten Diskussionen über ihre Rückkehr in den EWS-Wechselkursverbund.



Im Verlauf der vergangenen Jahre haben sich die Marktteilnehmer oft über die ungewöhnlich enge Beziehung zwischen dem *Pfund Sterling* und dem US-Dollar geäußert. Tatsächlich bestand eine beliebte Marktstrategie („stable cable“) darin, Positionen auf eine größere Stabilität des Pfund/Dollar-Wechselkurses einzugehen, als es die Optionspreise erkennen ließen. Trotz seiner jüngsten Parallelen zum Dollar (s. Grafik VI.9) erholte sich das Pfund Sterling im Unterschied zu anderen europäischen Währungen und zum Dollar im Sommer 1995 gegenüber der D-Mark nicht. Zu historischen Tiefständen des DM-Kurses des Pfund Sterling und des Pfund-Außenwerts kam es in der Zeit zwischen dem geldpolitischen Treffen zwischen dem Finanzministerium und der Bank of England im Mai und der Bekanntgabe des Haushalts im November. Dies deutet auf Bedenken der Marktteilnehmer hinsichtlich des „policy mix“ im Vorfeld der nächsten Parlamentswahlen hin.

Pfund Sterling  
kaum verändert ...

Auch die Entwicklung des *Schweizer Frankens* gegenüber der D-Mark entsprach in der Berichtsperiode nicht ihrem gewöhnlichen Muster. Trotz der Erholung des Dollars tendierte der Schweizer Franken gegenüber der D-Mark weiterhin fest. Unsicherheiten bezüglich der zukünftigen europäischen Währungsunion veranlaßten die Anleger, den Schweizer Franken trotz niedriger und fallender Zinsen nach oben zu treiben.

... und Schweizer  
Franken weiter  
stark

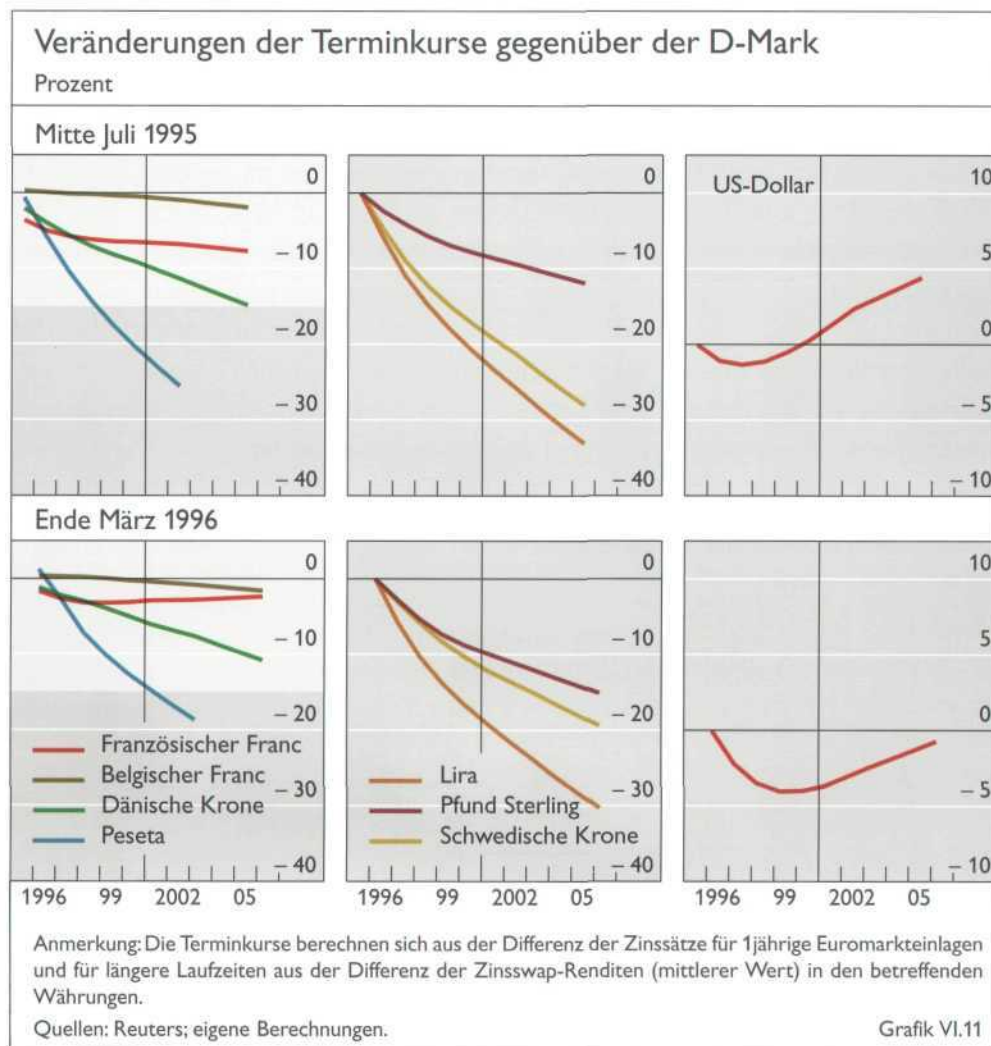
#### *Marktaussichten für die europäische Währungsunion*

Bei einem Blick nach vorn stellen Marktteilnehmer notwendigerweise Fragen nach den Aussichten für die europäische Währungsunion und den Währungen, die voraussichtlich daran beteiligt sein werden. An den Derivatmärkten geben die Swapsätze für verschiedene Laufzeiten und Währungen deutlichen Aufschluß über die Antworten der Marktteilnehmer. Allerdings können die Ereignisse die Erwartungen widerlegen, was oft auch geschieht.

Marktindikatoren  
weisen auf  
Währungsunion hin

Nach den impliziten Devisenterminkursen für Laufzeiten, die deutlich über den aktiv am Markt gehandelten liegen, sind einige europäische Währungen gegenüber der D-Mark recht stabil (s. Grafik VI.11). Für die am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmenden Länder entspricht die anfängliche prozentuale Veränderung des Wechselkurses in der Grafik der Abweichung vom jeweiligen Leitkurs zu diesem Zeitpunkt. Im Juli 1995 und im März 1996 blieben die Devisenterminkurse für Frankreich, Belgien und Dänemark über das gesamte 10jährige Laufzeitenspektrum deutlich innerhalb des derzeit geltenden 15%-Bandes. (Dies galt auch für Österreich und die Niederlande, die in der Grafik nicht gezeigt werden.) Bemerkenswerter ist vielleicht, daß die impliziten Terminkurse für den französischen und den belgischen Franc lediglich auf geringe Änderungen gegenüber der D-Mark hindeuten. Keine der europäischen Währungen, die nicht am EWS-Wechselkursverbund teilnehmen, weist eine solche Stabilität auf.

Die Devisenterminkurse des Dollars gegenüber der D-Mark zeigen für zwei oder drei Jahre eine Dollarabwertung und nach dem Tiefpunkt eine Aufwertung. Dieser Ausblick stimmt mit den US-Zinsterminsätzen überein, die zunächst entlang der Renditenstrukturkurve über den deutschen Sätzen liegen und sie dann nach einigen Jahren schneiden. Viele Interpretationen dieses Musters konzentrierten sich auf den Aufwärtsdruck auf die langfristigen deutschen Anleiherenditen im Zusammenhang mit der Währungsunion. Andere Interpretationen betonen die traditionelle Abneigung deutscher Anleger gegenüber niedrigen nominalen



Renditen und – zumindest implizit – das unzureichende Gegengewicht der Auslandskäufe deutscher Anleihen.

#### Kanadischer Dollar

Quebec-Referendum verursacht uneinheitliche Wechselkurs-erwartungen

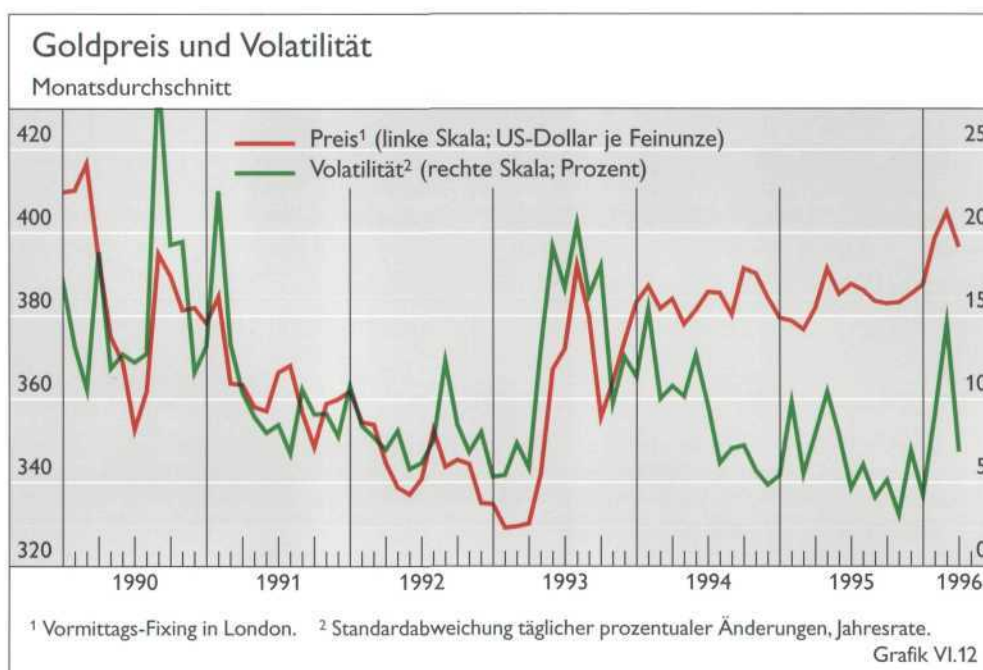
Nach den Spannungen vom März 1995 stieg der kanadische Dollar gegenüber dem US-Dollar, als sich dieser gegenüber der D-Mark festigte. Diese allgemeine Entwicklung stimmte mit der Tendenz sowohl des kanadischen als auch des australischen Dollars überein, die Bewegungen des US-Dollars gegenüber der D-Mark überproportional nachzuzeichnen (s. Grafik VI.9). Im September litt der kanadische Dollar nicht nur zusammen mit dem US-Dollar unter den Auswirkungen der europäischen Spannungen, sondern wurde auch durch das geplante Referendum über die Unabhängigkeit Quebecs beeinträchtigt. Im Vorfeld des Referendums im Oktober kam es nicht so sehr zu einer Abschwächung der Währung – die Verringerung auf kan\$ 1,37 je US-Dollar war im Vergleich zum Rückgang Anfang 1995 gering – als vielmehr zu außerordentlich uneinheitlichen Erwartungen über die zukünftigen Wechselkurse. Daß dieses politische Ereignis auf das Niveau des Devisenterminkurses nur eine begrenzte, auf die Stärke der Überzeugungen der Marktteilnehmer aber große Wirkung hatte, erinnerte an die Streiks in Frankreich im Dezember mit ihren Auswirkungen auf den französischen Franc.



## Goldpreis

Nachdem Gold mehrere Jahre innerhalb einer recht engen Preisspanne gehandelt worden war, zog der Goldpreis Anfang 1996 auf über \$ 400 je Feinunze an (s. Grafik VI.12). Das Hedging der Goldproduzenten durch Termin- und Leerverkäufe erklärt zum Teil den stabilen Goldpreis 1994 und 1995: Immer wenn der Preis zu steigen begann, ergriffen die Produzenten Maßnahmen, um ihre Erlöse festzuschreiben. Die Zunahme solcher Absicherungsgeschäfte dürfte einer der Gründe sein, weshalb die Sätze für Goldausleihungen vor der Jahreswende 1995/96 außergewöhnlich anstiegen. Als nämlich die Goldverleiher ihre Engagements zum Jahresende wie üblich reduzierten, mußten diejenigen, die Gold im Zusammenhang mit Leerverkäufen entleihen mußten, dies besonders teuer bezahlen.

Goldpreis bei über \$ 400 je Feinunze eher instabil



Nach der Jahreswende, als spekulative Käufe den Goldpreis über die traditionelle Preisspanne hinaus in die Höhe trieben, schraubten einige Produzenten ihre Absicherungsgeschäfte zurück, um ihre Aktionäre früher als sonst von einem anhaltenden Anstieg des Goldpreises profitieren zu lassen. Als sich der Goldpreis aus dem bisherigen Bereich herausbewegte, erhöhte sich auch – wie oben bezüglich der Währungen beschrieben – die Volatilität (die hier allerdings anhand der tatsächlichen Preisbewegungen und nicht anhand der impliziten Volatilität gemessen wird). In letzter Zeit lag der Goldpreis bei recht ruhigem Handel unter \$ 400 je Feinunze.

## VII. Kapitalverkehr und Finanzsysteme in den aufstrebenden Volkswirtschaften

### Schwerpunkte

Die offiziellen Kapitalströme in die Entwicklungsländer waren 1995 größer als seit vielen Jahren. Mexiko, das mit einer akuten Finanzkrise zu kämpfen hatte, erhielt in noch nie dagewesenem Ausmaß Finanzhilfe aus dem Ausland. Dank einschneidender binnenwirtschaftlicher Maßnahmen erlangte das Land schließlich wieder Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten, aber die Risikoaufschläge blieben hartnäckig hoch und sanken erst Anfang 1996 auf ihr Niveau vor der Krise. Die offiziellen Kapitalströme nach Argentinien waren ebenfalls beträchtlich.

Die privaten Kapitalströme in beide Länder verringerten sich trotz einer ausgeprägten Zunahme der Emissionstätigkeit des Staates und des übrigen öffentlichen Sektors an den internationalen Anleihemärkten. Die Auswirkungen der Peso-Krise auf die Finanzmärkte der anderen Entwicklungsländer erwiesen sich jedoch als nur von kurzer Dauer. Nach einem starken Rückgang im ersten Quartal 1995 erholten sich die aggregierten Zuflüsse privaten Kapitals nach Asien und Brasilien wieder. Die Währungsreserven der Entwicklungsländer stiegen erheblich an.

Die Mexiko-Krise hatte zwar nur vorübergehende Auswirkungen auf die internationalen Kapitalbewegungen, deckte aber Schwächen im Bankensystem der meisten lateinamerikanischen Länder auf. Somit diente sie allgemein als Warnung vor den Risiken eines fragilen Finanzsektors und als Hinweis auf die besondere Bedeutung des Aufbaus widerstandsfähiger Finanzsysteme. Noch vor einem Jahrzehnt waren das Tempo und das Ausmaß der Liberalisierung und Internationalisierung der Finanzsysteme in den aufstrebenden Volkswirtschaften kaum abzusehen. Wertpapiermärkte, die zuvor nicht oder nur in Ansätzen existierten, haben an Breite und Tiefe gewonnen. Gleichzeitig ist das Kreditvolumen der Banken stark gestiegen und machte gelegentlich die Aufsicht schwierig.

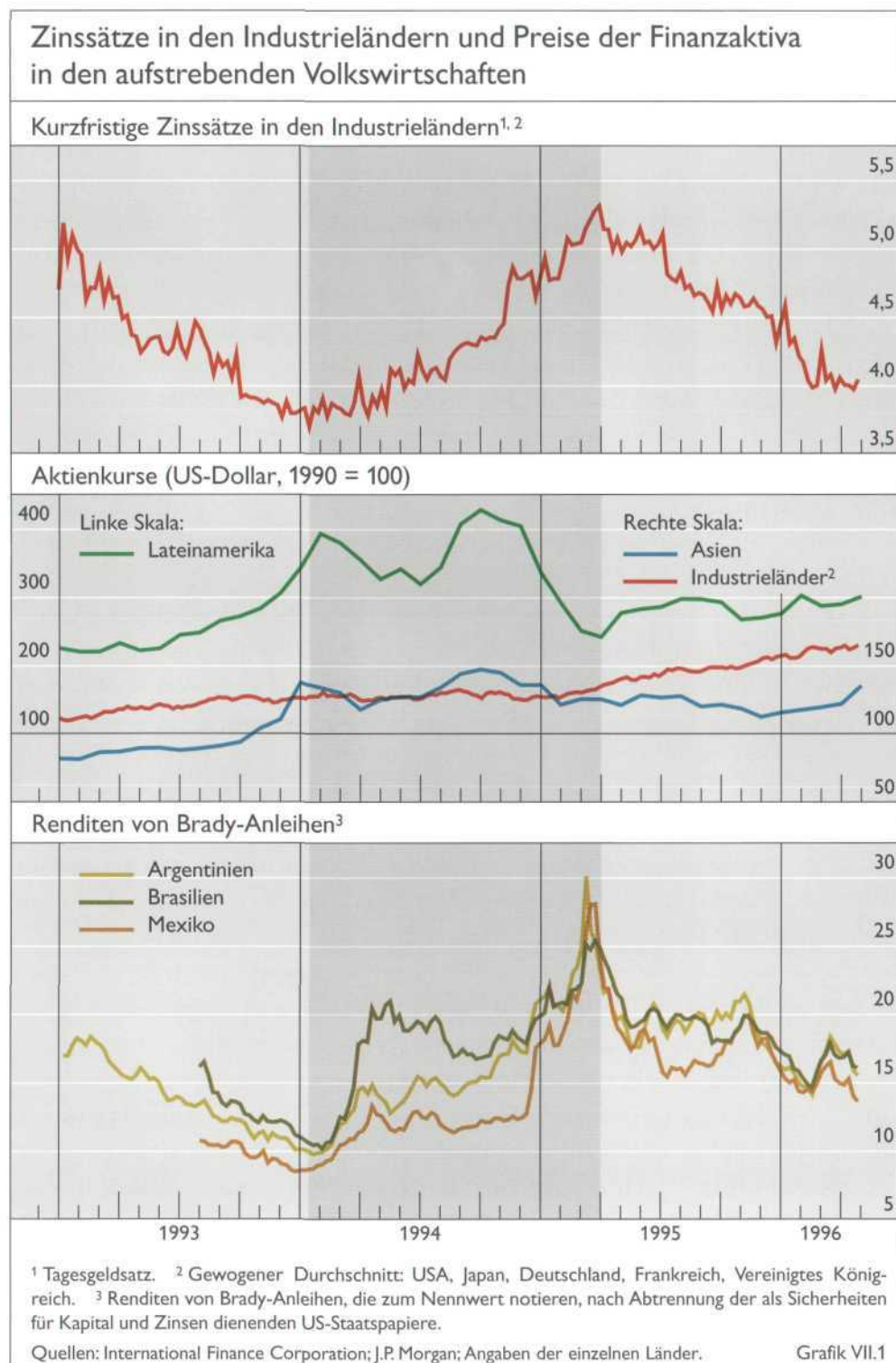
In mehreren Ländern stehen die Banken inzwischen vor sichtbaren und auch verdeckten Problemen. Die Wirtschaftspolitiker haben erkannt, daß die Art, wie die Probleme gelöst werden, in den kommenden Jahren bedeutende makroökonomische Implikationen haben könnte, und die Probleme werden daher wirksamer angegangen, als es in den siebziger und achtziger Jahren oft der Fall war. In den meisten Ländern ist die Wirtschaftspolitik nunmehr auf Stabilität ausgerichtet, und die Reformen, durch die die Finanzsysteme offener und marktorientierter geworden sind, wurden nur in geringem Maße zurückgenommen. Unter der Voraussetzung, daß diese wirtschaftspolitische Strategie beibehalten werden kann, besteht Anlaß zu vorsichtigem Optimismus, was die Stabilität der Finanzsysteme in den aufstrebenden Volkswirtschaften betrifft.



## Kapitalbewegungen nach der Mexiko-Krise

Die Krise um den mexikanischen Peso löste in den ersten Monaten des Jahres 1995 Kapitalabflüsse aus den Entwicklungsländern aus. Massive und marktweite Verkäufe von Wertpapieren aufstrebender Volkswirtschaften brachten die Wechselkurse unter Abwertungsdruck und ließen die Aktien- und Anleihekurse abbröckeln. Ein Anzeichen für den abrupten Umschwung der Marktstimmung war die starke

Starke Kapitalabflüsse aus Lateinamerika Anfang 1995 ...



Erhöhung der Renditen der Brady-Anleihen, wie sie in Grafik VII.1 zum Ausdruck kommt. Mexiko hatte akute Probleme bei der Stabilisierung des vor kurzem freigegebenen Wechselkurses, so daß wiederholte Schwächeanfänge der Währung in den ersten Monaten des Jahres zu einer stufenweisen Anhebung der Zinssätze führten (in Kapitel III werden diese Entwicklungen im Detail beschrieben). Außergewöhnlich kräftige Erhöhungen der kurzfristigen Zinssätze im ersten Quartal konnten weder in Argentinien noch in Brasilien hohe Verluste an Währungsreserven verhindern.

... und den meisten Ländern Asiens ...

In Asien war der Abwärtsdruck auf die Wechselkurse zunächst sehr stark. Die einzige bedeutende Ausnahme war der Singapur-Dollar, der offensichtlich von einer gewissen Verschiebung der Kapitalströme profitierte. Einige Zentralbanken hoben die Tagesgeldsätze spürbar an, intervenierten in großem Umfang an den Devisenmärkten und wirkten auf die lokalen Banken ein, potentiellen Spekulanten keine Finanzmittel zur Verfügung zu stellen. Diese Maßnahmen waren im allgemeinen erfolgreich, und der Druck auf die Wechselkurse ließ rasch nach.

... gefolgt von erneuten Zuflüssen aufgrund Stabilisierungspolitik ...

Im Laufe des Jahres gewannen die Kapitalrückflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften an Dynamik. Diese Verbesserung war auf zwei Faktoren zurückzuführen. Erstens stellten eine unterschiedliche Zusammensetzung der staatlichen Kreditvergabe, rigorose wirtschaftspolitische Maßnahmen (einschl. hoher Zinssätze) und ein anhaltendes Bekenntnis zu liberalen Finanzmärkten das Vertrauen internationaler und inländischer Anleger wieder her, so daß die Kapitalflucht aus Lateinamerika zunächst eingedämmt und später umgekehrt werden konnte. Insbesondere die Fertigstellung eines umfassenden Pakets von Auslandskrediten und die Ankündigung eines neuen Stabilisierungsprogramms Anfang März beschwichtigten die Befürchtungen der Märkte, daß Mexiko nicht mehr in der Lage sein könnte, seinen kurzfristigen Verbindlichkeiten nachzukommen. Bis zur Jahresmitte waren auch einige internationale Anleiheemissionen mit 2jähriger Laufzeit von Schuldnern des öffentlichen Sektors Mexikos mit Erfolg untergebracht worden. Obwohl der mexikanische Peso im Herbst von erneuten Turbulenzen erfaßt wurde, stabilisierte er sich später wieder, aber auf einem deutlich niedrigeren Niveau.

Die Kapitalabflüsse aus Argentinien wurden durch eine Straffung der Finanzpolitik, beträchtliche offizielle Kreditströme, erhöhte internationale Anleiheemissionen des öffentlichen Sektors und einen kräftigen Anstieg der Zinssätze zum Stillstand gebracht. In Brasilien zog die Kombination aus sehr hohen Zinssätzen (die im März auf etwa 65% kletterten und sich bis Jahresende wieder auf 40% zurückbildeten) und einer nur allmählichen Abwertung der Währung massiv Kapital an, obwohl die Beschränkungen für Kapitalzuflüsse weiter verschärft wurden. Die Währungsreserven stiegen von April bis Dezember 1995 um beinahe \$ 20 Mrd. und verzeichneten Anfang 1996 erneut einen großen Zuwachs.

... und aufgrund fallender Erträge an den Finanzmärkten der Industrieländer

Ein zweiter, eher zyklisch beeinflusster Bestimmungsfaktor für die höheren Kapitalströme in die Entwicklungsländer war der ausgeprägte Rückgang der kurzfristigen Zinssätze in den bedeutendsten Industrieländern (s. Grafik VII.1). Die Aktienmärkte in Lateinamerika erholten sich ebenfalls etwas, wenn auch der Kursanstieg hinter dem der vorangegangenen Periode fallender Zinssätze (1993 und Anfang 1994) zurückblieb. Die Kapitalzuflüsse an die Aktienmärkte aufstrebender Volkswirtschaften gewannen jedoch Ende 1995 wieder an Dynamik, da die außergewöhnlich starke Kurserhöhung an den Aktien- und Anleihemärkten der wichtigsten



Kapitalströme nach Asien und Lateinamerika						
Mrd. US-Dollar						
	1980–90	1991	1992	1993	1994	1995
Private Nettokapitalzuflüsse						
Insgesamt	12,4	50,7	80,9	95,2	70,0	52,6
China	1,9 <sup>1</sup>	-1,9	11,7	7,8	16,4	- 1,4
Sonstige Länder Asiens <sup>2</sup>	4,4	24,5	18,3	32,4	22,0	34,7
Brasilien	3,8	2,5	9,1	9,9	9,1	32,0
Mexiko	1,7	21,0	23,9	30,3	9,7	-15,4
Sonstige Länder Lateinamerikas <sup>3</sup>	0,6	4,6	18,0	14,7	12,9	2,7
Offizielle Nettokapitalzuflüsse						
Insgesamt	12,0	10,2	16,9	10,1	10,4	35,8
China	1,2	2,9	5,4	5,6	7,5	6,2
Sonstige Länder Asiens <sup>2</sup>	5,7	7,2	11,1	3,6	3,1	2,3
Brasilien	1,0	-1,4	-0,5	-1,2	- 0,7	- 0,7
Mexiko	2,0	2,0	1,7	-0,9	0,3	25,7
Sonstige Länder Lateinamerikas <sup>3</sup>	2,1	-0,5	-0,9	2,9	0,2	2,3
Nettozuwachs der Währungsreserven						
Insgesamt	13,4	52,7	70,0	57,2	43,0	60,2
China	2,7 <sup>1</sup>	14,1	23,2	1,8	30,5	22,0
Sonstige Länder Asiens <sup>2</sup>	10,5	23,3	23,9	36,7	21,7	15,0
Brasilien	-0,1	-0,4	14,7	8,7	7,2	13,5
Mexiko	0,6	8,2	1,2	6,1	-18,9	9,6
Sonstige Länder Lateinamerikas <sup>3</sup>	-0,3	7,6	7,1	4,0	2,5	0,2

Anmerkung: Kapitalströme berechnet aus Differenz von Leistungsbilanz und Veränderung der Währungsreserven; private Kapitalströme berechnet als Restgröße einer Schätzung der offiziellen Kapitalströme.

<sup>1</sup> 1982–90. <sup>2</sup> Indien, Indonesien, Malaysia, Singapur, Taiwan, Thailand. <sup>3</sup> Argentinien, Chile, Kolumbien, Venezuela.

Quellen: IWF, *Balance of Payments Statistics*; Institute of International Finance. Tabelle VII.1

Industrieländer im Jahr 1995 die Aussichten auf weitere Kapitalgewinne der Finanzaktiva an mehreren entwickelten Märkten begrenzt erscheinen ließ.

Die Auslandskapitalzuflüsse nach Asien erhielten durch das anhaltend kräftige Wirtschaftswachstum Auftrieb. Als die Geldpolitik in einigen Ländern gestrafft wurde, zogen die höheren Zinssätze Kapitalzuflüsse in kurzfristige Wertpapiere und Bankeinlagen an. Außerdem wurden einige Bauvorhaben in Asien durch internationale Anleiheemissionen finanziert, und die ausländischen Direktinvestitionen erhöhten sich. Insgesamt beliefen sich die Nettozuflüsse von privatem Auslandskapital in die großen asiatischen Volkswirtschaften außer China (wo die Kreditaufnahme im Ausland reduziert wurde) auf \$ 35 Mrd. Da sich aber die Leistungsbilanzdefizite in diesen Ländern spürbar ausweiteten, wuchsen die Währungsreserven weniger stark als in früheren Jahren, sowohl in absoluten Zahlen als auch im Verhältnis zu den Kapitalzuflüssen. Chinas Währungsreserven stiegen 1995 und im ersten Quartal 1996 um beinahe \$ 30 Mrd.

Eine markante Veränderung in der Zusammensetzung der Kapitalströme bestand 1995 in dem ausgeprägten Wiederanstieg der Nettokreditaufnahme der Banken. Trotz massiver Tilgungen durch Kreditnehmer in Mexiko und mehreren ölproduzierenden Ländern der Golf-Region wuchsen die Nettoforderungen der an

In Asien große Nachfrage nach ausländischem Kapital ...

... und zunehmende Bankkredite

die BIZ berichtenden Banken gegenüber den Entwicklungsländern (ohne Offshore-Bankplätze) um etwa \$ 21 Mrd., verglichen mit einer nur kleinen Veränderung 1994 (s. Kapitel VIII, Tabelle VIII.3). Die größten Forderungszuwächse waren gegenüber Korea und Thailand zu verzeichnen. Nachdem die ersten Auswirkungen der Mexiko-Krise abgeklungen waren, nahmen die Entwicklungsländer die internationalen Anleihemärkte wieder stärker in Anspruch. Beide Entwicklungen werden in Kapitel VIII näher behandelt.

## Gesamtwirtschaftliche Stabilität und Stärke des Finanzsystems

Zahlreiche Kapitalmärkte der Entwicklungsländer, die in den neunziger Jahren ein gesteigertes Anlegerinteresse auf sich gezogen hatten, sind noch immer eng (mit einer eingeschränkten Palette von Wertpapieren) und wenig tief (mit einem niedrigen Umsatz). In vielen Fällen haben unvollständig sterilisierte Kapitalzuflüsse die Liquidität der Banken erhöht und damit zu einer kräftigen Kreditexpansion beigetragen.

In den meisten Ländern Asiens und Lateinamerikas ist die Entwicklung eines liberalen Banken- und Finanzsystems noch immer relativ jungen Datums und noch lange nicht abgeschlossen. Wenn Beschränkungen einmal aufgehoben sind, dauert es einige Zeit, eine moderne Infrastruktur des Finanzsystems mit stabilen Instituten aufzubauen. Sogar in den Industrieländern waren die Finanzmarktrefor­men von ausgeprägter Volatilität an den Märkten begleitet, und gelegentlich wurden auch große inländische Institute, vor allem Banken, von Anspannungen erfaßt. Um so höher ist für die sich noch in der Entwicklung befindlichen Volkswirtschaften das Risiko, daß die Reform des Finanzsystems Turbulenzen auslöst, selbst wenn die Wirtschaftspolitik – nach üblichen Maßstäben – an der Stabilität orientiert ist. Die schnelle Industrialisierung einiger asiatischer Länder in den neunziger Jahren löste beispielsweise einen Bauboom aus, der die Kreditaufnahme für Immobilienanlagen stimulierte, was an die Erfahrungen mehrerer Industrieländer in den achtziger Jahren erinnerte. Rasche Veränderungen in der Struktur der relativen Preise (einschl. der Preise für Vermögenswerte) sind eine neue Herausforderung für das Finanzsystem, ein solches Risiko richtig zu bewerten. In einigen Entwicklungsländern ist diese Aufgabe aufgrund einer destabilisierenden Finanz- und Geldpolitik schwieriger geworden.

Solide  
Finanzsysteme  
begünstigen  
makroökonomische  
Stabilität ...

Stabilität in der Gesamtwirtschaft und im Finanzsystem verstärken einander wechselseitig. Auf der einen Seite erleichtern solide Finanzsysteme die Durchführung einer auf gesamtwirtschaftliche Stabilität ausgerichteten Wirtschaftspolitik. Ein Element der Stabilität sind tiefere Kapitalmärkte, da sie zu einer reibungsloseren Umsetzung der Geldpolitik beitragen. Ein weiteres Element ist ein solides Bankensystem, das es einfacher macht, die Geldpolitik zu straffen, wenn die längerfristige Stabilität dies erfordert. Die Bedeutung dieses Zusammenhangs hat die jüngste Erfahrung in einigen Ländern gezeigt. Zum Beispiel haben die Schwächen in den Bankensystemen Brasiliens und Mexikos zwangsläufig die mit höheren Zinssätzen verbundenen Risiken verschärft, was vorübergehend die Kosten der dringend erforderlichen Stabilisierungsmaßnahmen ansteigen ließ.

... und umgekehrt

Auf der anderen Seite senkt gesamtwirtschaftliche Stabilität das Risiko von Problemen im Finanzsystem. Die Erfahrungen verschiedener Länder lassen



darauf schließen, daß die gesamtwirtschaftliche Stabilität in vierfacher Hinsicht bedeutende Auswirkungen auf die Stabilität des Finanzsystems hat – beim Haushaltssaldo, bei der privaten Sparquote, bei der Inflation und beim Wechselkurs.

Eine solide Haushaltslage kann die Bewältigung einiger gesamtwirtschaftlicher Probleme erleichtern, die üblicherweise in der Übergangsphase zu einem stabilen und offenen Finanzsystem auftreten. Die Zunahme der staatlichen Ersparnisbildung kann den Rückgang der privaten Ersparnis ausgleichen, zu dem es in der Regel kommt, wenn die Aufhebung direkter Kreditkontrollen einen sprunghaften Anstieg der Kreditnachfrage nach sich zieht. Dadurch kann das Risiko eines Preisauftriebs an den Güter- und vor allem Kapitalmärkten, das oft mit der Liberalisierung verbunden ist, in Grenzen gehalten werden. Niedrige Budgetdefizite können auch zur Eindämmung der für wenig liquide und unterentwickelte Kapitalmärkte charakteristischen Zinsvolatilität beitragen, einer weiteren potentiellen Ursache für Probleme im Finanzsystem. Schließlich können geringere Haushaltsdefizite die inländischen Zinssätze senken und so die großen kurzfristigen Kapitalzuflüsse, die Reformen im Finanzsystem häufig begleiten, einschränken. Kurzum, eine solide Haushaltslage fördert fast immer auch die Stabilität an den Finanzmärkten.

Dennoch zeigen mehrere Finanzkrisen in Lateinamerika (zuletzt in Mexiko) recht deutlich, daß eine ausgeglichene Haushaltslage allein nicht ausreichen dürfte, um Stabilität zu garantieren. Eine hohe private Sparquote ist dazu ebenfalls notwendig. Seit langem bestehende Programme zur Förderung der privaten Ersparnisbildung (s. Kapitel III) haben in mehreren Ländern, insbesondere in Chile und einigen asiatischen Ländern, die Entwicklung lokaler Kapitalmärkte erheblich begünstigt. Eine Reihe anderer Länder (darunter Brasilien und Mexiko) haben vor kurzem Schritte zur Stärkung der privaten Ersparnisbildung unternommen bzw. angeregt.

Auch eine niedrige Inflationsrate kann zur Stabilität des Finanzsystems beitragen. Ein starker Preisauftrieb untergräbt die Berechenbarkeit und Stabilität der zukünftigen Erträge; er verzerrt außerdem die Signale einer Veränderung der relativen Preise. Die Kreditvergabe der Banken wird risikoreicher, und die Entwicklung längerfristiger Wertpapiermärkte wird verhindert. Darüber hinaus befindet sich ein Finanzsystem, das sich vor dem Hintergrund chronischer Inflation herausgebildet hat, in einer schlechten Ausgangslage, um mit einem stabileren Umfeld zurechtzukommen. Die Inflation kann neue Finanzinstitute zum Eintritt in einen schon gesättigten Markt ermuntern, da sie aus unverzinsten Passiva massive Inflationsgewinne entstehen läßt. In Argentinien und Brasilien schossen in früheren Phasen einer Hyperinflation neue Banken wie Pilze aus dem Boden, und manchmal bauten sie auch Filialnetze auf. Außerdem konzentrierten sich die Finanzinstitute auf kurzfristige Transaktionen, wobei sie Geldhandelsgeschäften den Vorzug gegenüber Krediten gaben. Die Qualität der Aktiva des Finanzsektors wurde in Mitleidenschaft gezogen, weil das Know-how zur Kreditbeurteilung abnahm.

Schließlich kann auch ein längerfristig angemessener Wechselkurs das Risiko von Finanzkrisen verringern. Wechselkursorientierte Stabilisierungsprogramme, die oft einen starken Inflationsrückgang bewirkt haben, werden häufig zu lange aufrechterhalten, und die Währung ist schließlich überbewertet. Je länger ein nicht den Fundamentaldaten entsprechender Wechselkurs beibehalten wird, um so größer ist die Gefahr von Fehlallokationen bei der Finanzierung der Wirtschaftszweige, und um so höher werden später die Kosten von Produktionsverlagerungen sein.

Zu den Faktoren makroökonomischer Stabilität zählen: Haushaltsdisziplin ...

... hohe private Sparquoten ...

... niedrige Inflation ...

... und angemessener Wechselkurs

Das gilt insbesondere dann, wenn unerwartete kurzfristige Kapitalabflüsse erhebliche und rasche Anpassungsmaßnahmen erzwingen. Mehrere Finanzkrisen in Lateinamerika sind denn auch durch äußerst abrupte Wechselkursveränderungen ausgelöst worden.

Flexible oder feste Wechselkurse

Ob freiere und offenere Finanzmärkte auch einen höheren Grad an Wechselkursflexibilität erfordern, ist eine unbeantwortete Frage. Einerseits gehen die Gebietsansässigen bei einem festen Wechselkurs oft gefährlich hohe Währungsrisiken ein, wenn sie Kredite in Fremdwährung aufnehmen, um von den niedrigen internationalen Zinssätzen zu profitieren. Der Übergang zu freien Wechselkursen könnte diesen Anreiz vermindern. Eine größere Wechselkursflexibilität – so könnte argumentiert werden – würde auch die Absorption exogener Schocks, wie Änderungen der Terms of Trade oder Umschwünge der Kapitalströme, erleichtern, ohne den inländischen Zinssätzen die gesamte Anpassungslast aufzubürden. Andererseits hat sich ein stabiler Wechselkurs, der von den Währungsbehörden deutlich sichtbar unterstützt wird, für die Märkte oft als wichtiges Signal einer offiziellen Stabilitätsverpflichtung erwiesen, insbesondere dort, wo erst vor relativ kurzer Zeit die Wirtschaftsstrategie neu ausgerichtet wurde. Daher steuern die meisten Entwicklungsländer mit ausreichenden Währungsreserven ihre Wechselkurse in relativ engen Grenzen. Einige haben sich für ein im voraus angekündigtes Wechselkursband entschieden, das einen Anker für die Erwartungen bilden kann, aber gleichzeitig Spielraum für reale Anpassungen läßt.

## Wertpapiermärkte

Größere Tiefe der Kapitalmärkte ...

Ebenso wie in den Industrieländern haben die Kapitalmärkte bei der Finanzintermediation gegenüber den Banken an Bedeutung gewonnen. Tabelle VII.2 zeigt den starken Wertzuwachs der umlaufenden Wertpapiere gemessen am BIP seit 1990 für die wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften. In mehreren asiatischen Ländern ist dieses Verhältnis inzwischen fast so hoch wie in einigen bedeutenden Industrieländern. In Lateinamerika bleibt jedoch der Anteil der Banken an der Finanzintermediation sehr hoch (s. Tabelle VII.5 im folgenden Abschnitt).

... für Banken von Vorteil

Die Substitution von Krediten durch handelbare Wertpapiere kann im Wettbewerb eine Herausforderung für die Banken darstellen. Dennoch stehen die Wertpapiermärkte mit den Banken nicht nur im Wettbewerb, sondern können auch zur Steigerung der Widerstandskraft des Bankensystems beitragen. Die Kapitalmärkte können das zuvor bei den Banken konzentrierte Risiko verteilen; beispielsweise hat eine verstärkte Finanzierung der Immobilienunternehmen über den Aktienmarkt eine Absenkung der Beleihungsgrenze ihrer Immobilienkredite erleichtert. Zusammen mit der Verbriefung der Hypothekarkredite hat dies etwa in Hongkong dazu beigetragen, die Banken gegen fallende Immobilienpreise abzuschotten. Überdies können gut entwickelte Märkte für Schuldtitel, die sich auch auf den langfristigen Laufzeitenbereich erstrecken, die Banken bei der Begrenzung der Fristeninkongruenz in ihren Bilanzen unterstützen. Schließlich können die Wertpapiermärkte den Banken Hilfestellung bei der Risikobewertung geben.

Geldmärkte

In zahlreichen Ländern entwickeln sich inzwischen relativ liquide *Geldmärkte*, da im Zuge des Abbaus der Kontrollen die kurzfristigen Zinssätze stärker auf die



Wertpapiermärkte									
In Prozent des BIP, wenn nicht anders angegeben									
	Wertpapier- umlauf <sup>1</sup>		Aktien				Anleihen		
	1990	1994	Markt- kapitalisierung		Handels- konzentration <sup>2</sup>	Um- satz <sup>3</sup>	Markt- kapitalisierung		Um- satz <sup>3</sup>
			1990	1995			1990	1994	
Indien	35,0	93,4	12,6	56,9	6,2	24,1	18,5	22,4	57,5
Ostasien									
Indonesien	13,5	32,6	7,6	33,9	35,4	29,4	1,6	6,0	10,0
Korea	91,4	105,4	44,0	40,2	12,8	171,6	19,7	24,1 <sup>4</sup>	43,0
Malaysia	196,5	352,6	113,8	265,0	13,6	62,3	59,9	51,2	32,6
Taiwan	83,2	134,7	62,3	74,0	23,4	353,5	5,6	13,6	1 840,0
Thailand	37,8	113,8	27,9	85,4	28,0	60,9	9,8 <sup>5</sup>	7,0 <sup>5</sup>	4,0
Lateinamerika									
Argentinien	9,4	30,4 <sup>6</sup>	2,4	13,4	47,7	28,1	7,0	18,3 <sup>6</sup>	600,0 <sup>6</sup>
Brasilien	11,9	66,6	3,7	26,2	77,6	83,4			
Chile	54,5	155,8	44,9	109,4	57,7	9,5	9,6	18,4	275,4
Kolumbien	22,8	34,4	3,5	23,9	52,5	17,8	1,6	4,9	
Mexiko	44,6	73,9	14,1	36,3	56,4	46,5	8,7	2,9	32,9
Venezuela	22,4	18,2	17,2	4,9	80,7	20,2	5,2	11,1	
USA	203,7	244,5	56,3	94,7	7,4	69,7	108,3	123,4	1 460,0 <sup>5</sup>
Japan	189,5	178,2	99,5	72,1	13,2	32,4	78,0	88,4	250,0 <sup>5</sup>
Deutschland	88,9	132,7	21,6	23,9	61,9	97,8	70,1	85,6	2 120,0 <sup>5</sup>

<sup>1</sup> Falls verfügbar, einschl. kurzfristiger Geldmarktpapiere, Staats- und Unternehmensanleihen und Aktien zum Marktwert. <sup>2</sup> Anteil der 10 meistgehandelten Aktien am Wert des Gesamtumsatzes 1994 in Prozent. USA und Japan: Anteil am Gesamtumsatz. <sup>3</sup> Wert des Gesamtumsatzes in Prozent der durchschnittlichen Marktkapitalisierung 1994. <sup>4</sup> 1995. <sup>5</sup> Nur Staatsanleihen. <sup>6</sup> 1993.

Tabelle VII.2

Marktverhältnisse reagieren. Die Zinssätze sind an diesen Märkten in der Regel deutlich volatiler als in den Industrieländern (s. Tabelle VII.3), was jedoch nicht nur durch die geringe Markttiefe, sondern auch durch ein instabiles gesamtwirtschaftliches Umfeld bedingt ist. Außerdem werden solche Märkte gelegentlich durch die Marktstrategie der größten inländischen Banken bestimmt, die manchmal auf der Grundlage von Absprachen handeln. Dennoch hat das ausländische Engagement an diesen Märkten in den letzten Jahren beträchtlich zugenommen.

Die Anleihemärkte blieben in einem großen Teil der Entwicklungsländer verhältnismäßig unterentwickelt. In vielen Fällen haben eine unzulängliche Infrastruktur und hohe Emissionskosten die Unternehmen dazu veranlaßt, Anleihen im Wege der Privatplatzierung oder an den internationalen statt an den nationalen Märkten zu emittieren. Die bestehenden Anleihemärkte sind noch immer ziemlich illiquide, oft weil die inländischen Finanzinstitute die Anleihen aufgrund von Anlageverpflichtungen bis zum Ende der Laufzeit halten. Am weitesten sind die Anleihemärkte in Asien entwickelt, insbesondere in Hongkong, Korea, Malaysia und Singapur. Ausländischen Anlegern offenstehende Märkte sind unter sonst gleichen Rahmenbedingungen im allgemeinen liquider. Um die Entwicklung der Anleihemärkte zu fördern, wurden z.B. kosteneffiziente und sichere Clearingsysteme aufgebaut, und unabhängige Rating-Agenturen wurden eingerichtet, um Bonitätsbeurteilungen der Kreditnehmer anzubieten. Aber selbst wenn die Rahmen-

Anleihemärkte

bedingungen stimmen, müssen nicht sofort Märkte entstehen. Viele Zentralbanken in den Industrie- und Entwicklungsländern waren vor allem bemüht, Marktmacher zu unterstützen, die zur kontinuierlichen Preisstellung bereit sind. In mehreren Ländern versuchten die Verantwortlichen, tiefere Märkte für ein Referenzpapier zu schaffen, indem sie z.B. illiquide Emissionen am Markt erwarben und die Referenzemission verkauften.

Die Märkte für Staatsanleihen in den Industrieländern erfüllen die wichtige Funktion, den Banken sichere und liquide Wertpapiere zur Verfügung zu stellen. In den Entwicklungsländern, in denen es solche Wertpapiere nicht gibt, müssen die Banken ihre Aktivastruktur manchmal zu stark auf Kredite ausrichten und haben dadurch im Falle von Einlagenabflüssen einen geringeren Sicherheitspuffer.

Die Aktienmärkte haben sich rascher entwickelt, und in vielen Ländern liegt das Verhältnis der Marktkapitalisierung zum BIP nahe dem Durchschnitt der Industrieländer (s. Tabelle VII.2). In mehreren Ländern ist jedoch der Umsatz noch immer verhältnismäßig niedrig und wird dominiert von Transaktionen in den Aktien weniger großer Unternehmen. Außerdem ist die Volatilität der Aktienkurse immer noch viel höher als in den Industrieländern, insbesondere in Lateinamerika. Dennoch war die Kursvolatilität mit zwei Ausnahmen in allen in der Tabelle

Aktienmärkte

Volatilität der Wechselkurse, Zinssätze und Aktienmärkte								
	Wechselkurse <sup>1</sup>		Zinssätze <sup>2</sup>				Aktienmärkte <sup>3</sup>	
	1986–90	1991–95	Tagesgeldsatz		3-Monats-Satz		1986–90	1991–95
			1986–90	1991–95	1986–90	1991–95		
Standardabweichung der Veränderungen gegenüber dem Vormonat								
China	3,4	4,3			0,5	0,3		21,6
Indien	1,3	3,2	2,6	5,2			8,9	10,4
Hongkong	0,1	0,2	2,4	1,4	0,8	0,5	8,8	7,6
Korea	0,8	0,6	0,9	1,3	0,0	0,2	8,9	7,7
Singapur	1,2	1,0	2,5	1,1	0,5	0,5	7,3	4,1
Taiwan	1,6	1,2	1,7	0,9			17,8	11,2
Indonesien	3,9	0,2	2,2	2,0	1,6	0,6	10,8	8,6
Malaysia	1,0	1,4	1,2	0,3	0,4	0,2	8,6	7,0
Thailand	0,6	0,5	1,2	2,5	0,5	0,7	9,3	8,8
Argentinien	18,8	5,3	∞	27,2	∞	23,3	31,7	17,6
Brasilien	10,5	11,2	∞	∞			22,9	16,2
Chile	1,3	1,8			0,6	0,2	8,3	8,1
Kolumbien	0,3	2,2			0,9	1,8	6,4	11,5
Mexiko	3,7	5,8			12,2	5,8	15,9	10,8
Venezuela	10,0	7,1			2,9	5,1	13,7	13,3
Frankreich	0,7	0,7	0,4	0,8	0,3	0,6	4,6	4,0
Italien	0,7	2,8	0,6	0,9	0,7	0,8	7,6	6,0
Vereinigtes Königreich	2,4	2,1	0,6	0,4	0,6	0,4	5,5	3,4

Anmerkung: ∞ zeigt einen Wert von größer als 1000 an.

<sup>1</sup> Aufstrebende Volkswirtschaften: gegenüber dem US-Dollar. Europa: gegenüber der D-Mark. <sup>2</sup> China: Satz für 1jährige Einlagen. Taiwan vor November 1994: gewogener Durchschnitt von 6 Geldmarktsätzen mit Laufzeiten von einem Tag bis zu 6 Monaten. Chile: Realzinssatz wie offiziell definiert. <sup>3</sup> In US-Dollar.

Tabelle VII.3



angeführten Ländern 1991–95 niedriger als 1986–90. Dies läßt darauf schließen, daß das in den neunziger Jahren deutlich größere Engagement ausländischer Anleger an den Aktienmärkten aufstrebender Volkswirtschaften die Volatilität an diesen Märkten nicht unbedingt erhöht hat. Es ist sogar davon auszugehen, daß die breitere Anlegerpalette möglicherweise zur Stabilität der Märkte beigetragen hat.

Die Entwicklung des Marktes für *Brady-Anleihen* war für ausländische Anleger von besonderer Bedeutung. Das hohe Volumen emittierter Brady-Anleihen und ihre Denominierung in Dollar schufen die Grundlage für einen tiefen und liquiden Sekundärmarkt, der sich in den letzten Jahren als empfindlicher Indikator erwiesen hat, wenn die Stimmung bezüglich der einzelnen Länder an den Finanzmärkten umschlug. Da dadurch die Bewertung des Länderrisikos erleichtert wurde, bekamen die Anleger einen Absicherungsmechanismus an die Hand: Beispielsweise kann ein Wertpapierkauf am Kassamarkt mit einer Verkaufsoption für Brady-Anleihen kombiniert werden.

Im Zuge des Übergangs zu marktbestimmten Wechselkursen und Zinssätzen erlangten das Risikomanagement und der Handel von Risiken einen herausragenden Stellenwert. Dementsprechend war 1995 durch einen bemerkenswerten Trend zur raschen Entwicklung neuer börsengehandelter Derivate gekennzeichnet. Die Einführung neuer derivativer Kontrakte an den wichtigsten Börsen der USA ist deshalb von besonderer Bedeutung, weil die Anleger damit Zugang zu Offshore-Absicherungsinstrumenten erhalten, die mit geringeren politischen Risiken – z.B. dem der Einführung von Kapitalverkehrskontrollen – verbunden sind als inländische Instrumente. Die Verwendung von Futures auf den mexikanischen Peso, die seit April 1995 an der Chicago Mercantile Exchange notieren, hat zugenommen. Zuletzt sind Derivate auf einen 30 Werte umfassenden mexikanischen Aktienindex sowie Futures und Optionen auf mexikanische Brady-Anleihen eingeführt worden. Im November 1995 wurden Futures und Optionen auf den brasilianischen Real auf den Markt gebracht. Mit dem Entstehen liquiderer kurzfristiger Geldmärkte und Interbankmärkte haben sich Märkte für außerbörslich gehandelte Zinsfutures und -forwards herausgebildet, und auch die Optionsmärkte beginnen Tritt zu fassen. Insgesamt dürften diese Entwicklungen die Liquidität der Kassamärkte im Laufe der Zeit weiter verbessern.

Brady-Anleihen

Derivate

## Bankensystem und Kreditwachstum

Ein gesamtwirtschaftliches Umfeld, das generell volatil ist als in den wichtigsten Industrieländern, hat die Probleme des Bankensektors in den Entwicklungsländern verschärft. Tabelle VII.4 zeigt eine weitgehende Übereinstimmung der LänderEinstufung nach der Volatilität des Bankgeschäfts mit jener auf der Grundlage der Volatilität des BIP-Wachstums und der Inflation. Im Jahresabstand betrachtet, überschreitet jedoch die Variabilität der Einlagen und Kredite der Banken die des BIP beträchtlich. Selbst unter Berücksichtigung der stärker ausgeprägten konjunkturellen Schwankungen war aber das Bankgeschäft in Lateinamerika bei weitem am volatilsten (s. Grafik VII.2).

Ein instabiles gesamtwirtschaftliches Umfeld erschwert zwangsläufig die Beurteilung der Kreditrisiken durch die Banken. Aus der Bonitätseinstufung eines Unternehmens in einer Phase von Hyperinflation läßt sich nicht ohne weiteres auf

Weniger stabiles gesamtwirtschaftliches Umfeld ...

... nicht mit Solidität der Bankensysteme vereinbar

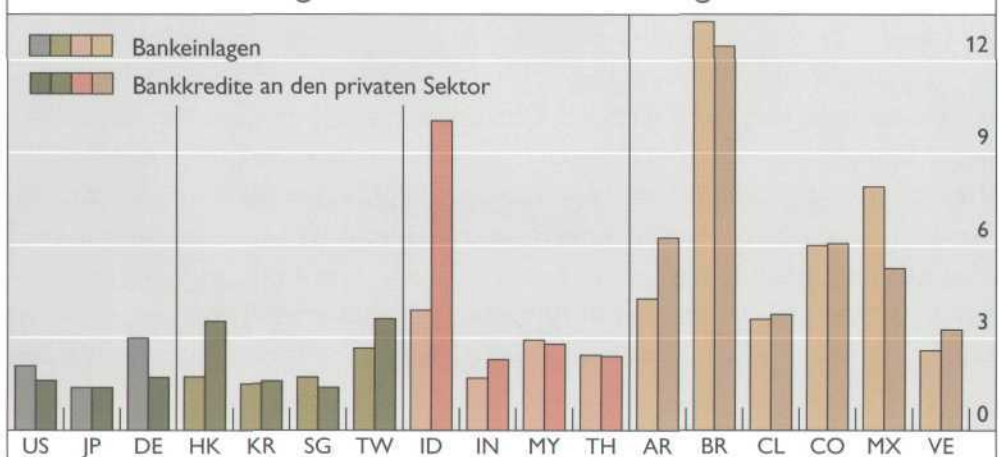
### Volatilität makroökonomischer Indikatoren und aggregierter Bankbilanzpositionen<sup>1</sup>

	BIP	Inflation	Bankeinlagen <sup>2</sup>	Bankkredite an den privaten Sektor <sup>2</sup>
Indien	2,0	4,1	3,4	4,6
Hongkong	3,5	3,1	6,1 <sup>3</sup>	12,4 <sup>4</sup>
Korea	3,5	7,2	5,3	5,6
Singapur	3,3	2,6	5,7	4,6
Taiwan	2,4	5,5	6,4	8,7
Indonesien	2,0	3,1	7,8	20,1
Malaysia	3,0	2,4	8,8	8,4
Thailand	2,7	4,6	6,6	6,5
Argentinien	5,5	888,3	23,5	34,4
Brasilien	4,3	918,3	57,0	53,6
Chile	5,8	7,5	20,9	21,8
Kolumbien	1,5	3,9	9,0	9,1
Mexiko	4,2	39,4	33,2	22,1
Venezuela	4,9	21,9	12,7	16,0
USA	2,1	3,1	4,4	3,4
Japan	1,8	2,0	2,5	2,5
Deutschland	1,8	1,9	5,4	3,1

<sup>1</sup> Gemessen als Standardabweichung der Jahresveränderungen von 1980–95 in Prozent. <sup>2</sup> In Prozent des nominalen BIP. <sup>3</sup> 1983–95. <sup>4</sup> Gesamte inländische Kredite. Nur zugelassene Banken. Tabelle VII.4

seine Kreditwürdigkeit bei stabileren wirtschaftlichen Verhältnissen schließen. Darüber hinaus lösten instabile makroökonomische Rahmenbedingungen und hohe Inflation oft eine Kapitalflucht aus, die bei den inländischen Banken zu einem abrupten Rückgang der Einlagen und Kredite führte. Beispiele dafür sind Argentinien und Venezuela, wo die Relation der Bankkredite zum BIP deutlich

### Volatilität des Bankgeschäfts und des BIP im Vergleich



Anmerkung: Volatilität wie in Tabelle VII.4 definiert.

US = USA; JP = Japan; DE = Deutschland; HK = Hongkong; KR = Korea; SG = Singapur; TW = Taiwan; ID = Indonesien; IN = Indien; MY = Malaysia; TH = Thailand; AR = Argentinien; BR = Brasilien; CL = Chile; CO = Kolumbien; MX = Mexiko; VE = Venezuela. Grafik VII.2



unter der anderer Länder in einer ähnlichen Entwicklungsphase liegt. Ein wirksames gesamtwirtschaftliches Stabilisierungsprogramm, das die Inflation zurückführt und zumindest in naher Zukunft Stabilität verspricht, kann die Bankeinlagen wieder ansteigen lassen und das Kreditgeschäft rentabel machen. Das Kreditwachstum kann dann sehr kräftig ausfallen, und möglicherweise ist es schwierig zu beurteilen, inwieweit eine derartige Kreditexpansion auf eine Rückkehr zu normaleren Verhältnissen bzw. auf eine unvorsichtige Kreditvergabe zurückzuführen ist.

Ein ungünstiges gesamtwirtschaftliches Klima war jedoch nicht der einzige Grund für schlechte Entwicklungen. Zu den anderen Einflußfaktoren zählten ein unausgewogener institutioneller Rahmen, grundsätzliche Fehler im Bankmanagement, schwache aufsichtsrechtliche Strukturen und letztendlich die unvermeidbaren Probleme beim Übergang zu einem liberaleren Finanzsystem.

#### *Institutionelle Gegebenheiten*

Probleme ergaben sich in erster Linie daraus, daß Reformen zur Erweiterung des Spielraums der Finanzmärkte und der Institute oft nicht durch ausreichende Anstrengungen zur Verbesserung der unausgewogenen institutionellen Gegebenheiten unterstützt wurden, die ein Erbe aus den Jahren staatlicher Kontrolle und Abschirmung sind. Zwei Merkmale dieser unzulänglichen institutionellen Struktur waren besonders kritisch: ineffiziente Banken und ein unzureichender rechtlicher Rahmen.

Zu Beginn vieler Liberalisierungsprogramme arbeiteten die Banken häufig – geschützt durch Kontrollen und Regulierungen – sehr ineffizient. In zahlreichen Ländern hatten außerdem große verstaatlichte Banken traditionell eine bedeutende oder sogar dominierende Rolle im Bankensystem gespielt. Vor dem Hintergrund einer staatlich beeinflussten Kreditvergabepolitik oder anderer Arten politischen Drucks bewerteten die Banken die Kreditrisiken nicht immer richtig. Sie konnten sich auch eine personelle Überbesetzung oder übermäßig große Zweigstellennetze leisten. Ein Bankensystem gewinnt erst dann an Effizienz, wenn im Zuge der Liberalisierung durch flankierende Maßnahmen ermöglicht wird, daß die wettbewerbsstärkeren Banken die schwächeren Institute übernehmen und umstrukturieren oder neu in den Markt eintretende Banken ineffiziente Wettbewerber vom Markt verdrängen.

Das Übernahmeverfahren wird jedoch oft durch verschiedene Beschränkungen behindert, die auch nach der Liberalisierung in Kraft geblieben sind. Zahlreiche Länder haben überdies Markteintrittsbarrieren für neue Banken beibehalten, insbesondere für Auslandsbanken. Darüber hinaus hat eine oligopolistische Bankenstruktur, die oftmals die Liberalisierung überdauert hat, jeden Wettbewerb erstickt. Die Liberalisierung hat außerdem nicht immer zur Privatisierung verstaatlichter Banken geführt, und deren Anteil an den Aktiva des Bankensektors ist in einigen Ländern weiterhin hoch (s. Tabelle VII.5). Weil darauf geachtet werden mußte, daß die Banken nur an Eigentümer mit „fachlicher und charakterlicher Eignung“ übergangen, hat sich der Privatisierungsprozeß möglicherweise manchmal verzögert. Dies war vor allem dann der Fall, wenn Auslandsbanken als Eigentümer ausgeschlossen waren oder einflußreiche Wirtschaftsgruppen wegen der Gefahr, die Unabhängigkeit bei der Kreditrisikobeurteilung aufs Spiel zu setzen, nicht für eine Übernahme in Frage kamen. Sogar nach der Privatisierung verhindert die

Ineffiziente  
Banken ...

... infolge  
schwachen  
Wettbewerbs

Indikatoren der Bankenstruktur						
	Anteil der Banken an der Finanzintermediation <sup>1</sup>	Anteil der staatlichen Banken <sup>2</sup>	Betriebsaufwand	Nettozinsspanne	Einlagen bei der Zentralbank in % der Kredite an den nicht-staatlichen Sektor	
	1994	1994	in % der gesamten Aktiva <sup>3</sup>		1994	1995
Indien	80	87	2,3	2,9	21,3	15,6
Hongkong	94	0	0,8 <sup>4</sup>	1,6 <sup>4</sup>	0,1	0,1
Korea	38	13	1,7	2,1	7,5	7,9
Singapur	71	0	1,4	1,6	6,7	6,5
Taiwan	80	57	1,3	2,0	9,9	8,7
Indonesien	91	48	2,4	3,3	0,5	1,1
Malaysia	64	8	1,6	3,0	0,0	0,2
Thailand	75	7	1,9	3,7	1,2	1,4
Argentinien	98	42	8,5	9,2	8,0	3,5
Brasilien	97	48	8,3	10,0 <sup>4</sup>	15,5	11,5
Chile	62	14	3,0	6,1	5,5	5,0
Kolumbien	86	23	7,3	8,3	27,4	21,8
Mexiko	87	28	3,9	5,1	0	0
Venezuela	92	30	5,7	8,1	48,5	34,9
USA	23	0	3,7	4,2	3,2	2,4
Japan	79	0	0,8	1,1	0,6	0,6
Deutschland	77	50	1,1	1,4	1,7	1,3

<sup>1</sup> Aktiva der Banken in Prozent der Aktiva der Banken und Nichtbank-Finanzinstitute. <sup>2</sup> Anteil der Aktiva in Prozent; Argentinien: Anteil der Einlagen. Indien: 1993. <sup>3</sup> Durchschnitt 1990–94. <sup>4</sup> 1992–94.  
 Quellen: Zentralbanken; IBCA Ltd.; IWF, *International Financial Statistics*. Tabelle VII.5

Unternehmenskultur früherer verstaatlichter Banken möglicherweise Veränderungen, wenn ein wettbewerbsorientiertes Klima im Bankensektor fehlt.

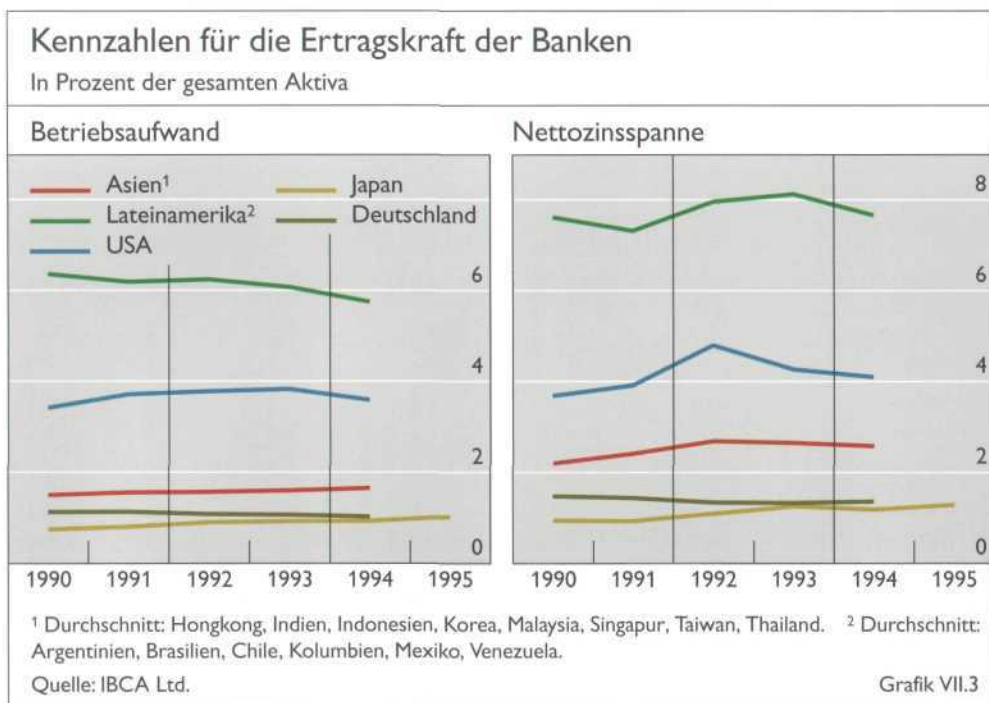
Nettozinsspannen sehr verschieden ...

In welchem Maße und wie rasch die Reformen die Effizienz der Banken im Dienstleistungsgeschäft gesteigert haben, ist schwer zu beurteilen. Ein beschränkt aussagekräftiger Indikator für den „Preis“ der Finanzintermediation ist die Nettozinsspanne. Obwohl internationale Vergleiche auf diesem Gebiet riskant sind, dürften sich die Banken in den aufstrebenden Volkswirtschaften in drei große Gruppen teilen lassen:

- Banken in den asiatischen Finanzzentren mit höherem Einkommen (Hongkong, Korea, Singapur und Taiwan) erreichen im Durchschnitt eine Nettozinsspanne von 1½–2 Prozentpunkten, d.h. nicht wesentlich mehr als in Deutschland und Japan.
- Banken in den anderen asiatischen Ländern (Indien, Indonesien, Malaysia und Thailand) weisen eine durchschnittliche Nettozinsspanne von 3–4 Prozentpunkten auf.
- Banken in den lateinamerikanischen Ländern (ausgenommen Chile und Mexiko) verzeichnen im Durchschnitt eine Nettozinsspanne von etwa 8–10 Prozentpunkten.

Diese Struktur hat sich in den neunziger Jahren kaum verändert, wenn auch die Zinsspannen in Lateinamerika leicht zurückgegangen sein dürften (s. Grafik VII.3).





Eine abschließende Beurteilung ist natürlich nicht möglich, weil die Nettozinsspannen nicht nur Effizienz-, sondern auch Inflations- und Risikounterschiede widerspiegeln dürften. Eine hohe Inflation bläht die Nettozinsspannen auf, da sie bei unverzinsten Passiva Gewinne entstehen läßt und bei den eigenen Aktiva der Bank zu großen nominalen Zinserträgen führt. Die Risiken bei der Kreditvergabe sind von Land zu Land sehr verschieden und haben mit der Liberalisierung zweifellos zugenommen. Dennoch orientiert sich die Struktur der Zinsspannen nach Ländern eng an der des Betriebsaufwands in Prozent der Aktiva (s. Tabelle VII.5). Dort, wo der Betriebsaufwand höher ist, sind auch die Zinsspannen größer. Die Diskrepanzen in den Zinsspannen zwischen den einzelnen Ländern dürften daher vor allem eine unterschiedliche Effizienz der Bankensysteme und nicht die Risikodifferenzen widerspiegeln. Höhere Zinsspannen bei Banken, die in einem risiko-reicheren und volatileren Umfeld operieren, werden nicht dazu beitragen, die Sicherheit des Bankensystems zu erhöhen, wenn sie zur Deckung eines gestiegenen Betriebsaufwands vergeudet werden.

... hauptsächlich wegen unterschiedlich hohen Betriebsaufwands

Ein weiteres institutionelles Problem besteht darin, daß die Reformen oft zu einem Zeitpunkt durchgeführt wurden, als der rechtliche Rahmen noch nicht mit den Erfordernissen eines marktorientierten Finanzsystems in Einklang gebracht war. Die Banken sind auf wirksame rechtliche Rahmenbedingungen angewiesen. Der Wert von Sicherheiten hängt, insbesondere in einer Krise, natürlich nicht zuletzt davon ab, wie effizient und rasch die Banken auf dem Rechtsweg Zugriff auf ihre Sicherheiten erhalten können. Ungewißheit, ob und wann sie ihre Sicherheiten verwerten können, ist für die Banken zwangsläufig von Nachteil. Ebenso muß es wirksame rechtliche Vorkehrungen geben, um eine betrügerische Verfügung über die als Sicherheiten gegebenen Vermögenswerte auszuschließen. Überdies würde eine Vereinfachung der Verpfändungsbestimmungen für Sicherheiten den Zugang kleinerer Unternehmen zu kostengünstigerer Kreditfinanzierung verbessern. Schließlich sind auch Verfahren von wesentlicher Bedeutung, die eine rasche und

Unzureichende rechtliche Rahmenbedingungen

kalkulierbare rechtliche Zuerkennung der Forderungen im Konkursfall gewährleisten.

#### *Grundsätzliche Fehler im Bankmanagement*

Schwächen der Banken bestehen in unzureichender Diversifizierung ...

Zweitens resultierten Probleme aus Fehlern im Bankmanagement. Die *mangelhafte Diversifizierung* der Aktiva war ein ganz entscheidender Fehler der Banken. Spezialisierte Institute waren zu sehr von der Branche bzw. der Region abhängig, die sie schwerpunktmäßig bedienten. Eine weitere Schwäche war die Konzentration auf Immobilienkredite bzw. auf die Finanzierung langfristiger Investitionsprojekte überhaupt. Das Problem bei der Kreditfinanzierung langfristiger Investitionsprojekte besteht im allgemeinen darin, daß der Barwert in der Regel sehr empfindlich auf Zinsänderungen reagiert. Dies ist einer der Gründe für die Begrenzung der Immobilienkredite in zahlreichen Ländern. Beispielsweise verlangt in Hongkong eine neue Richtlinie von den Banken, deren gesamte Kredite zu über 40% aus Immobilienkrediten bestehen, diesen Anteil zu senken oder zumindest nicht anwachsen zu lassen. Schließlich haben Banken in kleinen Volkswirtschaften, insbesondere wenn ihre Exporte auf nur wenige Güter konzentriert sind, möglicherweise nur einen begrenzten Diversifizierungsspielraum. In diesem Fall kann das Bankensystem allein durch internationale Diversifizierung vor nationalen Schocks geschützt werden. Dies dürfte vor allem für die Wertpapierportefeuilles der Banken gelten, und zwar besonders dort, wo die inländischen Wertpapiermärkte wenig liquide oder noch nicht voll etabliert sind.

... Krediten an verbundene Unternehmen ...

In zahlreichen aufstrebenden Volkswirtschaften hat die Kreditvergabe an *verbundene Unternehmen* (z.B. Industrieunternehmen, die eine wesentliche Beteiligung an der Bank halten) oft die objektive Risikobeurteilung beeinträchtigt und den Anreiz zum Betrug vergrößert. Die Beschränkungen für Großkredite variieren von Land zu Land beträchtlich. Einige Aufsichtsbehörden setzen eine Grenze von 10% des Eigenkapitals oder des Nettovermögens fest, andere erlauben bis zu 30%. Überdies wird der Zweck dieser Regelung manchmal untergraben, indem über Tochtergesellschaften zusätzliche Kredite gewährt werden, Offshore-Transaktionen oder außerbilanzielle Geschäfte durchgeführt werden oder jedes von mehreren zu einer Gruppe gehörenden Unternehmen als einzelner Kreditnehmer gezählt wird.

... Fristen- und Währungsinkongruenz aus Forderungen und Verbindlichkeiten ...

Eine weitere gefährliche Praxis ist eine unangemessen hohe *Fristen- und Währungsinkongruenz* zwischen Aktiva und Passiva. Sind Bankkredite – wie in vielen Entwicklungsländern – praktisch die einzige Quelle der Investitionsfinanzierung, selbst für langfristige Projekte, können die Banken, die sich über kurzfristige Einlagen refinanzieren, vor einer gravierenden Laufzeiteninkongruenz stehen. Mit der Zinsliberalisierung verlieren die Banken den Schutz durch eine kontrollierte Zinsstruktur, in der die kurzfristigen Sätze im allgemeinen unter den langfristigen Sätzen gehalten wurden. Versuchen die Banken dieses Zinsänderungsrisiko zu umgehen, indem sie langfristige Kredite zu variablen Zinsen (gebunden an kurzfristige Zinssätze) gewähren, können sie die Folgen später in Form eines Kreditrisikos zu spüren bekommen, wenn ihre Kunden bei stark steigenden kurzfristigen Zinssätzen ihre Schuldendienstverpflichtungen nicht mehr erfüllen können.

Ähnliche Überlegungen gelten für die Vergabe von Fremdwährungskrediten an inländische Kreditnehmer. Die Anzahl derartiger Kredite steigt in der



Anfangsphase von Reformprogrammen im allgemeinen an, da die Kreditnehmer den im Zuge der Liberalisierung üblicherweise höheren inländischen Zinssätzen auszuweichen suchen. Einer neueren Erhebung zufolge waren beinahe 60% der finanziellen Verbindlichkeiten großer und mittlerer mexikanischer Unternehmen in Fremdwährung denominated, auch wenn ihr Auslandsumsatz weniger als 10% des Gesamtumsatzes ausmachte. Das große Volumen von Fremdwährungskrediten, die diese Unternehmen vor der Währungsabwertung aufgenommen hatten, verschärfte die nachfolgende Bankenkrise, wenn auch die eigenen Fremdwährungspositionen der Banken verhältnismäßig niedrig waren.

Schließlich stellte die *Überbewertung der Sicherheiten* ein Problem dar. In einer konjunkturellen Aufschwungphase, in der sich die Preise normalerweise erhöhen, kann der Anreiz zur Überbewertung der Sicherheiten sehr stark sein. Eine realistische und vorsichtige Bewertung ist jedoch wichtig, da der Wert der Sicherheiten (insbesondere der Immobilien) in der Regel dann am niedrigsten ist, wenn die Kredite notleidend werden. Der Verkauf der Sicherheiten an einem illiquiden Markt dürfte schwierig sein. In diesem Zusammenhang ist auch von Bedeutung, daß die Beleihungsgrenzen bei Hypothekarkrediten das Risiko rückläufiger Immobilienpreise berücksichtigen. In Hongkong wurde z.B. die als angemessen geltende Beleihungsgrenze Ende 1991 von 90% auf 70% gesenkt. Die Banken Taiwans haben die Beleihungsgrenze für Immobilien in ähnlichem Ausmaß verringert. Erst vor kurzem veranlaßte eine Straffung der Kreditbedingungen die Banken in Thailand, nicht erschlossene Grundstücke nur bis zur Höhe von 50–60% ihres Marktwerts als Sicherheiten anzuerkennen, verglichen mit bis zu 80% in der Vergangenheit.

... und  
Überbewertung  
von Sicherheiten

#### *Bankenaufsicht*

Ein dritter entscheidender Grund für die Probleme lag darin, daß das Aufsichtssystem nicht ausreichend gestärkt wurde, um das erhöhte Risiko zu bewältigen, das fast unumgänglich mit der Liberalisierung verbunden ist. In einigen Fällen blieben die aufsichtsrechtlichen Richtlinien locker oder waren leicht zu umgehen: Wenn die Aufsicht nicht auf konsolidierter Basis erfolgte, konnten beispielsweise die Banken Probleme ins Ausland oder zu anderen Mitgliedern des Konglomerats verlagern. Den zuständigen Behörden fehlte es oft an den Ressourcen für eine angemessene Überwachung der Banken oder an der Macht zur Durchsetzung der Bestimmungen. In Mexiko kam es etwa erst 1994 zu einer wesentlichen Stärkung des aufsichtsrechtlichen Rahmens, nachdem die Kontrollen schon lange aufgehoben waren und die Kredite kräftig expandiert hatten. Ebenso trat das neue Bankengesetz Venezuelas, das die Rahmenbedingungen für die Bankenaufsicht und das Krisenmanagement verstärkte, erst Anfang 1994 in Kraft.

Bankenaufsicht  
hinkt Liberalisierung  
hinterher

Vorschriften der Aufsichtsbehörden können immer nur ein Teil eines Aufsichtssystems sein. Publizität und marktorientierte Kontrollmechanismen spielen ebenfalls eine wesentliche Rolle, denn jede Regelung löst unvermeidlich Umgehungsversuche aus. Dies trifft um so mehr bei einer sich rasch verändernden Finanzmarktstruktur zu, und zuweilen kann die Anpassung bestimmter aufsichtsrechtlicher Regelungen mit den Strukturveränderungen nicht mehr Schritt halten.

Förderung  
marktorientierter  
Mechanismen nötig

Besonders wichtige aufsichtsrechtliche Regelungen sind die Zulassungsbestimmungen für neue Institute, risikogewichtete Eigenkapitalquoten sowie die Revisions- und Rechnungslegungsstandards. Die *Zulassungsbedingungen* für neue

Banken verursachen einen Zielkonflikt. Der Markteintritt neuer Banken kann zweifellos den Wettbewerb stärken. Auslandsbanken können überdies einen dringend benötigten Know-how- und Technologietransfer bewirken. Mit der Zulassung neuer Banken sind aber auch Risiken verbunden. Möglicherweise erweisen sich die neuen Institute als ungeeignet für das Bankgeschäft; diese Gefahr ist bei inländischen Banken besonders groß. Die aus der Zulassung neuer Institute resultierende Kapazitätserhöhung kann die Ertragskraft des Bankensystems insgesamt sinken lassen und es dadurch negativen Schocks stärker aussetzen. Dieser Effekt kann noch deutlicher sein, wenn die neu zugelassenen Institute wettbewerbsstarke Auslandsbanken sind.

Im allgemeinen waren die asiatischen Länder etwas zurückhaltender bei der Zulassung neuer Institute als die lateinamerikanischen Länder. Manchmal zogen Banken Krisen eine beträchtliche Straffung der Zulassungsbestimmungen nach sich. Beispielsweise wurden die strengen Zulassungskriterien Hongkongs u.a. als Reaktion auf die Bankenkrise 1982 eingeführt. Die Aufhebung eines Moratoriums für neue Bankzulassungen 1978 hatte den Wettbewerb im Bankensektor verstärkt und – vor dem Hintergrund der Schwächen der Bankenaufsicht und des aufsichtsrechtlichen Rahmens zur damaligen Zeit – dazu geführt, daß unangemessen hohe Risiken eingegangen wurden (und auch Betrug stattfand). Chile verschärfte die Zugangsbedingungen zu seinem Bankensystem nach der Krise im Finanzsektor 1982 ebenfalls.

Viele Länder (z.B. Brasilien, Mexiko und Korea) gewährten den Auslandsbanken schrittweise Zugang zu ihren Märkten, wobei deren Geschäftsmöglichkeiten in der Übergangsphase begrenzt wurden. Obwohl sich der Anteil der Auslandsbanken an den gesamten Aktiva im letzten Jahrzehnt erhöht hat, bleibt er in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften ohne die großen Offshore-Bankplätze unter 10%. Die einzigen Ausnahmen sind Chile und Malaysia, die über ziemlich starke Bankensysteme verfügen.

Die früheren verhältnismäßig lockeren Zulassungsbestimmungen für inländische Institute in einigen lateinamerikanischen Ländern hatten eine übermäßige Zunahme der Zahl der Banken bewirkt und später oft weitverbreitete Bankenzusammenbrüche zur Folge gehabt. In Brasilien führte die Abschaffung der obligatorischen Zulassungsbestimmungen (1988) zur Gründung einer zu großen Anzahl von Banken, von denen aber mit dem Ende der Hyperinflation wieder viele aus dem Markt ausschieden. In Argentinien kam es zu einer ähnlichen Entwicklung.

Die bekannteste *Vorschrift für das Verhältnis zwischen Eigenkapital und Aktiva* ist die risikogewichtete Eigenkapitalquote in Höhe von 8%, die vom Basler Ausschuß für Bankenaufsicht ausgearbeitet wurde. Die aufsichtsrechtliche Praxis in zahlreichen aufstrebenden Volkswirtschaften ist erst langsam dazu übergegangen, sich an diesem Aufsichtsstandard zu orientieren. Vor allem war diese Quote immer nur als Mindestanforderung gedacht, sogar für die Länder der Zehnergruppe. Im risiko-reicheren Umfeld vieler aufstrebender Volkswirtschaften dürften die Bankenaufsichtsbehörden eine höhere Eigenkapitalausstattung vorschreiben müssen, um eine angemessene Absicherung zu erreichen. Einige tun dies auch: In Hongkong und Singapur liegen die Eigenkapitalquoten heute über 15%, und in Kolumbien sind sie ebenfalls relativ hoch. Argentinien hat vor kurzem die Eigenkapitalanforderungen erhöht.



Die Aufsichtsbehörden werden überdies die Eigenkapitalvorschriften durch weitere Richtlinien ergänzen müssen. Von herausragender Bedeutung sind beispielsweise Risikomanagement-Verfahren. Ein wichtiger Aspekt der jüngsten Reformen in Argentinien bestand darin, die Mindesteigenkapitalstandards für die Geschäftsbanken von einer Risikoeinstufung auf der Grundlage der üblichen „CAMEL“-Kriterien abhängig zu machen (d.h. Eigenkapitalausstattung, Aktivmanagement, fachliche und charakterliche Eignung der Unternehmensleitung, Qualität und Stabilität der Erträge und Liquidität).

Die Aussagekraft der Eigenkapitalquote hängt außerdem von einer genauen Rechnungslegung ab. Zum Beispiel hat die verzögerte oder unvollständige Erfassung notleidender Aktiva ihre Wirksamkeit oft untergraben. In einigen Ländern müssen die Banken bei der Kreditvergabe eine systematische Risikovorsorge für uneinbringliche Forderungen treffen, wobei für risikoreichere Kredite eine höhere Risikovorsorge vorgeschrieben ist. In vielen lateinamerikanischen Ländern war die Risikovorsorge für uneinbringliche Forderungen in den frühen achtziger Jahren jedoch trotz eines höheren Risikos nicht größer als in den asiatischen Ländern. Im Rahmen von Reformen wurden vor kurzem in zahlreichen lateinamerikanischen Ländern strengere Richtlinien für die Risikovorsorge festgesetzt.

Eine einzige feste Eigenkapitalquote dürfte weniger wirksam sein als Quoten, die entsprechend der Erfahrung und der Art des Instituts variiert werden können. Im Vergleich zu einer einzigen Quote dürften gestaffelte Quoten, mit denen ein zunehmender Verlust von Vorteilen oder sogar Strafen verbunden sind, überdies zur Disziplinierung der Banken glaubwürdiger sein und einen größeren Anreiz für Korrekturmaßnahmen bieten. In den USA wurde etwa nach der Krise im Sparkbankensektor gesetzlich eine derartige Staffelung eingeführt. Ein weiteres Beispiel ist der zweistufige aufsichtsrechtliche Rahmen in Malaysia, der Banken mit einer geringen Eigenkapitalausstattung strafferen Vorschriften unterwirft.

Aufsichtsrechtliche Bestimmungen müssen durch wirksame Kontrollmechanismen auf der Grundlage der Märkte – ob es nun der Aktien- oder der Interbankmarkt ist – abgestützt werden. Transparenz und Richtigkeit der veröffentlichten Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung sind entscheidend, wenn die Märkte in der Lage sein sollen, Anzeichen für Probleme frühzeitig zu erkennen. Die *Rechnungslegungs- und Revisionsstandards* sind jedoch in den Entwicklungsländern oft niedrig und schlecht definiert, und bargeldlose Transaktionen sind möglicherweise nicht wirklichkeitsgetreu erfaßt. Wenn eine Bank Finanzinstitute als Tochtergesellschaften hat (auch im Ausland), sollte die Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung aus Transparenzgründen die gesamte Gruppe auf konsolidierter Basis erfassen.

In den letzten Jahren ist viel zur Erhöhung der Transparenz getan worden. Zahlreiche Länder haben große Anstrengungen unternommen, externen Rechnungsprüfern eine bedeutendere Rolle einzuräumen und die regelmäßige Publikation der Bilanzen auf konsolidierter Basis sicherzustellen. Manchmal wurden diese Maßnahmen durch den Aufbau unabhängiger Rating-Agenturen (Malaysia) oder durch die Orientierung an den US-Rechnungslegungsstandards oder ähnlich anspruchsvollen Regelungen (Mexiko) unterstützt. In Chile geben unabhängige Agenturen monatlich Risikoeinstufungen für die Einlagen der Banken heraus. Brasilien hat vor kurzem umfassendere Publizitätsvorschriften eingeführt. Ab September 1996 werden Finanzinstitute in Argentinien, die das Einlagengeschäft

Rechnungslegungs-  
und Revisions-  
standards

betreiben, ihre durch eine unabhängige Rating-Agentur vorgenommene Bonitätseinstufung veröffentlichen müssen.

#### *Probleme in der Übergangsphase*

Banken benötigen  
Zeit zur Anpassung

In jeder Übergangsphase benötigen die Wirtschaftsakteure Zeit zur Anpassung an das neue Umfeld. Liberalisierungs- und Stabilisierungsstrategien waren oft von einer übermäßigen Kreditexpansion begleitet, die sich als ziemlich unempfindlich gegenüber hohen nominalen Zinssätzen erwies. Zyklische Preisschwankungen bei Vermögenswerten, insbesondere im Immobiliensektor, trugen wesentlich zur Instabilität bei. Wachsendes Vertrauen aufgrund breit abgestützter Struktur-reformen führt möglicherweise auch zu übermäßigem Optimismus. Nach der Aufhebung der Kreditbeschränkungen reagieren die Banken auf den Rückstau der Kreditnachfrage in den früher kontrollierten Sektoren, d.h. in der Regel bei den Krediten an den privaten Sektor, den Immobilienkrediten und den Krediten für den Erwerb von Wertpapieren. Sie haben wenig Erfahrung bei der Festsetzung angemessener Kreditlimits, weil solche Begrenzungen in der Vergangenheit aufgrund der Kontrollen de facto keine Bedeutung hatten. Zuerst ist dieses neue Geschäft für sie sehr rentabel, und sie werden ermutigt, es weiter zu betreiben. Wenn alle Banken sich so verhalten, werden die Preise für Vermögenswerte immer kräftiger nach oben gedrückt. Die Schuldner nehmen weiterhin Kredite für den Kauf der rasch an Wert gewinnenden Vermögenswerte auf, sogar wenn sie hohe Zinsen bezahlen müssen. Dieser kurzfristige Erfolg läßt zunächst die Übernahme übermäßiger Risiken durch die Banken und ihre Kunden lohnend erscheinen. Die Verschlechterung der Kreditqualität tritt erst zu Tage, wenn die Preisblasen bei den Vermögenswerten schließlich platzen.

Grafik V.6 auf S. 93 zeigt, wie eng die Kredite an den privaten Sektor im Verhältnis zum BIP in mehreren Industrieländern, die eine Bankenkrise durchgemacht haben, Umschwünge in den Preisen für Vermögenswerte nachvollzogen haben. Solche ausgeprägten Preisschwankungen dürften in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften noch größer ausfallen, wo oft ein Bauboom den Grundstückswert stark verändert und eine Hausse am Aktienmarkt heftiger verläuft. Zum Beispiel hatten die Banken in Taiwan durch das Platzen der Preisblasen bei den Vermögenswerten 1990 mit schweren Problemen zu kämpfen, als sich die inländische Liquidität verknappte. Der Bankenkrise in Venezuela ging ebenfalls ein gewaltiger und plötzlich auftretender Kurssturz am Aktienmarkt voraus. Rohstoffexporteure können möglicherweise durch abrupte Terms-of-Trade-Veränderungen in Mitleidenschaft gezogen werden. Derartige Effekte trugen zu den früheren Problemen der Banken in Indonesien, Malaysia und einem großen Teil der lateinamerikanischen Länder bei. Überdies wird ein sehr rascher Industrialisierungsprozeß an sich schon außergewöhnlich rentable Arbitragemöglichkeiten bieten und so die Kreditnachfrage selbst bei sehr hohen Zinssätzen stimulieren. Vielen Bankenkrise in Entwicklungsländern sind Perioden starker Kreditexpansion vorangegangen, sowohl in den achtziger Jahren als auch in der jüngeren Vergangenheit.

#### *Kontrolle des Kreditwachstums*

Die Kontrolle der Kreditexpansion dürfte unter derartigen Umständen keine leichte Aufgabe sein. Zinserhöhungen reichen vermutlich nicht aus, um die



Kreditnachfrage bei einem kräftigen Anstieg der Preise von Vermögenswerten zu bremsen, und ziehen möglicherweise auch unerwünschte Kapitalzuflüsse an. Mehrere Zentralbanken haben daher auf das Einsetzen eines starken Kreditwachstums mit der Einführung von Kreditlimits oder mit der Straffung der Kreditbedingungen reagiert. Bei Krediten zur Konsumfinanzierung können beispielsweise Vorabzahlungen oder ein maximaler Tilgungszeitraum festgelegt werden. So verschiedene Länder wie Brasilien und Singapur haben in den letzten Jahren derartige Beschränkungen angewandt, um den kreditfinanzierten Konsumboom zu zügeln. Andere behalten sich das Recht zu solchen Schritten vor.

Beschränkung der Kreditexpansion wesentlich

Bisweilen wurden auch Mindestreserven und „moral suasion“ eingesetzt, um das Risiko einer übermäßigen Kreditexpansion in der Anfangsphase der Liberalisierung zu minimieren. Der größte Nachteil von Mindestreserven besteht darin, daß sie wie eine Steuer auf das Bankgeschäft wirken und daher zur Ausweitung des außerbilanziellen oder des Offshore-Geschäfts anregen. Eine unangemessene Verwendung des Mindestreserveinstruments in der Vergangenheit schwächte denn auch das Bankensystem in mehreren lateinamerikanischen Ländern. Im Zuge der Bankenkrise in den achtziger Jahren erhöhte beispielsweise Argentinien die Mindestreserveverordnungen für solide Banken, um Kredite an Institute zu refinanzieren, die sich in Schwierigkeiten befanden. In ähnlicher Weise bediente sich auch Mexiko in den achtziger Jahren der Mindestreserve zur Finanzierung großer Haushaltsdefizite.

Mindestreservebestimmungen ...

... in Lateinamerika ...

In jüngerer Vergangenheit waren die Mindestreserveverordnungen jedoch im allgemeinen niedriger und wurden in Höhe und Zeitpunkt gezielter eingesetzt. Die Zentralbanken zahlreicher Länder (z.B. Brasilien, Chile und Kolumbien) legten eine höhere Mindestreserve für kurzfristige Einlagen fest und veranlaßten so die Banken zu einer Laufzeitenverlängerung ihrer Passiva. Mehrere Zentralbanken hoben die Mindestreserveverordnungen vorübergehend an, um ein starkes Kreditwachstum zu begrenzen (z.B. Brasilien in der Anfangsphase des Real-Plans). Andere schrieben hohe Mindestreserven auf den Einlagen- oder Kreditzuwachs vor. In Argentinien wurden die Mindestreservebestimmungen im vergangenen Jahr gelockert, als die Banken mit Einlagenabflüssen konfrontiert waren, und damit wurde das Bankensystem bei der Bewältigung des Schocks unterstützt. Im Gegensatz dazu verzichtete Mexiko auf ein Instrument zur Kreditkontrolle, als es zu Beginn des Privatisierungsprozesses die Mindestreserve auf null herabsetzte.

Mit Indien als bemerkenswerter Ausnahme haben die meisten asiatischen Länder inzwischen relativ niedrige Mindestreserveverpflichtungen (s. Tabelle VII.5). Dennoch haben sich die meisten Zentralbanken in Asien das Recht vorbehalten, die Mindestreserveverordnungen zur Erreichung verschiedener geldpolitischer Ziele zu variieren. Indonesien und Malaysia erhöhten die Mindestreserve vor kurzem, um das Kreditwachstum einzuschränken. Taiwan senkte die Mindestreserve, als die Kreditexpansion im letzten Jahr nachließ. Thailand hob die Mindestreserveverpflichtung für Baht-Einlagen von Gebietsfremden zur Abwehr von Kapitalzuflüssen an.

... und Asien

Schließlich versuchten mehrere Zentralbanken in Asien (insbesondere in Indien, Malaysia, Thailand und Indonesien) das Kreditwachstum durch „moral suasion“ zu dämpfen. In einigen Ländern müssen die Banken beispielsweise die geplante Kreditausweitung vorher bekanntgeben. „Moral suasion“ kann aber auch

„Moral suasion“

Zunahme der Bankkredite an den privaten Sektor im Verhältnis zum BIP-Wachstum						
	1980–89	1990–93	1994	1995 <sup>1</sup>	Nachrichtlich: Bankkredite an den privaten Sektor in % des BIP	
	Durchschnittliche Jahresveränderung in %				1980	1994
China <sup>2</sup>	5,0	2,7	3,1	– 6,2	54,0	95,4
Indien	2,4	–2,4	– 7,4	3,4	22,2	24,1
Sonstige asiatische Länder						
Hongkong <sup>3</sup>	12,0	7,9	1,8	5,8	80,9	284,5
Korea	3,3	0,4	4,2	– 1,1	38,8	49,0
Singapur	2,2	0,9	1,1	8,8	71,0	86,8
Taiwan	6,1	9,5	7,8	0,7	49,2	141,1
Indonesien	11,4	4,9	9,3	5,7	14,2	49,8
Malaysia	8,0	3,2	1,5	13,4	39,2	78,2
Thailand	5,8	9,2	14,7	10,2	30,1	91,7
Lateinamerika						
Argentinien	–3,8	16,5 <sup>4</sup>	10,4	5,2	16,6	18,0
Brasilien	0,5	2,2	8,5		17,5	26,1
Chile	5,1	1,9	– 0,5	1,4	34,7	46,7
Kolumbien	1,7	5,2	9,0	4,8	14,3	19,3
Mexiko <sup>5</sup>	–0,6	25,0	26,3	–24,0	15,6	46,3
Venezuela	–3,3	–6,1	–41,5	6,1	27,5	9,2
USA	1,3	–4,1	0,4	4,1	64,5	62,8
Deutschland	1,5	2,4	2,3	0,8	78,6	98,9
Japan	3,6	–0,6	– 0,6	1,4	84,7	116,8

<sup>1</sup> Vorläufig. <sup>2</sup> Ohne Kredite an den Zentralstaat. <sup>3</sup> Gesamte inländische Kredite. Nur zugelassene Banken. <sup>4</sup> 1991–93. <sup>5</sup> Ohne Entwicklungsbanken. Tabelle VII.6

angewandt werden, um die Kreditstruktur zu beeinflussen. Eine zu kräftige Zunahme der Kreditvergabe für Immobilien- und Aktienanlagen wird oft mißbilligt.

Das Kreditwachstum war 1995 in zahlreichen asiatischen Ländern außergewöhnlich stark, selbst unter Berücksichtigung der hohen Wachstumsdynamik dieser Region (s. Tabelle VII.6). Die Rückführung der Kreditexpansion auf ein dauerhaft aufrechterhaltbares Niveau wird für die Sicherung stabiler und solider Bankensysteme von Bedeutung sein.

## Bankenkrisen

Notleidende  
Kredite der  
Banken hoch ...

Bankenkrisen waren in den aufstrebenden Volkswirtschaften meistens gravierender als in den Industrieländern. Während die notleidenden Kredite auf dem Höhepunkt der Bankenkrisen in den nordischen Ländern etwa 10% der gesamten Bankkredite ausmachten, überschritten sie in den Krisen in Asien und Lateinamerika Mitte der achtziger Jahre oft 20%. Die in Tabelle VII.7 für die einzelnen Länder ausgewiesenen Zahlen sind nur als Hinweis auf die Größenordnung zu verstehen, da die internationale Vergleichbarkeit solcher Daten durch die unterschiedliche Definition



Notleidende Kredite in Prozent der gesamten Kredite					
	Krisen in den achtziger Jahren		1990	1994	1995 <sup>2</sup>
	Jahre <sup>1</sup>	Durchschnitt			
Indien				23,6	19,5
Sonstige asiatische Länder					
Hongkong				3,1	2,9
Korea	1986	6,7 <sup>3</sup>	2,1	1,0	0,9
Taiwan <sup>4</sup>	1986	5,5	1,2	2,0	3,1
Indonesien			4,5	12,0	10,4
Malaysia	1988	32,9	20,6	10,2	6,1
Thailand	1983–88	15,0	9,7	7,5	7,7
Lateinamerika					
Argentinien	1985	30,3	16,0	8,6	12,3
Brasilien			4,7	3,9	7,9
Chile	1983	15,5	2,1	1,0	1,0
Kolumbien	1984	25,3	2,2	2,2	2,7
Mexiko <sup>5</sup>	1982	4,1	2,3	10,5	19,1
Venezuela	1983	15,4	3,0	24,7	10,6
USA	1987	4,1	3,3	1,9	1,3
Japan				3,3	3,4
Italien			5,2	8,8	10,3
			1992 <sup>6</sup>		
Finnland			8,0	4,6	3,9
Norwegen			9,1	5,4	4,5
Schweden			11,0	6,0	4,0

<sup>1</sup> Spitzenwerte. <sup>2</sup> Vorläufig. <sup>3</sup> Amtliche Daten erst ab 1986 verfügbar. <sup>4</sup> Überfällige Kredite. <sup>5</sup> Nur Geschäftsbanken. <sup>6</sup> Höhepunkt der Bankenkrise in den nordischen Ländern. Tabelle VII.7

notleidender Kredite eingeschränkt ist. Solche Kredite werden oft nicht vollständig erfaßt, insbesondere in der Anfangsphase einer Krise.

In einigen Ländern (vor allem in China, Indien und Indonesien) sind die notleidenden Kredite zum Großteil im öffentlichen Sektor konzentriert, was häufig damit zusammenhängt, daß die Kreditvergabe früher nicht marktorientiert war. In anderen Ländern ist der Anteil der notleidenden Kredite bei den verstaatlichten Banken bedeutend höher als bei den privaten. Zum Beispiel war in Argentinien Ende 1994 ein Drittel des gesamten Kreditportefeuilles der Banken des öffentlichen Sektors notleidend, verglichen mit 10% bei den privaten Instituten. In einigen Fällen mußten die Banken durch den Erwerb von Staatsanleihen zu nicht marktgerechten Preisen zusätzliche schwere Verluste hinnehmen. Kreditvergaben an lokale Gebietskörperschaften oder nachgeordnete Behörden führten in Brasilien bei den staatlichen Regionalbanken zu schwerwiegenden Problemen.

Gesamtwirtschaftliche Krisen bestimmten oft den Zeitpunkt, wenn auch nicht die eigentlichen Ursachen der Banken Krisen in Lateinamerika. In Venezuela trat die Bankenkrise nach Jahren unberechenbarer Wirtschaftspolitik auf, zu der Ölpreisschocks und allgemeine politische Unruhen hinzukamen. Als das Vertrauen zerstört war und die Kapitalflucht zu einem hohen Verlust an Währungsreserven

... und im öffentlichen Sektor konzentriert

Wirtschaftspolitische Probleme können Krisen auslösen

geführt hatte, standen die Banken vor ernststen Schwierigkeiten. Mehrere Banken brachen zusammen, was massive staatliche Interventionen mit Kosten von mehr als 16% des BIP zur Folge hatte. Der Run auf den mexikanischen Peso und das darauffolgende Jahr hoher Zinssätze trafen ein Bankensystem, das durch die übertriebene Kreditexpansion im Anschluß an die Liberalisierung bereits übermäßig belastet war. Der abrupte Rückgang des Preisauftriebs brachte bedeutende Strukturschwächen in den Bankensystemen Argentiniens und Brasiliens ans Tageslicht.

Erfolg abhängig  
von ...

Die Bewältigung dieser Krisen ist eine große Herausforderung mit vielen heiklen Fragestellungen, die sowohl die Wirtschaftspolitik als auch das Finanzsystem betreffen. Drei wesentliche Faktoren erscheinen für einen Erfolg notwendig: eine rasche Lösung der Probleme einzelner Banken, die Aufrechterhaltung des Vertrauens in die Währungsstabilität und in die Politik eines marktorientierten Finanzsystems sowie eine Verbesserung der Aufsichtsmechanismen (von seiten der Märkte wie auch der Aufsichtsbehörden), um erneute Probleme zu vermeiden.

... Unterscheidung  
vorübergehender  
und permanenter  
Probleme ...

Beginnende Schwierigkeiten im Bankensektor lassen oft nur schwer auf die Größenordnung schließen, die die Probleme annehmen können, und für die Behörden kann die Versuchung sehr groß sein, ihr volles Ausmaß zu verheimlichen. Dies wird üblicherweise mit der Notwendigkeit begründet, das Vertrauen der Öffentlichkeit in das Bankensystem aufrechtzuerhalten, vor allem wenn kein Einlagensicherungssystem vorhanden ist. Darüber hinaus dürfte in der Anfangsphase nicht ohne weiteres festzustellen sein, ob die Schwierigkeiten nur vorübergehender oder eher dauerhafter Natur sind. Eine extreme oder unerwartete Veränderung makroökonomischer Variablen (z.B. ein Wechselkursverfall, ein Einbruch des Immobilienmarktes oder ein sprunghafter Zinsanstieg) trifft sogar gut geführte Banken. Dementsprechend schwierig vorherzusagen ist die Gesamtwirkung eines Vertrauensverlustes (z.B. durch Einlagenabzüge der Sparer oder durch die von anderen Banken vorgenommene Kürzung von Kredit- oder sogar von Zahlungslinien am Interbankmarkt); sie kann möglicherweise enorme Ausmaße annehmen und bis zu einem gewissen Grad unumkehrbar sein.

Die Gefahr weiteren Zuwartens besteht aber darin, daß Banken und Schuldner möglicherweise ungünstige konjunkturelle Faktoren als Vorwand vorschieben, um nicht einen *dauerhaften* Wertverlust bei den eigenen Aktiva oder denen ihrer Kunden eingestehen zu müssen. Dies war oft der Fall, wenn eine Preisblase bei Immobilien platzte. Der Schuldner und die Bank, die Immobilien als Sicherheiten hält, können ein gemeinsames Interesse daran haben, den Wertverlust der Immobilien zu ignorieren. Keiner von beiden dürfte bei rückläufigen Marktpreisen verkaufen wollen. Aktiva auf diese Weise aus dem Markt zu nehmen ist jedoch keine langfristige Lösung und verlängert den Zeitraum, in dem der Markt von der destabilisierenden Wirkung nicht realisierter Verluste beeinträchtigt wird.

... und schnellem  
Handeln

Verzögerungen im Krisenmanagement waren auch darauf zurückzuführen, daß die für die staatliche Ausgabenplanung Verantwortlichen nur schwer zu bewegen waren, der Bewältigung von Problemen im Bankensektor hohe Priorität einzuräumen. Darüber hinaus verhindert möglicherweise die geringe Popularität der Banken, daß eine Unterstützung aus Steuergeldern in der Öffentlichkeit auf rasche Akzeptanz stößt. Schließlich können auch ungeklärte Rechtsfragen eine unverzügliche Problemlösung erschweren. Je länger jedoch ein Eingreifen hinausgezögert wird, desto höher können die Kosten ausfallen. Es kommt immer mehr zu



einer Fehlallokation von Ressourcen, wenn der Druck zur Kreditvergabe an die Schuldner mit den größten Schwierigkeiten die Kredite an zahlungsfähigere Kunden zu verdrängen beginnt. Typisch für die Bankenkrise der achtziger Jahre in Asien und Lateinamerika war, daß die Banken noch lange nach dem Ausbruch der Krise neue Kredite gewährten, um die Schuldendienstverpflichtungen, denen ihre Kunden nicht mehr nachkommen konnten, weiterzuwälzen.

Die Geschäftsleitung einer Bank könnte bei bevorstehender Insolvenz versucht sein, als letzten Ausweg ganz hoch zu pokern, indem sie mit über den Marktsätzen liegenden Zinsen um Finanzmittel wirbt (und damit Einlagen von soliden Banken abzieht), um sie für neue Kreditvergaben mit hohem Risiko und Ertrag zu verwenden. Schwächere Banken dürften in den Jahren vor einer Krise eine ähnliche Strategie verfolgen. Beispielsweise zahlten die kleineren Banken in Mexiko (davon vermutlich viele mit schlechterer Bonität) 1992 deutlich mehr für die Mittelaufnahme und verzeichneten 1993 und 1994 ein merklich kräftigeres Einlagenwachstum als die größeren Institute. Eine ähnliche Entwicklung war im Bankensystem Venezuelas in den Jahren vor der Krise 1994 festzustellen. Eine Bank, die mit Problemen kämpft, kann durch das Angebot hoher Einlagenzinsen mit der Abwendung einer Insolvenz rechnen. Dieses „Pokerspiel“ kann verlockend sein, weil es selbst bei einem Mißerfolg die Verluste der Bank nicht unbedingt erhöht. Statt dessen treffen die zusätzlichen Kosten für die eingegangenen Risiken möglicherweise den Staat. Verzögerungen im Krisenmanagement können daher dazu führen, daß die Verluste letzten Endes weit größer sind, als notwendig gewesen wäre.

Ein rasches Krisenmanagement setzt eine klare Kompetenzabgrenzung voraus, die einer Institution die Federführung bei der Durchführung der Korrekturmaßnahmen zuweist. Eine zersplitterte Aufsichtsstruktur kann manchmal ein Hindernis sein: In Venezuela wurden beispielsweise die Krisenmaßnahmen erst nach der Gründung des Financial Emergency Board im Juli 1994 in geeigneter Weise koordiniert. Ein wirksames Krisenmanagement hängt auch davon ab, ob die Befugnis zu sofortigem Eingreifen besteht. Ein bedeutendes Element der jüngsten Reformen in Argentinien war eine erweiterte Ermächtigung der Zentralbank zum Entzug der Zulassungsbewilligung von Instituten, die vor der Insolvenz stehen, und zur Übertragung der Aktiva, die von Finanzinstituten mit Liquiditätsproblemen erworben worden waren. Im Laufe der letzten zwei Jahre wurden 76 Banken geschlossen oder fusionierten. In mehreren Ländern (Malaysia sowie vor kurzem Argentinien und Brasilien) wurde der Spielraum der Verantwortlichen erweitert, durch Finanzspritzen oder andere Anreize Fusionen von Problembanken mit soliden Instituten zu unterstützen. 1995 kam es zu einem sprunghaften Ansteigen der Bankenzusammenschlüsse in Lateinamerika; Kredite der Weltbank und der Interamerikanischen Entwicklungsbank tragen derzeit in mehreren Ländern zur Finanzierung der Restrukturierung im Bankensektor bei.

Ein rasches Krisenmanagement kann auch durch ein Einlagensicherungssystem erleichtert werden, das zumindest die kleinen Sparer für ihre Verluste entschädigt. In der Vergangenheit stützten sich viele Länder in Asien und Lateinamerika statt einer Einlagensicherung nur auf implizite Garantien (d.h. vom Staat wurde die Einlösung der Einlagen erwartet). Ein Vorteil einer Einlagensicherungseinrichtung besteht darin, daß die potentiellen Kosten durch Prämien auf die Einlagen, vielleicht

Klare Festlegung  
der Zuständigkeit

Einlagensicherungs-  
systeme

abgestuft nach der Bonität der Bank, und nicht durch den Staat abgedeckt werden. Einlagensicherungssysteme dürften auch die Schließung einer Bank vereinfachen, weil sich teure Rechtsstreitigkeiten mit kleinen Einlegern erübrigen. Im Rahmen einer Einlagensicherungseinrichtung kann darüber hinaus der Deckungsumfang (z.B. bis zu einer bestimmten Einlagenhöhe) begrenzt werden. Im April 1995 errichtete Argentinien ein Einlagensicherungssystem, das von den Banken finanziert wird und nur bestimmte Einlagenkategorien bis zu einer festgelegten Obergrenze erfaßt. In anderen Fällen haben die Verantwortlichen die Auffassung vertreten, daß die Ziele der Einlagensicherung besser dadurch erreicht werden können, daß kleinen Einlegern im Liquidationsfall vorrangige Forderungen eingeräumt werden (z.B. in Hongkong).

Wahrung des Vertrauens sowohl in makroökonomische Maßnahmen notwendig ...

Eine zweite Voraussetzung ist die Wiederherstellung oder Aufrechterhaltung des Vertrauens in die Währungsstabilität und in die Politik eines marktorientierten Finanzsystems. In den achtziger Jahren und davor lockerten viele Regierungen, die mit insolventen Bankensystemen konfrontiert waren, die Geldpolitik gezielt, bis es zu hoher Inflation, negativen realen Zinssätzen und Währungsabwertung kam. Diese Taktik höhlt den Wert der notleidenden Kredite der Banken aus und kann somit kurzfristig erfolgreich erscheinen. Die Folge ist jedoch in der Regel eine Kapitalflucht, die die inländische Einlagenbasis von soliden ebenso wie von unsoliden Banken schrumpfen läßt. Darüber hinaus hält sich die Erinnerung an eine Enteignung durch Inflation noch lange nach der Abkehr von einer laxen Wirtschaftspolitik. Erinnerungen an die Vergangenheit sind denn auch mitverantwortlich für die beträchtlichen Einlagenabflüsse von den Banken in Argentinien im Gefolge der Mexiko-Krise. In deutlichem Gegensatz zu früheren Phasen dauerhafter Einlagenabflüsse haben die Einlagen der Banken in Argentinien seit Mitte 1995 wieder stark zugenommen. Dies ist größtenteils auf den Restrukturierungsprozeß zurückzuführen, der bei anhaltend niedriger Inflation und einem festen Bekenntnis zu Währungsstabilität derzeit stattfindet.

... als auch in mikroökonomische

Die Entschlossenheit zur Reform des Finanzsystems blieb ebenfalls bestehen, denn bei der Bekämpfung der jüngsten Banken Krisen wurde die liberale Ausrichtung der Finanzmarktpolitik beibehalten. Die Wirtschaftspolitiker suchten die Fehler der achtziger Jahre zu vermeiden; damals war die Bewältigung vieler Banken Krisen in Lateinamerika gescheitert, weil die Regierungen die bereits erfolgte Finanzmarktliberalisierung wieder rückgängig machten. Die Kredite wurden an Sektoren mit „Priorität“ (u.a. dem Staat) zugeteilt und die Banken erneut Zinskontrollen unterworfen. Die Wiedereinführung von Kontrollen schwächte zwangsläufig das Vertrauen in das Bankensystem, untergrub den Anreiz der Geschäftsleitungen zu einer effizienten Führung der Institute und ließ die Einlagen der Banken aufgrund von Mittelabflüssen ins Ausland schrumpfen. In den neunziger Jahren griff dagegen außer Venezuela kein bedeutendes lateinamerikanisches Land wieder auf Zinskontrollen zurück. Aber auch die von Venezuela im April 1996 angekündigten großen Strukturreformen schlossen die Aufhebung der Kontrollen für die Zinssätze der Banken ein, die nach der Bankenkrise 1994 nach oben begrenzt worden waren und in realer Betrachtung stark negativ waren.

Schließlich ist für den Erfolg auch eine verbesserte Aufsicht notwendig. Eine Krise macht deutlich, daß die Aufsichtsbestimmungen gestrafft und die marktorientierten Kontrollmechanismen verstärkt werden müssen. Eine Rekapitalisierung der



Banken hat keinen Sinn, wenn die tieferen Ursachen der Probleme nicht angegangen werden.

### *Nachteilige Konsequenzen*

Selbst wenn eine Bankenkrise gut gemeistert wird, dürfte sie die wirtschaftliche Entwicklung beeinträchtigen. Die Rekapitalisierung von Problembanken kann Haushaltsdefizite ansteigen lassen, manchmal erheblich. Eine weitere Nachwirkung ist eine Verknappung des Kreditangebots, die möglicherweise über ein gerechtfertigtes Ausmaß hinausgeht. Eine Beschränkung der Kreditvergabe dürfte kleine und neu gegründete Unternehmen ganz besonders treffen.

Die Höhe der Kosten für den Staat hängt letztlich von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung ab. Je länger beispielsweise die Instabilität anhält, desto größer werden schließlich die Kosten sein. Gelegentlich wurde staatliche Unterstützung gegen die Abtretung oder Verpfändung von Wertpapieren durch die Bank gewährt – entweder ihrer Staatsanleihebestände (Brasilien) oder eigener Aktien (Mexiko) –, das Kreditportefeuille wurde hingegen weiter von der Geschäftsbank verwaltet. Die Sanierungskosten richten sich nach dem Marktwert der abgetretenen Finanzaktiva (normalerweise erhält die Bank mehr, als sie am freien Markt erzielen könnte) und danach, ob die staatlichen Unterstützungskredite später zurückgezahlt werden. Staatliche Hilfe wurde auch gegen die Zession notleidender Kredite geleistet, manchmal in Verbindung mit einer Rückkaufverpflichtung. In Chile mußten beispielsweise die von der Krise in den achtziger Jahren erfaßten Banken ihre notleidenden Kredite auf der Grundlage eines 10-Jahres-Plans von der Zentralbank zurückkaufen; die Banken unterlagen solange geschäftspolitischen Beschränkungen, bis sie diese Schulden beglichen hatten. Thailand unterstützte die Sanierung im Austausch gegen eine Kaufoption der Zentralbank auf die Aktien der Banken. Die endgültigen Rekapitalisierungskosten sind daher abhängig von den spezifischen Sanierungsvereinbarungen, dem letztendlichen Marktwert der im Zuge der Liquidation erworbenen Sicherheiten und der Ertragskraft der notleidenden Kredite von Unternehmen, wenn die Geschäfte weitergeführt werden.

Darüber hinaus werden die staatlichen Rekapitalisierungskosten in Ländern mit relativ wenig entwickelten Finanzmärkten oft innerhalb eines kürzeren Zeitraums getragen werden müssen. In den Industrieländern können sie durch die Emission langfristiger Staatsanleihen zeitlich verteilt werden; Verluste entstehen erst zum Zeitpunkt der Zins- und Tilgungszahlungen. Nur wenige Entwicklungsländer verfügen über inländische Anleihemärkte, die für die Finanzierung solcher Sanierungsmaßnahmen ausreichend liquide sind.

Eine Bankenkrise kann recht dauerhafte Nachwirkungen in Form stark verengter Kreditbedingungen haben, die oft in einer erheblichen Erweiterung der Zinsspannen der Banken zum Ausdruck kommen. Diese Anpassungskosten treffen letztendlich die Bankkunden und können die wirtschaftlichen Entscheidungsprozesse verzerren. Einleger erhalten möglicherweise niedrigere Zinsen, und das dürfte Finanzmittel ins Ausland abfließen lassen. Höhere Kreditzinsen schrecken Investitionen ab und können zur Insolvenz von Kreditnehmern führen, die unter normalen Verhältnissen zahlungsfähig geblieben wären. Unangemessen hohe Zinssätze bergen das Risiko der „adverse selection“, da die Kreditnehmer mit der geringsten Bonität ihren Anteil an den vergebenen Krediten erhöhen. Sie

Bankenkrise ...

... kann umfangreiche haushaltspolitische Belastungen bedeuten ...

... und Kreditbedingungen extrem verschärfen

ermutigen möglicherweise auch größere, kreditwürdigere Unternehmen zur Aufnahme von Krediten im Ausland oder in Fremdwährung und setzen die Unternehmen stärker den Risiken von Wechselkursänderungen aus.

In der Praxis werden viele nicht in der Lage sein, ihre Bankverbindlichkeiten zu den neuen, deutlich höheren Zinsen zu bedienen. Dies löst oft staatliche Hilfsaktionen für bestimmte Kunden aus. Mexiko ergriff 1995 eine ganze Palette bedeutender Maßnahmen, um den massiven Zinsanstieg im Anschluß an die Peso-Krise für die Kreditnehmer verkraftbar zu machen. Da sich aus den bestehenden Kreditbedingungen (auf der Basis variabler nominaler Zinssätze) eine viel raschere *reale* Kreditrückzahlung ergeben hätte, wurde den Banken die Umwandlung eines wesentlichen Teils ihres Kreditportefeuilles in festverzinsliche indexierte Kredite erleichtert. Weitere Maßnahmen umfaßten für kleine Schuldner einen beträchtlichen Zinsnachlaß und für große Unternehmen den Ersatz ihrer Verbindlichkeiten bei mexikanischen Banken durch langfristige Staatsanleihen. Die Vergabe neuer Kredite ging stark zurück.

In der Zukunft ...

... stärkerer  
Wettbewerb ...

... Konsoli-  
dierung ...

... und Inter-  
nationalisierung

Der durch Banken Krisen verursachte Schaden ist natürlich Anlaß, über die mittelfristige Rolle des Bankensektors nachzudenken. Kapitel V analysiert das zunehmend wettbewerbsintensive Umfeld, das die Banken in den Industrieländern zu Restrukturierung und Konsolidierung zwingt. Auch die Banken in den aufstrebenden Volkswirtschaften müssen sich an einen härteren Wettbewerb gewöhnen. Bei der Entschärfung der jüngsten Banken Krisen waren die Wirtschaftspolitiker in Asien und Lateinamerika bemüht, Maßnahmen zu vermeiden, die die Inflation anheizten oder den Marktmechanismus aushöhlten. Dadurch entstand ein günstigeres Wettbewerbsklima, in dem die Finanzinstitute die wettbewerbslichen Herausforderungen moderner Finanzmärkte leichter meistern können. Um ihrer Aufgabe gewachsen zu sein, werden viele Banken ihre Geschäftspraktiken grundlegend ändern müssen. Ein Konsolidierungsprozeß ist in zahlreichen Ländern bereits in vollem Gang.

Die Internationalisierung des Bankensektors kann dazu einen Beitrag leisten, nicht nur, weil der ausländische Wettbewerbsdruck die Produktivität im Inland erhöhen kann (insbesondere bei oligopolistischer Struktur der inländischen Märkte), sondern auch, weil sich durch den Erwerb ausländischer Aktiva größere Diversifizierungsmöglichkeiten für inländische Banken ergeben können. Eine Konzentration der Aktiva einer Bank auf eine kleine oder volatile Volkswirtschaft ist automatisch risikoreich, und erweiterte Anlagemöglichkeiten im Ausland können zur Verringerung solcher Risiken beitragen. Die Bestimmungen des neuen Bankengesetzes in Chile, die ausreichend kapitalisierten inländischen Banken die Gründung von Zweigniederlassungen und Tochtergesellschaften im Ausland erlauben, dürften vermutlich von anderen Entwicklungsländern übernommen werden. Mehrere Länder haben Ambitionen, sich zumindest als regionale Finanzplätze zu etablieren. Diese Entwicklungen werden für die nationale Bankenaufsicht ebenso wie für eine wirksame internationale Zusammenarbeit der Bankenaufsichtsbehörden eine große Herausforderung darstellen.



## VIII. Internationale Finanzmärkte

### Schwerpunkte

1995 wurden internationale Schuldtitel in größerem Umfang denn je begeben, und auch die internationalen Bankkredite verzeichneten einen kräftigen Aufschwung. Die sich ausweitende Mexiko-Krise zu Beginn des Jahres, die Währungsturbulenzen, die anhaltende Zinsvolatilität an einigen wichtigen Märkten für Schuldtitel und die Risikoprämie für die internationale Mittelaufnahme japanischer Banken, die sich im Sommer herausbildete, konnten die allgemein positive Wirkung rückläufiger Referenzzinssätze auf die Märkte insgesamt nicht beeinträchtigen. Der Wertpapierabsatz wurde dadurch gefördert, daß die Finanzinstitute ihre Refinanzierungsquellen international diversifizierten. Gleichzeitig kehrten die internationalen Anleger zu höher verzinslichen Instrumenten zurück, was einem größeren Kreis von Emittenten und einer breiteren Palette von Finanzierungsstrukturen zugute kam. Das Bewußtsein für Markt- und Kreditrisiken blieb allerdings geschärft. Der Wertpapierhandel an den Sekundärmärkten nahm ebenfalls kräftig zu. Dies war vermehrten Auslandskäufen von inländischen Staatspapieren zuzuschreiben, wobei die Geschäfte in einigen Fällen kreditfinanziert wurden (s. Kapitel V). Dadurch, aber auch durch das blühende Asiengeschäft erhielt das internationale Kreditgeschäft der Banken Auftrieb.



Nettofinanzierung an den internationalen Märkten (Schätzung) <sup>1</sup>							
Komponenten der internationalen Nettofinanzierung	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Stand Ende 1995
	Mrd. US-Dollar						
Auslandsforderungen von Banken <sup>2</sup>	614,7	- 48,0	185,5	318,3	276,9	657,4	7 925,8
Inlandsforderungen in Fremdwährung	130,2	- 61,4	-39,8	-0,9	-4,0	-5,7	1 297,9
<i>abzüglich Wiederanlagen zwischen Banken</i>	314,8	-294,4	-19,4	112,4	82,9	336,7	4 578,6
A = internationale Bankkredite netto <sup>3</sup>	430,0	185,0	165,0	205,0	190,0	315,0	4 645,0
B = Euronote-Plazierungen netto	33,0	34,9	40,4	72,1	140,2	192,4	593,8
Bruttoabsatz internationaler Anleihen <sup>4</sup>	239,8	319,7	334,7	432,4	373,6	359,9	
<i>abzüglich Tilgungen und Rückkäufe<sup>4</sup></i>	108,8	150,0	223,7	307,0	228,1	239,2	
C = Nettoabsatz internationaler Anleihen <sup>4</sup>	131,1	169,8	111,1	125,4	145,5	120,8	2 209,6
D = A + B + C = internationale Finanzierung insgesamt	594,1	389,7	316,5	402,6	475,7	628,2	7 448,3
<i>abzüglich Doppelzahlungen<sup>5</sup></i>	79,1	34,7	71,5	122,6	65,7	118,2	1 008,3
E = internationale Finanzierung (netto) insgesamt	515,0	355,0	245,0	280,0	410,0	510,0	6 440,0

<sup>1</sup> Bankkredite und Euronote-Plazierungen: Veränderung der Bestände, wechselkursbereinigt. Anleihefinanzierungen: Stromgrößen.  
<sup>2</sup> Forderungen von 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 von Filialen der US-Banken in Panama. <sup>3</sup> Ohne geschätzte Wiederanlagen zwischen den berichtenden Banken. <sup>4</sup> Ohne im Rahmen von Programmen zur Emission mittelfristiger Euronotes (EMTN) begebene Anleihen, die im Euronote-Nettoabsatz eingeschlossen sind. <sup>5</sup> Von den berichtenden Banken erworbene oder begebene internationale Anleihen, soweit in der Bankenstatistik als Forderungen gegenüber Gebietsfremden ausgewiesen.

Quellen: Bank of England; Euroclear; ISMA; BIZ. Tabelle VIII.1

Das Geschäft an den Märkten für derivative Instrumente verlief unterschiedlich; einer geringeren Nachfrage nach den wichtigsten börsengehandelten Instrumenten stand eine weitere Zunahme der außerbörslichen Geschäfte gegenüber. Das Geschäft mit außerbörslichen Derivaten ist sogar sehr viel umfangreicher als das mit börsengehandelten Instrumenten, wie aus der Erhebung der Zentralbanken über das Geschäft an den Derivatmärkten hervorgeht, die im Frühjahr 1995 durchgeführt wurde. Dies ist weitgehend der Flexibilität der außerbörslichen Instrumente und ihrer Ausrichtung auf das Großkundengeschäft zuzuschreiben. Allgemein wird nun anerkannt, daß Derivate einen wichtigen Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Effizienz leisten; dies dürfte mit ein Grund sein, warum die Rufe nach restriktiven Maßnahmen im vergangenen Jahr wieder verstummt sind. Die Steuerung von Aktiva und Passiva erfolgt immer mehr auf globaler Basis und mit massivem Einsatz derivativer Techniken, um das Risikoprofil von Positionen laufend zu verändern. Da diese zunehmende Verfeinerung des Risikomanagements aber Instrumente und Funktionen stärker miteinander verknüpft, stellen sich neue Herausforderungen. Die Stabilität des Finanzsystems hängt immer mehr von angemessenen internen Kontrollsystemen und von der Offenlegung der Geschäfte ab. Damit ergibt sich eine größere Verpflichtung für die Geschäftsleitungen der Finanzinstitute, die Solidität der Marktpraktiken sicherzustellen, und für den öffentlichen Sektor, stabile Rahmenbedingungen an den Finanzmärkten aufrechtzuerhalten.



## Das internationale Bankgeschäft

Das internationale Bankgeschäft verzeichnete im vergangenen Jahr sowohl brutto als auch netto einen kräftigen Aufschwung. Volumen, Zusammensetzung und Konditionen der Kredite wurden von vier Hauptfaktoren beeinflusst. Erstens führte die „Japan-Prämie“, die sich im Sommer herausbildete und eine Folge der Kürzung der Kreditlinien für japanische Banken war, zu einem Rückzug der japanischen Institute von ausländischen Finanzplätzen und zu einem beträchtlichen Kapitalexport über das japanische Bankensystem. Zweitens war ein erneuter Zuwachs der Bankkredite zu verzeichnen, die mit dem Wertpapierhandel im Zusammenhang standen; dabei wurden wieder Transaktionen mit Hebelwirkung durchgeführt, wenn auch in geringerem Umfang als Anfang 1994. Drittens hatten die dynamische Kreditvergabe an Asien und eine gewisse Zunahme des Geschäfts mit Lateinamerika zur Folge, daß das Gesamtvolumen der in Entwicklungsländer fließenden Bankkredite

Kräftiger Aufschwung des Bankgeschäfts ...

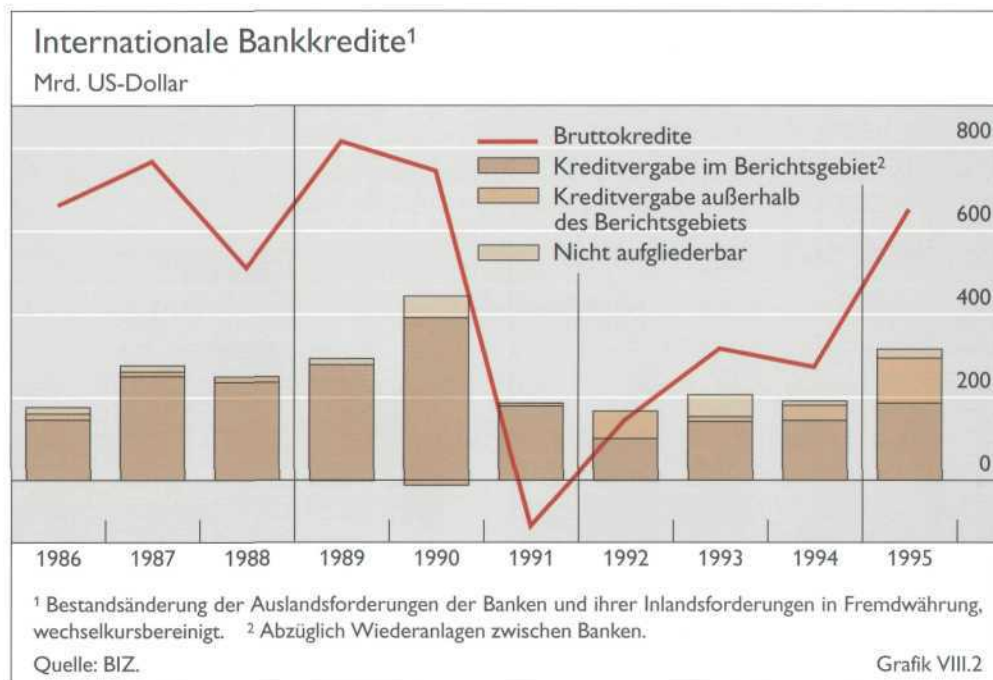
... dank Rekordausleihungen an Asien ...

Hauptmerkmale des internationalen Bankgeschäfts <sup>1</sup>							
Verwendung und Herkunft der internationalen Bankkredite	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Stand Ende 1995
	Mrd. US-Dollar						
A = Forderungen an Länder außerhalb des Berichtsgebiets	-12,1	6,8	66,0	11,6	36,6	108,0	994,3
B = Forderungen an Länder des Berichtsgebiets	705,0	-116,6	80,4	253,2	226,2	521,8	7987,4
1) Forderungen an Nichtbanken	289,0	100,8	89,7	127,2	-48,6	201,1	2326,3
2) Internationale Refinanzierung von Inlandskrediten der Banken	101,2	77,0	10,0	13,6	191,8	-16,0	1082,4
3) Wiederanlage zwischen Banken	314,8	-294,4	-19,4	112,4	82,9	336,7	4578,6
C = Nicht aufgliederbar	52,0	0,4	-0,8	52,7	10,2	21,9	242,0
D = A + B + C = Internationale Bankkredite brutto	744,8	-109,4	145,6	317,4	272,9	651,7	9223,6
E = D - B 3) = Internationale Bankkredite netto	430,0	185,0	165,0	205,0	190,0	315,0	4645,0
A = Verbindlichkeiten gegenüber Ländern außerhalb des Berichtsgebiets	92,2	-11,7	13,2	-14,8	74,6	92,3	895,8
B = Verbindlichkeiten gegenüber Ländern des Berichtsgebiets	633,1	-208,8	91,2	114,1	539,1	320,6	7546,5
1) Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken	175,3	15,2	104,4	87,7	132,6	138,5	1716,4
2) Inländische Refinanzierung von Auslandskrediten der Banken	101,7	117,7	40,7	88,3	-64,2	-11,9	1337,6
3) Wiederanlage zwischen Banken	356,2	-341,7	-53,9	-62,0	470,7	194,0	4492,6
C = Nicht aufgliederbar	60,9	63,9	6,7	43,8	47,0	96,1	695,3
D = A + B + C = Internationale Bankverbindlichkeiten brutto	786,2	-156,7	111,1	143,0	660,7	509,0	9137,6
Nachrichtlich: Konsortialkredite <sup>2</sup>	159,2	136,7	221,4	220,9	252,0	320,2	

<sup>1</sup> Veränderung der Bestände, wechsellkursbereinigt. <sup>2</sup> Angekündigte neue Fazilitäten ohne nicht autonom gewährte mittelfristige Kredite und neu ausgehandelte Kredite, bei denen sich nur die Zinsmarge ändert.

Quellen: Bank of England; BIZ.

Tabelle VIII.2



trotz eines vorübergehenden Einbruchs im Anschluß an die Mexiko-Krise einen neuen historischen Höchststand erreichte. Viertens schließlich war offenbar nach wie vor reichlich Liquidität vorhanden, was sich in den engen Margen und der Lockerung der Sicherheitsauflagen bei den angekündigten Konsortialkrediten zeigte. Diese Entwicklung verstärkte die Bedenken hinsichtlich der Dauerhaftigkeit der Aufwärtsbewegung an den Wertpapiermärkten, der Instabilität der umfangreichen kurzfristigen Bankkredite und einer Ausweitung der Marktspaltung, mit der sich die japanischen Banken konfrontiert sahen, auf andere Marktteilnehmer.

#### *Entwicklung nach Währungen, Finanzplätzen und Nationalität der berichtenden Banken*

Das Interbankgeschäft innerhalb Europas sowie zwischen Europa und Japan erholte sich im vergangenen Jahr deutlich. Während Anfang 1994 die Auflösung von Positionen mit Hebelwirkung an den europäischen Devisen- und Wertpapiermärkten zu massiven Tilgungen von Bankkrediten geführt hatte, gaben 1995 Absicherungs- und Spekulationsgeschäfte den Transaktionen in einigen europäischen Währungen Auftrieb, die – wie z.B. der französische Franc und die italienische Lira – gegenüber der D-Mark zeitweise zur Schwäche neigten. Die Risikoprämie auf die internationalen Verbindlichkeiten japanischer Banken führte zu umfangreichen Übertragungen von Yen- und Dollarmitteln von den Inlands- zu den Auslandsniederlassungen japanischer Banken. Gleichzeitig strafften die Niederlassungen japanischer Banken an den wichtigsten Finanzplätzen ihr Geschäft, wodurch die aktivere internationale Kreditvergabe europäischer Bankengruppen überdeckt wurde. Im zweiten Halbjahr gab es überdies Hinweise auf eine starke Nachfrage von Kunden der Eurobanken nach Yen-Mitteln, mit denen möglicherweise Dollar-Papiere ohne zusätzliches Hedging erworben wurden. Alles in allem entfielen auf den Yen 30% der gesamten nach Währungen aufgegliederten Kredite; es folgten der Dollar (23%), der französische Franc (10%) und die italienische Lira (8%). Das internationale Kreditgeschäft in D-Mark war hingegen wegen des schwächeren

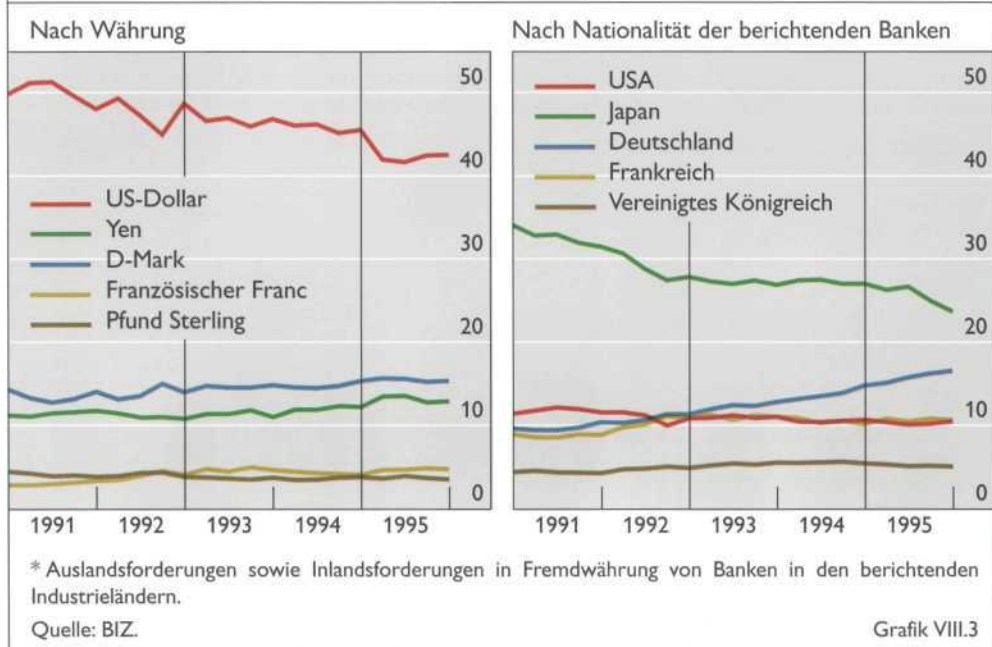
... Nachfrage für Absicherungs- und Spekulationsgeschäfte ...

... und Finanzspritzen japanischer Banken für ihre Niederlassungen



## Aufgliederung des internationalen Bankkreditgeschäfts nach Währung und Nationalität\*

Anteile in Prozent, zum Quartalsende



Mittelkreislaufs zwischen Euro- und Inlandsmarkt rückläufig. Die Unsicherheit in bezug auf die zukünftige europäische Einheitswährung ließ das ECU-Bankkreditgeschäft erneut schrumpfen (-\$ 20,6 Mrd.).

1994 hatte die Auflösung von Positionen mit Hebelwirkung, die in der Erwartung generell sinkender Zinssätze und stabiler europäischer Wechselkurse eingegangen worden waren, zu Tilgungen von Auslandskrediten geführt, die an Nichtbanken im Berichtsgebiet gewährt worden waren. Der erneute Anstieg der Bankforderungen an diese Gruppe im vergangenen Jahr (+10%) läßt auf eine Wiederaufnahme solcher Handelsstrategien schließen. Dies gilt um so mehr, als die Zunahme vor allem in Italien und Japan teilweise durch weitere Tilgungen von Fremdwährungskrediten durch den Unternehmenssektor ausgeglichen wurde. Der Unterschied zwischen reinen Interbankgeschäften und Geschäften, die von Nichtbank-Finanzinstituten im Großkundenbereich getätigt werden, hat sich in den letzten Jahren verwischt. Dabei ist zu beachten, daß unterschiedliche Rechnungslegungsvorschriften für Pensionsgeschäfte sowie die Vielfalt rechtlicher Formen, die solche Geschäfte annehmen können (die entsprechenden Transaktionen werden entweder als besicherte Kredite ohne Übertragung des Eigentums an den ihnen zugrunde liegenden Wertpapieren oder als Wertpapierkäufe und somit als Forderungen gegenüber den Emittenten behandelt), zu erheblichen Verzerrungen bei den tatsächlichen Forderungen führen können.

Während das gedämpfte ECU- und DM-Geschäft das Wachstum in Luxemburg bremste, wurde das Auslandskreditgeschäft in Japan, im Vereinigten Königreich und in Frankreich durch Devisen- und Wertpapierhandelsgeschäfte sowie durch die Nebenwirkungen der „Japan-Prämie“ tendenziell gefördert. In Frankreich wurden die negativen Folgen, die sich aus dem Rückzug der Auslandsniederlassungen japanischer Banken ergaben, durch Franc-Exporte der inländischen

Hinweise auf erneute spekulationsbedingte Nachfrage an Devisen- und Wertpapiermärkten

London immer noch führend

Banken, mit denen die ausländische Nachfrage nach Franc für Absicherungs- und Spekulationszwecke befriedigt wurde, mehr als wettgemacht. Dank der Schlüsselrolle Londons am Euromarkt konnte das Vereinigte Königreich seine führende Stellung im internationalen Bankgeschäft halten; die geringere Beteiligung der japanischen Banken wurde durch die verstärkte Präsenz anderer Gruppen, insbesondere deutscher Banken, ausgeglichen. In Hongkong und Singapur wurde das Geschäft indirekt durch die Probleme des japanischen Bankgewerbes sowie durch den zunehmenden Wettbewerb durch neue Offshore-Einrichtungen in der Region beeinträchtigt.

#### Geschäft mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets

Das lebhafte Kreditgeschäft der berichtenden Banken mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets im vergangenen Jahr wurde von der Kreditvergabe an Asien dominiert, die einen Rekordumfang erreichte. Gleichzeitig wurde der kräftigen Kreditnachfrage aus kleineren Industrieländern, Osteuropa und – nach einem vorübergehenden Rückgang im ersten Quartal – Lateinamerika nur selektiv entsprochen. Die äußerst umfangreiche Kreditvergabe an Asien (\$ 84,3 Mrd.) läßt darauf schließen, daß die Mexiko-Krise diese Region nur sehr wenig in Mitleidenschaft gezogen hat. Abgesehen von ihrem Volumen werden die 1995 an Asien vergebenen Bankkredite durch vier Merkmale charakterisiert. Erstens entfielen zwei Drittel auf kurzfristige Interbankkreditlinien, mit denen teilweise die Zinsdifferenzen zwischen dem Inlands- und dem internationalen Markt genutzt wurden, die aber auch der Finanzierung des Aufbaus lokaler oder regionaler Finanzplätze dienten. Rechnet man noch die beträchtlichen handelsbezogenen Kredite hinzu, so wiesen Mitte 1995 64% der offenen Forderungen gegenüber dieser Region eine Laufzeit von weniger als einem Jahr auf. Zweitens nahmen Thailand und Korea neue

Umfangreiche kurzfristige Kredite an asiatische Länder ...

Geschäft der Banken mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets*								
Position der Banken gegenüber:	Forderungen			Verbindlichkeiten			Stand Ende 1995	
	1993	1994	1995	1993	1994	1995	Forde-rungen	Verbind-lichkeiten
	Mrd. US-Dollar							
Länder außerhalb des Berichtsgebiets insgesamt	11,6	36,6	108,0	-14,8	74,6	92,3	994,3	895,8
Entwickelte Länder	5,0	- 1,3	23,6	10,5	22,4	22,8	189,0	176,9
Osteuropa	-3,8	-13,0	2,9	2,6	2,0	9,1	87,4	47,2
Entwicklungsländer	10,4	50,9	81,5	-28,0	50,1	60,4	717,9	671,7
Lateinamerika	2,4	2,0	6,9	- 3,8	21,0	34,7	237,4	193,6
<i>Brasilien</i>	4,6	- 6,8	6,8	- 0,9	9,9	22,0	68,5	58,1
<i>Mexiko</i>	2,3	6,6	-6,5	- 0,6	0,1	4,2	70,9	30,3
Nahe Osten	-5,4	3,1	-6,7	-20,3	2,9	8,5	74,6	204,1
Afrika	-2,0	- 2,0	-3,1	0,4	3,3	-1,0	37,8	41,5
Asien	15,5	47,8	84,3	- 4,1	22,9	18,2	368,1	232,4
<i>Korea</i>	2,4	15,1	22,3	- 0,4	4,9	3,3	83,3	23,9
<i>Thailand</i>	7,1	19,4	36,3	- 0,2	2,0	4,2	89,5	11,3

\* Veränderung der Bestände, wechsellkursbereinigt.

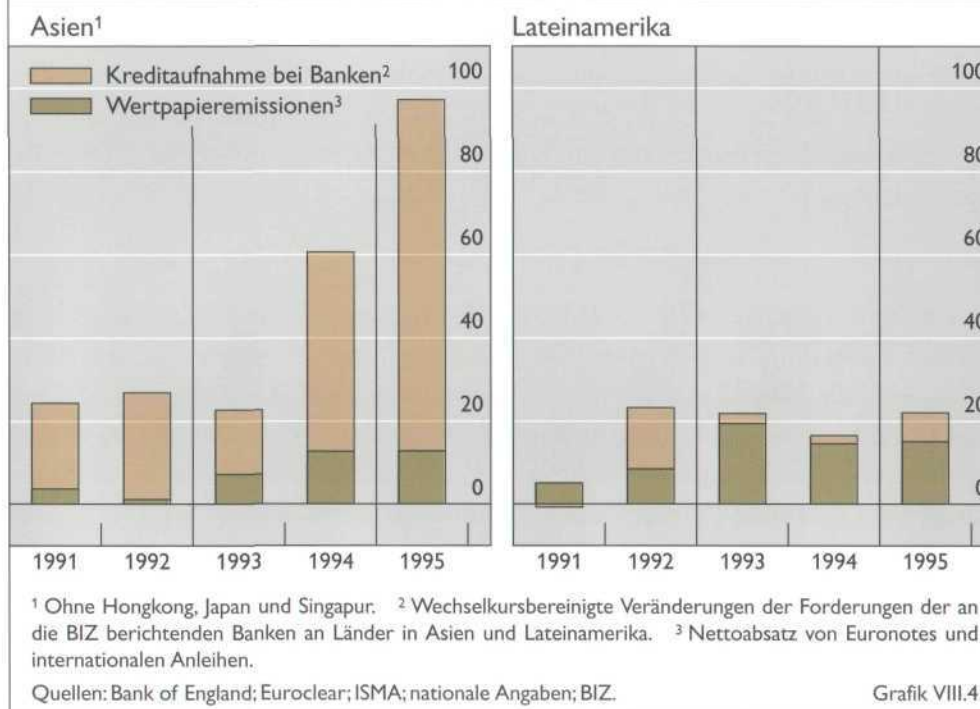
Quelle: BIZ.

Tabelle VIII.3



## Internationale Bankkredit- und Wertpapierfinanzierungen in Asien und Lateinamerika

Mrd. US-Dollar



Mittel in Höhe von \$ 36,3 Mrd. bzw. \$ 22,3 Mrd. auf. Am Jahresende war Thailand unter den Entwicklungsländern der größte Schuldner der Banken, noch vor Korea, Mexiko und Brasilien (s. Tabelle VIII.3). Die Thailand eingeräumten Kreditlinien wurden insbesondere durch eine Verlagerung der Finanzierungen zugunsten des 1993 geschaffenen lokalen Offshore-Finanzplatzes und durch den Wettbewerb ausländischer Banken um thailändische Banklizenzen begünstigt. Der Umfang dieser Geldströme sowie der hohe Anteil kurzfristiger Kredite, die Mitte 1995 71% der Forderungen der berichtenden Banken ausmachten, veranlaßte die thailändischen Behörden allerdings, restriktive Maßnahmen zu ergreifen. Drittens stammte der größte Teil der in Asien verliehenen Mittel aus Japan. Viertens schließlich hatten die wenig entwickelten Märkte für Aktien und für festverzinsliche Wertpapiere in der Region sowie die noch bestehenden Beschränkungen des Zugangs Gebietsansässiger zu den internationalen Wertpapiermärkten zur Folge, daß die Kapitalzuflüsse hauptsächlich über die Banken stattfanden. Der Nettoabsatz internationaler Wertpapiere von Emittenten aus asiatischen Entwicklungsländern entsprach daher mit einem Betrag von \$ 13 Mrd. auch weiterhin nur einem Bruchteil der internationalen Bankkredite dieser Länder, wobei die erhebliche Bevorzugung der Bankkredite durch die derzeit günstigen Konditionen noch verstärkt wird.

Lateinamerikanische Schuldner finanzierten sich dagegen weiterhin stärker über internationale Wertpapiere (\$ 17,9 Mrd.) als über internationale Bankkredite (\$ 6,9 Mrd.). Der nach dem ersten Quartal wiedergewonnene Zugang zum Eurobond-Markt konzentrierte sich auf staatliche Emittenten, wohingegen eine gleichzeitige größere Rückkehr von Bankmitteln ausblieb. Weiterhin besteht die Tendenz, bei der Beurteilung des Kreditrisikos stärker zwischen den einzelnen Ländern

... insbesondere Thailand ...

... aber begrenzter Wertpapierabsatz in der Region ...

... im Gegensatz zu Lateinamerika ...

... wo die Kreditvergabe der Banken offenbar selektiver war ...

zu differenzieren. Dies war teilweise der Grund dafür, daß die Forderungen gegenüber Mexiko nach dem ersten Quartal weiter zurückgingen und über das gesamte Jahr gesehen um \$ 6,5 Mrd. abnahmen, während der Großteil der neuen Bankkredite nach Brasilien und, in geringerem Umfang, nach Argentinien (\$ 2,3 Mrd.), Chile (\$ 1,9 Mrd.) und Kolumbien (\$ 1,8 Mrd.) floß. Auf der Passivseite stiegen die Einlagen lateinamerikanischer Gebietsansässiger um insgesamt \$ 34,7 Mrd. Hinter dieser Zunahme stand vor allem die Einlage brasilianischer Währungsreserven bei Geschäftsbanken nach der Beseitigung von Rechtsunsicherheiten bezüglich der brasilianischen Auslandsschulden. Der Anstieg der Verbindlichkeiten der Banken gegenüber lateinamerikanischen Nichtbanken um \$ 6,6 Mrd. deutet allerdings darauf hin, daß auch ein gewisser Kapitalabfluß aus der Region stattfand.

... begleitet von Kapitalabflüssen

#### *Internationale Konsortialkredite*

Umfangreiches Mittelangebot für Kreditvergabe ...

Der Sektor der internationalen Konsortialkredite war im vergangenen Jahr erneut sehr aktiv; es wurden Kredite im Rekordumfang von \$ 320,2 Mrd. bereitgestellt (1994: \$ 252 Mrd.). Zwar diente ein erheblicher Teil der Fazilitäten kostengünstigeren Anschlußfinanzierungen, doch das Geschäft erhielt auch Auftrieb durch staatliche Kreditaufnahmen, zahlreiche Überbrückungskredite und Backup-Fazilitäten, eine Reihe von Projektfinanzierungen und insbesondere beträchtliche Finanzierungspakete für Fusionen und Übernahmen. Konsortialkredite eignen sich wegen ihrer Flexibilität, ihrer raschen Ausführung und Diskretion sowie der Möglichkeit großer und komplexer Bereitstellungen besonders gut für Projektfinanzierungen und die Finanzierung von Fusionen und Übernahmen. Selbst wenn man die umfangreicheren Anschlußfinanzierungen berücksichtigt, sind dem hohen Nominalbetrag der neuen Fazilitäten (hauptsächlich an Unternehmen aus den USA und dem Vereinigten Königreich) nur wenig Informationen über die tatsächlichen Nettoströme zu entnehmen, da die Fazilitäten ein breites Spektrum von Kreditarrangements zur Unterstützung internationaler Wertpapieremissionen umfassen. Von größerer Bedeutung war die Entwicklung der Konditionen an diesem Markt. Die Schuldner profitierten von der reichlichen Liquidität der Banken in Nordamerika und Europa sowie von der Konkurrenz neuer Marktteilnehmer. Staaten und Unternehmen mit hoher Bonitätseinstufung erhielten Kredite, bei denen die Aufschläge auf die Referenzzinssätze so gering waren wie nie zuvor, und die Kreditgeber waren oft bereit, Laufzeiten zu verlängern und Sicherheitsauflagen wie z.B. Klauseln über erhebliche negative Veränderungen oder Negativerklärungen weiter zu lockern. Die Risiken, die die schmalen Margen und geringeren Sicherheitsauflagen für den ganzen Markt mit sich bringen können, gaben Anlaß zu behördlichen Warnungen vor einem Rückfall in die übermäßig laxen Kreditstandards der späten achtziger Jahre.

... von Vorteil für Schuldner

Infolge Kredithandels und anderer Merkmale ...

Die Entwicklungen im Jahresverlauf zeigten erneut, daß sich die Unterscheidung zwischen den Eigenschaften von Bankkrediten einerseits und von Wertpapieren und Derivaten andererseits immer mehr verwischt. Der vermehrte Einsatz von Techniken des aktiven Portfoliomanagements, Fortschritte bei der Standardisierung der Dokumentation und das Auftreten immer neuer Arten von Finanzinstituten als Konsortialführer (z.B. Investmentbanken) oder als Mitglieder eines Konsortiums (z.B. Lebensversicherungsgesellschaften, Pensionskassen und speziell geschaffene Kreditfonds) förderten den Handel mit Krediten noch weiter.



Darüber hinaus veranlaßte die Ausweitung des Anlegerkreises die wichtigsten Rating-Agenturen, Bonitätseinstufungen für solche Kredite einzuführen. Da diese Ratings es den Anlegern ermöglichen, ihre Portefeuilles genauer zu bewerten, dürften sie die Markttransparenz erhöhen. Gleichzeitig entwickelten Banken und Nichtbank-Finanzinstitute erneut derivatähnliche Strukturen, mit denen sie die verschiedenen Risikokomponenten eines Kredits entflechten können; mehrere dieser Mechanismen sehen die Übertragung des Kreditrisikos von nicht erstklassigen Krediten auf die Anleger vor (ohne daß ein Austausch von Forderungen stattfindet). Die Entwicklung solcher Instrumente gibt den Marktteilnehmern zunehmend die Möglichkeit, strukturelle Hindernisse für einen effizienteren Handel zu umgehen, und der Kreditmarkt nähert sich dadurch stärker den Arbitrage- und Handelspraktiken an, die schon jetzt die Wertpapier- und Derivatmärkte eng miteinander verknüpfen.

... fließende  
Grenzen zwischen  
Märkten

## Die internationalen Wertpapiermärkte

Der gesamte Nettoabsatz von Euronotes und internationalen Anleihen erreichte 1995 einen historischen Höchststand von \$ 313,2 Mrd. Der Umlauf erhöhte sich um 13% und damit in vergleichbarer Größenordnung wie 1994, womit der Anstieg an den OECD-Inlandsmärkten für Schuldtitel (8%) deutlich übertroffen wurde. Die gedämpfte Mittelaufnahme staatlicher Stellen wurde durch die kräftige Nachfrage von Finanzinstituten und eine allmähliche Erholung der Mittelaufnahme von Unternehmen außerhalb des Finanzsektors mehr als wettgemacht. Euronotes wurden zum bevorzugten Emissionsinstrument, und zwar auch im traditionellen Eurobond-Geschäft; die mit Abstand beliebteste Emissionswährung war der Yen. Das niedrige Zinsniveau in den wichtigsten Ländern (insbesondere in Japan) veranlaßte die Anleger, sich bonitätsmäßig weniger hoch eingestuften Wertpapieren oder Strukturen mit derivatähnlichen Merkmalen zuzuwenden, die eine bessere Rendite boten. Da der Markteinbruch von 1994 und die Mexiko-Krise den internationalen Anlegern noch lebhaft in Erinnerung waren, blieb ihr Bewußtsein für Markt- und Kreditrisiken jedoch geschärft. Die Anleiheemissionen wiesen im allgemeinen einen geringeren Umfang und eine kürzere Laufzeit auf als vor dem Marktumschwung Anfang 1994, und die Risikoprämien auf Wertpapiere, die von Schuldnern aus Entwicklungsländern oder bestimmten entwickelten Ländern mit hohen Haushalts- oder Leistungsbilanzdefiziten begeben wurden, waren höher als vor der Mexiko-Krise. Außerdem wurden in einem Rekordumfang Anleihen begeben, die in irgendeiner Form mit Forderungen unterlegt waren. Angesichts dieser Vielfalt der Instrumente sowie des weitverbreiteten Einsatzes von Swaps schenken die Anleger den technischen Merkmalen der Emissionen, ihren Rechtsrisiken und dem Verhältnis zwischen Kredit- und Marktrisiko noch mehr Beachtung.

Lebhaftes  
Emissions-  
geschäft ...

Am Sekundärmarkt erhöhte sich der von den internationalen Clearinghäusern gemeldete Jahresumsatz im Vergleich zu 1994 um 21% (auf \$ 32,4 Bio.). Im vierten Quartal waren die Umsätze wegen der Turbulenzen an den kontinental-europäischen Wertpapiermärkten besonders hoch. Der Jahresanstieg war bei den Inlandspapieren, die zwei Drittel des Gesamtumsatzes ausmachten, erneut ausgeprägter als bei den Euro-Papieren. Dies ist u.a. auf die Unsicherheit an den weltweiten Kapitalmärkten, die Weiterentwicklung des Managements von Sicherheiten,

... und Sekundär-  
marktgeschäft

Hauptmerkmale der internationalen Wertpapieremissionen <sup>1</sup>							
Sitzland, Währung und Sektor des Emittenten	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Stand Ende 1995
	Mrd. US-Dollar						
Nettoabsatz insgesamt	164,1	204,7	151,5	197,6	285,7	313,2	2 803,3
Internationale Anleihen <sup>2</sup>	131,1	169,8	111,1	125,4	145,5	120,8	2 209,6
Euronotes	33,0	34,9	40,4	72,2	140,2	192,4	593,8
Entwickelte Länder	130,3	159,1	115,5	129,7	210,0	233,0	2 149,7
<i>Europa</i> <sup>3</sup>	90,4	88,3	93,7	142,5	167,1	172,2	1 306,4
<i>Japan</i>	28,7	39,6	-3,4	-44,7	-26,9	-26,7	238,4
<i>USA</i>	2,0	13,8	16,9	11,2	41,7	64,2	313,7
<i>Kanada</i>	4,9	15,9	10,7	19,1	18,2	10,8	181,3
Offshore-Finanzplätze	9,9	3,9	-0,1	5,6	37,1	36,9	187,9
Sonstige Länder	3,9	16,0	12,8	25,8	28,7	27,3	156,9
Internationale Organisationen	20,0	25,7	23,2	36,5	9,9	15,8	308,7
US-Dollar	56,0	54,9	58,9	31,5	73,7	74,9	984,9
Yen	28,9	21,1	9,2	33,8	106,8	108,3	496,8
D-Mark	9,4	12,6	24,6	31,2	27,5	55,9	319,7
Sonstige Währungen	69,8	116,0	58,7	101,1	77,6	74,0	1 001,9
Finanzinstitute <sup>4</sup>	58,5	42,6	44,3	52,6	154,0	186,5	1 038,6
Öffentlicher Sektor <sup>5</sup>	52,5	79,4	82,3	131,8	109,5	87,0	986,7
Unternehmen	53,1	82,6	24,9	13,2	22,2	39,6	778,1
<i>Nachrichtlich:</i>							
<i>Angekündigte internationale Anleihen<sup>2</sup></i>	241,7	317,7	334,1	446,5	361,6	358,7	
<i>Angekündigte Euronote-Fazilitäten</i>	71,3	95,9	113,2	109,8	194,0	271,6	

<sup>1</sup> Internationale Anleihen und Euronotes. Internationale Anleihen: Stromgrößen; Euronotes: Veränderung des Umlaufs, wechselkursbereinigt. <sup>2</sup> Ohne im Rahmen von Euronote-Fazilitäten begebene Anleihen. <sup>3</sup> Ohne Osteuropa. <sup>4</sup> Geschäftsbanken und sonstige Finanzinstitute. <sup>5</sup> Einschl. internationaler Organisationen.

Quellen: Bank of England; Euroclear; ISMA; BIZ. Tabelle VIII.4

offenere Inlandsmärkte für Schuldtitel, neue Verknüpfungen mit nationalen Abwicklungssystemen für Wertpapiergeschäfte sowie insbesondere auf den zunehmenden Einsatz von Pensionsgeschäften zurückzuführen. Das rasche Wachstum der internationalen Wertpapiergeschäfte verstärkt die Verbindungen zwischen Instrumenten und Märkten, was eine der Erklärungen für kürzlich ergriffene Initiativen zur Verringerung des Ausfall-, des Markt- und des Systemrisikos ist. In diesem Zusammenhang ist erwähnenswert, daß die International Securities Market Association (ISMA) am 1. Juni 1995 die Abwicklungszeit für Transaktionen mit Eurowertpapieren auf 3 Geschäftstage verkürzte; gleichzeitig wurden von mehreren nationalen Behörden ähnliche Maßnahmen ergriffen.

#### Sektor und Sitzland der Emittenten

Erhebliche Mittel-  
aufnahme durch  
Finanzinstitute ...

Bemerkenswert am Primärabsatz 1995 war die weitere Erhöhung des Anteils der Finanzinstitute an den Emissionen. Diese Entwicklung wurde vor allem dadurch gefördert, daß die Banken eine erneute Ausweitung ihres internationalen Kreditgeschäfts (vor allem zur Finanzierung der weltweiten Welle von Fusionen und Übernahmen) refinanzieren mußten und sich die Passivastruktur allgemein



zugunsten internationaler Verbindlichkeiten verschob. Deutsche Finanzinstitute waren besonders aktiv; die Banken machten sich den Vorteil ihrer Bonitäts-einstufung zunutze und die Spezialkreditinstitute die ihnen in unterschiedlichem Ausmaß gewährte öffentliche Unterstützung. Große, staatlich unterstützte US-Kreditinstitute, die sich bisher vorwiegend an ihrem Inlandsmarkt refinanzieren, begannen ebenfalls, ihre Refinanzierungsquellen zu diversifizieren, vor allem durch Globalanleihen mit Schuldnerkündigungsrecht. Dagegen führten die Bemühungen um Haushaltskonsolidierung zu einem Rückgang der staatlichen Mittelaufnahme. Gleichzeitig wirkten sich die hohen Cash-flows von nicht zum Finanzsektor gehörenden Unternehmen in den Industrieländern sowie die anhaltenden Tilgungen von eigenkapitalbezogenen Anleihen, die in den späten achtziger Jahren von japanischen Firmen begeben worden waren, dämpfend auf den Nettoabsatz von Unternehmensanleihen aus, wengleich bei den Emissionen von britischen und US-Unternehmen eine Erholung eintrat.

... insbesondere aus Deutschland

Das niedrige Zinsniveau in den wichtigsten Industrieländern erwies sich für die Schuldner in Entwicklungs- und Reformländern als vorteilhaft; ihr gesamter Brutto- und Nettoabsatz war fast ebenso hoch wie im Vorjahr. Die mexikanische Finanzkrise hatte somit keine nachhaltige Wirkung auf den Gesamtumfang der aufgenommenen Mittel. Die Mittelaufnahme Lateinamerikas erhöhte sich zwar geringfügig (auf \$ 17,9 Mrd.), sie konzentrierte sich aber auf argentinische und brasilianische Schuldner, während Finanzierungen für mexikanische Schuldner fast vollständig versiegten. Die Konditionen für Schuldner aus dieser Region blieben erheblich weniger attraktiv als vor dem Einbruch der Anleihemärkte von Anfang 1994, und die lateinamerikanischen Emittenten aus dem privaten Sektor zogen sich mit Ausnahme von brasilianischen und argentinischen Banken fast vollständig zurück. Die Emissionstätigkeit asiatischer Entwicklungsländer flaute etwas ab, was jedoch eher an der Beschränkung der Auslandskreditaufnahme durch einzelne Länder als an der Mexiko-Krise gelegen haben dürfte. Dieser allgemeine Rückgang

Unterschiedliche Folgen der Mexiko-Krise



wurde zum Teil durch eine massive Inanspruchnahme des Marktes durch koreanische Schuldner ausgeglichen (\$ 8,6 Mrd.; Asien insgesamt: \$ 13 Mrd.), nachdem die Emissionstätigkeit inländischer Banken teilweise liberalisiert worden war. Mehrere staatliche Schuldner traten neu am Markt auf (z.B. Litauen, Slowakei) oder kehrten erstmals seit der Schuldenkrise der Entwicklungsländer Anfang der achtziger Jahre wieder zurück (Brasilien).

#### *Aufgliederung der Emissionen nach Währungen*

Absatz  
konzentriert  
auf Yen ...

Weitere Liberalisierungsschritte in Japan (s. S. 168) sowie eine lebhafte Nachfrage nach Yen-Wertpapieren von japanischen Anlegern, die Währungsrisiken vermeiden wollten, führten dazu, daß der Yen im dritten aufeinanderfolgenden Jahr die meistverwendete Währung war. Da Yen-Emissionen sowohl bei institutionellen als auch bei privaten Anlegern leicht absetzbar waren, konnten mehrere große Begebungen aufgelegt werden, darunter eine Emission in mehreren Tranchen für Italien im Umfang von ¥ 550 Mrd., die größte je am Euromarkt aufgelegte Emission. Bedenken über die finanziellen Konsequenzen des Mexiko-Hilfspakets für die USA lösten zunächst eine Flucht aus US-Dollar-Aktiva in die traditionell starken europäischen Währungen aus. Später erholte sich die Emissionstätigkeit in US-Dollar jedoch wieder, und der Anteil des US-Dollars am Nettoabsatz des Jahres blieb praktisch unverändert.

... US-Dollar ...

... und D-Mark

Die D-Mark war erneut die dritt wichtigste Emissionswährung; sie profitierte von ihrem Status als europäische Ankerwährung, günstigen Swapgelegenheiten, der hohen Mittelbeschaffung deutscher Finanzinstitute und einer gewissen Währungsdiversifizierung durch Schuldner aus aufstrebenden und im Übergang befindlichen Ländern. Wachsende Bedenken im Zusammenhang mit der europäischen Währungsunion führten gegen Jahresende zu einer tendenziellen Abkehr von längerfristigen DM-Emissionen. Dies kam dem Schweizer-Franken-Sektor zugute, wo sich der Nettoabsatz fast verdoppelte. Hingegen ließen politische und wirtschaftliche Unsicherheiten den Absatz von Papieren in Pfund Sterling, französischen Francs, italienischen Lire und kanadischen Dollars deutlich zurückgehen. Insgesamt konzentrierte sich der Nettoabsatz weiterhin stark auf die drei Hauptwährungen Yen (35%), US-Dollar (24%) und D-Mark (18%). Angesichts der zunehmenden Verwendung von Währungsswaps im Primärgeschäft, des Gewichts der inländischen Anleger in den einzelnen Eurowährungssektoren (im vergangenen Jahr besonders stark bei Yen und Lira) sowie der Auswirkungen der in den letzten Jahren ergriffenen Liberalisierungsmaßnahmen (insbesondere in Japan und Deutschland) sind diese Marktanteile jedoch mit Vorsicht zu interpretieren.

#### *Instrumentkategorien*

Euronote-  
Fazilitäten  
wichtigste  
Finanzierungs-  
form ...

1995 wurden neue Euronote-Fazilitäten im Betrag von \$ 271,6 Mrd. angekündigt; damit beliefen sich die seit Entstehen des Marktes bereitgestellten Fazilitäten insgesamt auf fast \$ 1,2 Bio. Gleichzeitig erhöhte sich die Inanspruchnahme bestehender Fazilitäten um 37% auf \$ 192,4 Mrd.; auf Euronotes entfielen am Jahresende 21% des gesamten Umlaufs internationaler Wertpapiere (Ende 1990: 7%). Weiterhin schleppend verlief das Geschäft am Markt für *Euro-Commercial-Paper (ECP)*, ähnlich wie auch die meisten bedeutenden inländischen Commercial-Paper-Märkte seit 1991 stagnieren oder gar schrumpfen (mit Ausnahme der USA, wo sich der Markt



Mittelaufnahme an den Wertpapiermärkten nach Sektor und Sitzland des Emittenten										
Sektor und Sitzland	Inland <sup>1</sup>				International <sup>2</sup>				Stand Ende 1995	
	1992	1993	1994	1995	1992	1993	1994	1995	Inland <sup>1</sup>	International <sup>2</sup>
	Mrd. US-Dollar									
Nettoabsatz insgesamt <sup>3</sup>	1 428,8	1 604,4	1 474,4	1 680,3	151,5	197,6	285,7	313,2	24 110,0	2 803,3
Privater Sektor	423,2	440,1	310,2	639,5	69,1	65,7	176,2	226,1	8 776,7	1 816,6
USA	156,2	226,5	237,4	419,4	14,2	7,5	38,6	56,1	4 028,2	300,8
Japan	55,3	46,6	11,4	80,5	-5,2	-47,8	-28,0	-27,8	1 530,2	217,3
Deutschland	70,9	72,1	39,8	92,3	6,7	14,1	30,5	36,8	1 023,3	103,9
Frankreich	62,7	1,0	-25,3	-21,8	18,7	20,4	15,1	6,8	601,4	183,7
Vereinigtes Königreich	0,6	14,9	27,5	18,4	10,2	16,5	33,0	41,9	186,5	251,7
Italien	41,6	39,7	12,3	27,7	-1,3	-1,3	-1,9	0,5	362,8	13,1
Niederlande	3,1	1,1	2,0	2,4	10,1	24,3	30,7	37,5	72,1	225,1
Schweden	11,5	8,7	-6,7	-0,9	5,0	9,6	3,2	-0,4	156,3	25,4
Australien	2,0	-3,5	4,9	1,2	-1,4	1,6	0,5	6,1	46,6	51,6
Kanada	-1,6	3,5	2,3	4,3	-1,6	-0,1	-1,1	2,5	52,1	44,1
Sonstige	20,9	29,7	4,6	16,0	13,8	21,0	55,5	66,2	717,2	400,0
Öffentlicher Sektor	1 005,6	1 164,3	1 164,2	1 040,9	82,3	131,8	109,5	87,0	15 333,4	986,7
Internationale Organisationen					23,2	36,5	9,9	15,8		308,7
Kanada	32,7	23,4	18,7	22,6	12,3	19,2	19,3	8,3	451,2	137,2
Schweden	3,6	12,0	22,1	7,7	4,2	13,9	20,3	11,9	144,9	86,9
Sonstige	969,3	1 129,0	1 123,4	1 010,6	42,6	62,2	60,0	51,0	14 737,3	453,9

<sup>1</sup> Emissionen Gebietsansässiger und (bei Notes) Gebietsfremder in Landeswährung am Inlandsmarkt; nur OECD-Länder. <sup>2</sup> Emissionen von Gebietsansässigen an ausländischen Märkten und in Fremdwährung am Inlandsmarkt; Euronotes: ohne Emissionen in Landeswährung an ausländischen Märkten. <sup>3</sup> Veränderung des Umlaufs zu konstanten Wechselkursen; Ausnahme: bei internationalen Anleihen Stromgrößen.

Quellen: Bank of England; Euroclear; ISMA; Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen. Tabelle VIII.5

seit 1993 rasch erholt). Dies liegt zum Teil daran, daß eine Abkehr von kurzfristigen Schuldtiteln stattfindet und daß im Rahmen mittelfristiger Euronote-Programme kurzfristige Inanspruchnahmen möglich sind. Mehrere Fälle von Zahlungsunfähigkeit Ende der achtziger und Anfang der neunziger Jahre dürften das Interesse der Anleger an ECP ebenfalls vermindert haben.

Der Markt für mittelfristige Euronotes (EMTN) expandierte dagegen weiterhin rascher als der US-Inlandsmarkt für mittelfristige Notes. Die EMTN-Mittelaufnahme erfolgt immer häufiger über Emissionskonsortien mit Übernahmeverpflichtung (im Gegensatz zu den Plazierungen ohne Übernahmeverpflichtung durch Händler). Dies hat zur Folge, daß das Volumen der Euronotes zunehmend Papiere umfaßt, die sich kaum noch von den klassischen Eurobonds unterscheiden. Da außerdem ein erheblicher Anteil der Mittelaufnahme auf kleine Einzelbeträge und/oder Privatplazierungen entfiel, litt die Transparenz des Marktes. Angaben von Marktteilnehmern zufolge spiegelte sich die vorsichtige Haltung der Anleger in einem geringeren Umfang und einer kürzeren durchschnittlichen Laufzeit der Notes wider sowie in einer Abneigung gegen Transaktionen, in denen Derivate zur Erzielung einer Hebelwirkung eingesetzt werden. Dennoch sind den Anlegern Wertpapiere mit derivatähnlichen Merkmalen vertrauter geworden, und Emissionen, die noch vor einigen Jahren als „exotisch“ galten, sind inzwischen Standard.

... um den Preis geringerer Markttransparenz

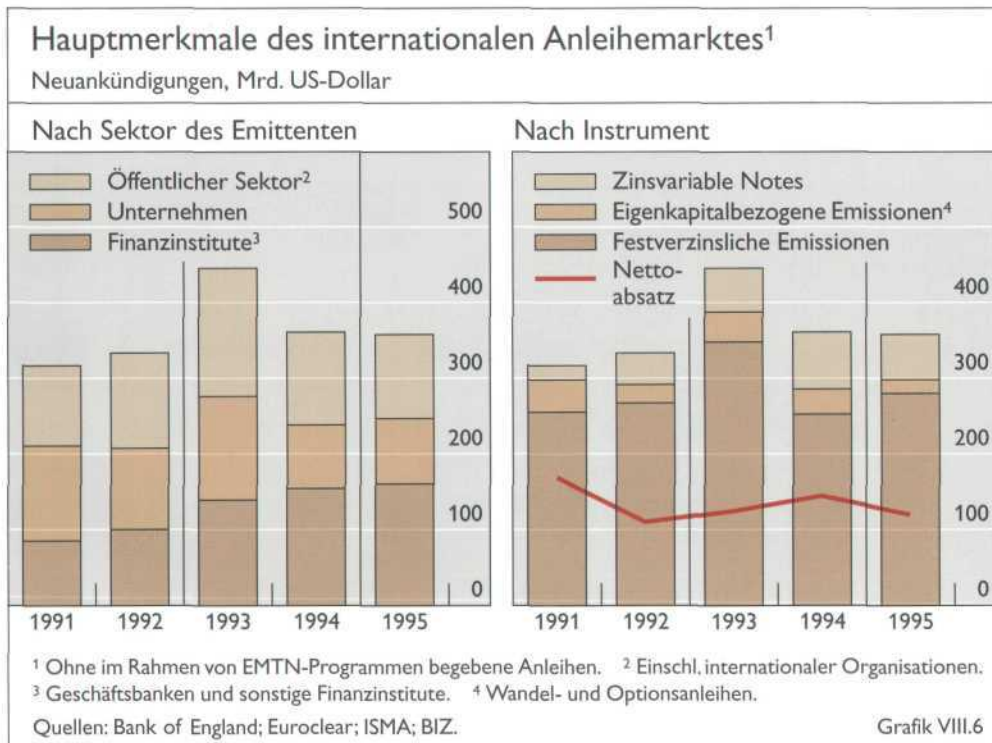
Anleihemärkte geprägt von ...

... vorsichtiger Haltung der Anleger ...

... und begrenzten Gewinnmargen der Emissionsinstitute

Trotz zunehmender Konkurrenz durch Konsortialkredite und Euronotes wies der Bruttoabsatz *internationaler Anleihen* (\$ 358,7 Mrd., ohne im Rahmen von EMTN-Fazilitäten begebene Anleihen im Rekordbetrag von \$ 69,5 Mrd.) eine ähnliche Größenordnung auf wie 1994. Da die Tilgungen jedoch zunahmen, ging der Nettoabsatz um 17% zurück (auf \$ 120,8 Mrd.). Der Absatz wurde gefördert durch ein stetiges Volumen von forderungsunterlegten Wertpapieren, durch Auslandsanleihen (insbesondere in den USA und Japan) und durch Globalanleihen, deren „globaler“ Charakter jedoch von einigen Marktbeobachtern in Frage gestellt wird, da sie außerhalb der USA nur begrenzt gehandelt werden. Die vorsichtige Haltung der internationalen Anleger zeigte sich im geringeren Umfang und in der kürzeren Durchschnittslaufzeit der festverzinslichen Emissionen im Vergleich zum Hausse-Markt der frühen neunziger Jahre. Gleichzeitig führten die niedrigen Margen im Emissionsgeschäft zu Aktionen, mit denen die Rentabilität wieder hergestellt werden sollte. Beispielsweise wurde zeitweise auf das „fixed price re-offering“ verzichtet, oder es wurden kleinere Konsortien eingesetzt; in einigen Fällen wurde sogar die gesamte Emission durch ein einziges Institut übernommen. Darüber hinaus bestand unter den Emissionsinstituten die Tendenz, ihr Geschäft zu reduzieren oder ihre Ressourcen vermehrt in Nischenbereichen mit höheren Margen wie Wertpapieren von Entwicklungsländern oder Asset Swaps einzusetzen. Mehrere Emissionsinstitute betrachten das Eurobond-Geschäft als „Lockvogelgeschäft“, mit dessen Hilfe sie Erträge in verbundenen Bereichen wie Sekundärmarkthandel, Devisengeschäft und derivativen Produkten erzielen können. Ein unzureichendes Angebot an solchen Nebendienstleistungen gilt zunehmend als Hindernis für eine breitere Beteiligung am internationalen Anleihemarkt.

Im Sektor der *festverzinslichen Anleihen* war die beträchtliche Zunahme der Dollar-Emissionen im vergangenen Jahr vor allem auf vermehrte ausländische Emissionen am US-Markt zurückzuführen. Die Nachfrage der US-Anleger nach





ausländischen Papieren in US-Dollar wurde durch die geringere Rolle, die Währungsüberlegungen an diesem Markt spielten, das begrenzte Angebot an inländischen Unternehmenspapieren und die freundlichere Aufnahme von bonitätsmäßig weniger hoch eingestuften Emittenten gefördert. Die beharrliche Abneigung der japanischen Anleger gegen Währungsrisiken sowie jüngst ergriffene Liberalisierungsmaßnahmen führten zu einem Anstieg des Volumens von Euro-Yen- und Samurai-Emissionen. Allerdings ging die Emissionstätigkeit gegen Ende des Jahres wegen ungünstigerer Bedingungen am Anleihe- und am Swapmarkt (teilweise im Zusammenhang mit der „Japan-Prämie“) etwas zurück. Eine lebhaftere Nachfrage ausländischer Anleger nach DM-Aktiva und attraktive Swapgelegenheiten gaben den festverzinslichen DM-Emissionen zusätzlichen Auftrieb, vor allem bei mittleren Laufzeiten.

Festverzinsliche Emissionen durch Nachfrage von Anlegern aus den USA und Japan gefördert

Häufige Phasen der Unsicherheit über die Richtung der Zinsentwicklung stützten die Nachfrage nach *zinsvariablen Notes (FRN)*. Ein geringerer Kreditbedarf und attraktivere Konditionen am Markt für Konsortialkredite hatten jedoch zur Folge, daß Staaten mit hoher Bonität weniger Emissionen auflegten als 1994. Die Finanzinstitute blieben daher die Hauptantriebskraft am FRN-Markt. Die niedrige Verzinsung erstklassiger Emissionen veranlaßte die Anleger, in höher verzinsliche Instrumente wie nachrangige Bankschuldtitel, kündbare Anleihen und forderungsunterlegte Wertpapiere zu diversifizieren. Der Primärmarkt für *eigenkapitalbezogene Anleihen* schließlich schwächte sich weiter ab und sank auf das tiefste Volumen seit 1986. Die allgemein schlechte Performance der Aktienmärkte, auf die sich diese Emissionen konzentrierten (insbesondere in Asien), dämpfte das Geschäft. Obwohl die Tilgungen gegenüber ihrem Höchststand im Jahr 1993 weiter zurückgingen, führte das geringe Emissionsvolumen zu einer weiteren Abnahme des Umlaufs.

Finanzinstitute nach wie vor bedeutendste FRN-Emittenten ...

... und weiterer Rückgang bei eigenkapitalbezogenen Anleihen

#### *Aufsichtsrechtliche Entwicklungen*

Japan führte im vergangenen Jahr die umfassendste Liberalisierung durch; im August wurde ein Maßnahmenpaket verabschiedet, das Anlagen in ausländischen Wertpapieren und Darlehen fördern sollte; dabei wurden die meisten noch verbliebenen Beschränkungen des Verkaufs von Euro-Yen-Anleihen in Japan aufgehoben, die Rechnungslegungsvorschriften für die Auslandsanleihen-Bestände der institutionellen Anleger flexibler gestaltet und inländische staatliche Stellen ermutigt, Anlagen in ausländischen Anleihen vorzunehmen. Auch die Euronote-Emissionen wurden liberalisiert; im April 1995 wurde es japanischen Emittenten von Auslandsanleihen (und ausländischen Emittenten von Yen-Anleihen) gestattet, MTN-Programme aufzustellen, und im Oktober wurden die Wartefristen bei Verkäufen von Euro-Yen-Commercial-Paper abgeschafft. Italien hob die noch bestehenden Einschränkungen bezüglich der Konsortialführung ausländischer Banken bei Euro-Lira-Emissionen auf. Mehrere Entwicklungsländer und Länder im Übergang zur Marktwirtschaft führten ebenfalls Reformen durch, um ihre inländischen Wertpapiermärkte auszubauen und die Emission von Fremdwährungspapieren durch Inländer zu liberalisieren. Die Mexiko-Krise machte sie jedoch auf die von großen und volatilen Kapitalströmen ausgehende Gefahr der Instabilität aufmerksam, so daß einige von ihnen (z.B. Brasilien, Chile, Korea und Thailand) vorübergehend einschränkende Regelungen erließen. Dazu gehörten die Besteuerung der Kredit-

Neue Liberalisierungsmaßnahmen in Japan ...

... und Italien ...

... dagegen zeitweilig restriktive Maßnahmen in anderen Ländern

aufnahme im Ausland und der Anlagen durch Ausländer im Inland sowie erhöhte Mindestreserveerfordernisse. Einige Länder schränkten nicht nur die Kapitalzuflüsse ein, sondern erleichterten auch die Kapitalabflüsse. Beispielsweise schaffte Chile die Mindestwartezeit für die Repatriierung von Kapital ab, das durch die Umwandlung von Schuldtiteln in Beteiligungspapiere investiert worden war. In einigen Fällen wurde auch die Verwendung „neuer“ Finanzinstrumente durch behördliche Maßnahmen eingeschränkt, wie z.B. American Depositary Receipts (Chile) und Derivate (Brasilien).

Wichtig war auch das Inkrafttreten der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie der Europäischen Union am 1. Januar 1996. Sie gestattet es Wertpapierhäusern, die in einem Land niedergelassen sind, in jedem EU-Land tätig zu sein, sofern sie in mindestens einem von ihnen der Aufsicht unterstehen. Eine weitere wichtige Bestimmung dieser Richtlinie ist, daß Wertpapier- und Terminbörsen ihre Produkte und Dienstleistungen in der gesamten Europäischen Union anbieten dürfen. Damit erhalten EU-Institute direkten Zugang zu jeder beliebigen Börse in der EU und können mit Wertpapieren handeln, ohne örtliche Broker und Finanzinstitute einschalten zu müssen. Die Wettbewerbseffekte der Richtlinie dürften jedoch erst in einiger Zeit vollständig zum Tragen kommen, nicht zuletzt deshalb, weil die meisten EU-Länder diese Bestimmungen erst noch in nationales Recht umsetzen müssen. Überdies lassen die allgemeinen Leitlinien jedem Land einen großen Interpretationsspielraum. Zeitgleich mit der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie trat die Kapitaladäquanz-Richtlinie der EU in Kraft, die verlangt, daß Banken und Investmenthäuser ihre Marktrisiken mit genügend Eigenmitteln unterlegen.

Umsetzung der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie der EU

## Die Märkte für derivative Instrumente

Die Entwicklung der Märkte für derivative Instrumente wurde im vergangenen Jahr weltweit durch eine geringfügige Abnahme des nach Nominalwert gemessenen Umsatzes an den Börsen gegenüber dem Rekordniveau von 1994 (s. Tabelle VIII.7) und eine markante Zunahme des außerbörslichen Geschäfts geprägt. Angesichts des Geschäftsrückgangs und des starken Wettbewerbs ergriffen die Börsen Initiativen, um ihren Kundenkreis auszuweiten, indem sie bilaterale Verknüpfungen schufen und neue Instrumente und Dienstleistungen einführten. Die im Frühjahr 1995 durchgeführte Erhebung der Zentralbanken zum Geschäft an den Derivatmärkten ergab, daß der außerbörsliche Markt erheblich größer war als zuvor geschätzt. Während die meisten währungsbezogenen Transaktionen nach wie vor außerhalb der organisierten Märkte stattfinden, übersteigen auch die offenen Positionen in außerbörslichen Zinsprodukten die entsprechenden Positionen an Börsen beträchtlich. Obwohl in einigen Ländern ein Großteil des Geschäfts in bestimmten Produktgruppen auf eine relativ kleine Zahl von Instituten entfiel, wurden Bedenken wegen einer Marktkonzentration durch den globalen Charakter des Handels und Hinweise darauf, daß die einzelnen Segmente von unterschiedlichen Marktteilnehmern dominiert werden, relativiert. Da außerdem die wirtschaftlichen Vorteile der Derivatmärkte immer stärkere öffentliche Anerkennung finden und diese Instrumente besser verstanden und auch vorsichtiger eingesetzt werden, verstummten die Forderungen nach zusätzlichen Aufsichtsmaßnahmen an den Derivatmärkten. Behördliche Initiativen zielten weiterhin vorwiegend auf

Rückgang im Börsengeschäft, dagegen markante Zunahme des außerbörslichen Geschäfts



Märkte für ausgewählte derivative Finanzinstrumente						
Instrument	Ausstehender Nominalbetrag					
	1990	1991	1992	1993	1994	1995
	Mrd. US-Dollar					
Börsengehandelte Instrumente	2 290,4	3 519,3	4 634,4	7 771,1	8 862,5	9 185,3
Zinsfutures	1 454,5	2 156,7	2 913,0	4 958,7	5 777,6	5 863,4
Zinsoptionen <sup>1</sup>	599,5	1 072,6	1 385,4	2 362,4	2 623,6	2 741,7
Währungsfutures	17,0	18,3	26,5	34,7	40,1	37,9
Währungsoptionen <sup>1</sup>	56,5	62,9	71,1	75,6	55,6	43,2
Aktienindexfutures	69,1	76,0	79,8	110,0	127,3	172,2
Aktienindexoptionen <sup>1</sup>	93,7	132,8	158,6	229,7	238,3	326,9
Außerbörsliche Instrumente <sup>2</sup>	3 450,3	4 449,4	5 345,7	8 474,6	11 303,2	17 990,0
Zinsswaps	2 311,5	3 065,1	3 850,8	6 177,3	8 815,6	..
Währungsswaps <sup>3</sup>	577,5	807,2	860,4	899,6	914,8	..
Sonstige swapbezogene Derivate <sup>4</sup>	561,3	577,2	634,5	1 397,6	1 572,8	..

<sup>1</sup> Calls und Puts. <sup>2</sup> Nur von der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) erhobene Daten; Kontrakte zwischen ISDA-Mitgliedern nur einmal gezählt. <sup>3</sup> Bereinigt um Meldungen beider Seiten; einschl. Zins-/Währungsswaps. <sup>4</sup> Caps, Collars, Floors, Swaptions.

Quellen: Futures Industry Association; verschiedene Futures- und Optionsbörsen; ISDA; eigene Berechnungen. Tabelle VIII.6

eine Verbesserung der Offenlegungsstandards und die Förderung einer engeren Zusammenarbeit und erhöhter Verantwortlichkeit der Geschäftsleitungen bei der Risikokontrolle ab.

#### Börsengehandelte Instrumente

Der Rückgang des Umsatzes börsengehandelter derivativer Finanzinstrumente stand in Einklang mit einer abnehmenden Finanzmarktvolatilität in Europa während des Jahres und einer dem Vernehmen nach vorsichtigeren Haltung der nicht zum Finanzsektor gehörenden Verwender. Daß der Rückgang bei den Währungskontrakten trotz der im langfristigen Vergleich immer noch hohen Volatilität größer war, läßt jedoch auf eine Abwanderung von Geschäften an den außerbörslichen Markt und/oder auf abnehmende Liquidität schließen. Im Sektor der Zinsinstrumente war der Umsatzrückgang bei den langfristigen Kontrakten ausgeprägter als bei den kurzfristigen. Einige kurzfristige Kontrakte, wie z.B. der PIBOR-Future, verzeichneten sogar einen deutlichen Zuwachs. Dafür könnten mehrere Einflüsse maßgebend gewesen sein, u.a. Änderungen der kurzfristigen Zinssätze als Folge der Spannungen an den Devisenmärkten, die Entwicklung kürzlich eingeführter Instrumente sowie Geschäfte, die sich aus den boomenden Transaktionen an den Kassa- und außerbörslichen Märkten ergaben. Im langfristigen Marktsegment verzeichnete der Futures-Kontrakt auf französische Staatsanleihen, der in früheren Jahren im Zusammenhang mit dem Eingehen von Positionen durch Ausländer sehr stark zum Einsatz gekommen war, einen besonders kräftigen Rückgang (33%). Dagegen zeigten sich beim Future auf japanische Staatsanleihen Anzeichen einer Erholung. Neben der geringeren Volatilität der Anleihemärkte in Europa wurde das Geschäft mit langfristigen Instrumenten möglicherweise auch durch die wachsende Präferenz großer Marktteilnehmer für Handelsstrategien beeinträchtigt, die sich auf kurzfristige Instrumente stützen (z.B. Pensionsgeschäfte). Bei den Aktieninstrumenten erhöhte sich der Transaktionswert von Futures und Optionen auf Aktienindizes

Abnahme des Börsengeschäfts ...

... bei langfristigen Zinsprodukten verbreiteter als bei kurzfristigen ...

... dagegen weitere Expansion bei Aktienderivaten

weiter. Das Geschäft mit diesen Instrumenten hat sich in den letzten Jahren deutlich ausgeweitet, was auf ihre zunehmende Verwendung in nationalen und internationalen Portfolioallokationsstrategien zurückzuführen ist. Würde man überdies in die gemeldeten Daten auch Optionen auf einzelne Aktien einschließen, ergäbe sich ein noch stärkeres Wachstum dieses Marktsegments.

Dank lebhafter Geschäfte mit Warenpreiskontrakten konnte das Chicago Board of Trade (CBOT) seine führende Position in Nordamerika halten, vor der Chicago Mercantile Exchange (CME) und der Chicago Board Options Exchange (CBOE). Gleichzeitig verteidigte die London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE) ihre führende Stellung in Europa, vor allem dank ihrer breiten Palette internationaler Zinsinstrumente. Trotz der deutlichen Ausweitung des nach Anzahl der Kontrakte gemessenen Umsatzes in Brasilien (s. Grafik VIII.7) bedeutet der kleinere Betrag der einzelnen Kontrakte, daß das Geschäft an den inländischen Börsen beträchtlich geringer war als an den

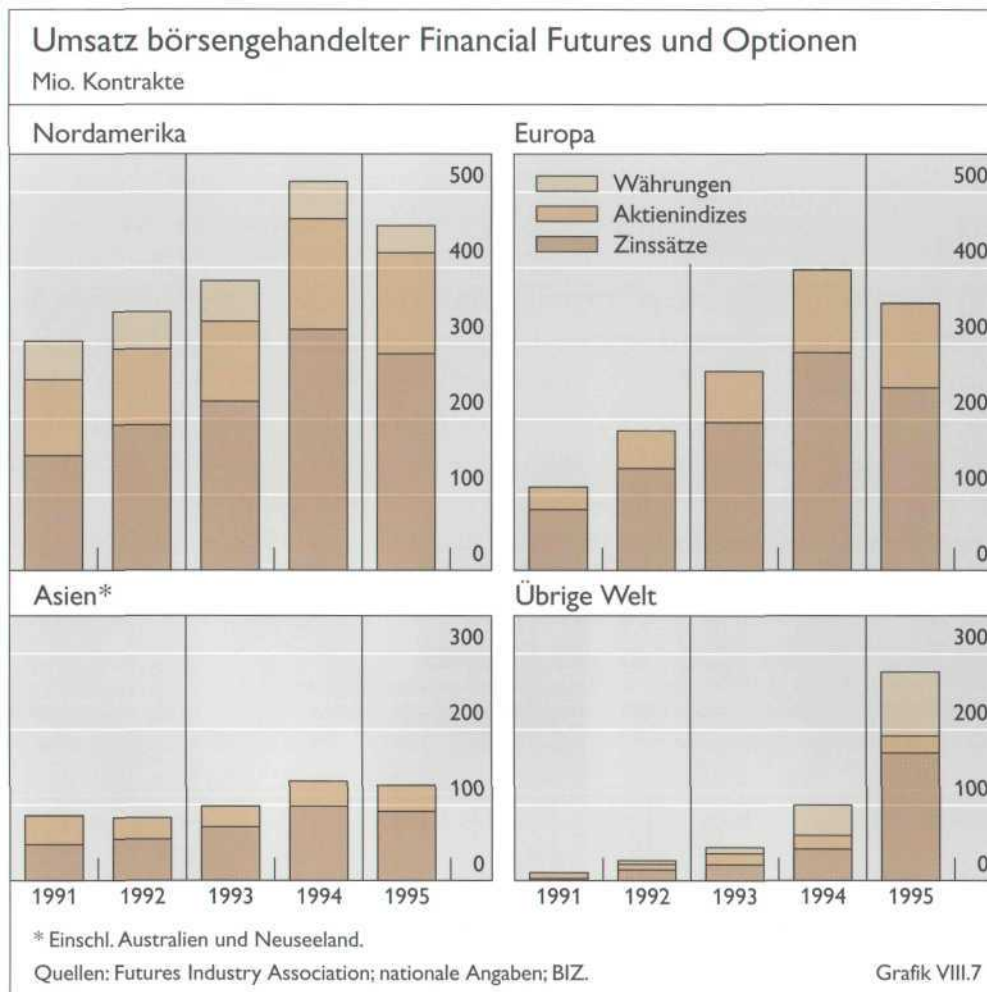
Außer in Brasilien  
begrenzt  
Geschäft an  
aufstrebenden  
Märkten

Börsengehandelte Derivate							
Instrument	Umsatz, Nominalbetrag						Nominal- betrag Ende 1995
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	
	Bio. US-Dollar						
Zinsfutures	92,8	99,6	141,0	175,0	273,3	258,9	5,9
Auf kurzfristige Anlagen	67,6	75,2	113,3	137,2	223,2	212,3	5,5
<i>darunter: 3-Monats-Eurodollarsätze<sup>1</sup></i>	39,4	41,7	66,9	70,2	113,6	104,1	2,5
<i>3-Monats-Euro-Yen-Sätze<sup>2</sup></i>	11,3	12,9	14,0	24,1	44,4	41,7	1,4
<i>3-Monats-Euro-DM-Sätze<sup>3</sup></i>	2,1	3,2	7,5	12,4	19,1	18,0	0,7
<i>3-Monats-PIBOR</i>	1,9	2,9	5,8	10,1	12,3	15,8	0,2
Auf langfristige Anlagen	25,2	24,3	27,7	37,8	50,1	46,6	0,4
<i>darunter: US-Staatsanleihen<sup>4</sup></i>	7,8	6,9	7,1	8,0	10,1	8,7	0,0
<i>Japanische Staatsanleihen<sup>5</sup></i>	12,2	10,3	9,7	13,9	13,9	14,6	0,2
<i>Deutsche Staatsanleihen<sup>6</sup></i>	1,6	2,0	2,9	4,0	8,3	7,8	0,1
<i>Französische Staatsanleihen<sup>7</sup></i>	1,6	2,0	2,8	3,1	4,7	3,4	0,0
Zinsoptionen <sup>8</sup>	15,2	17,3	25,5	32,5	47,0	43,0	2,7
Währungsfutures	2,7	2,7	2,3	2,7	3,3	3,2	0,0
Währungsoptionen <sup>8</sup>	1,2	1,5	1,4	1,3	1,4	1,0	0,0
Aktienindexfutures	5,6	7,8	6,0	7,2	9,4	11,4	0,2
Aktienindexoptionen <sup>8</sup>	5,8	6,4	5,7	6,4	8,1	10,1	0,3
Insgesamt	123,4	135,2	181,9	225,1	342,5	327,6	9,2
<i>In Nordamerika</i>	65,7	70,8	102,1	113,1	176,1	162,2	4,8
<i>In Europa</i>	21,4	26,7	42,8	59,7	85,7	86,6	2,2
<i>In Asien<sup>9</sup></i>	36,2	37,7	36,9	52,0	78,3	74,5	2,0
<i>Sonstige</i>	0,0	0,0	0,1	0,3	2,4	4,2	0,1

<sup>1</sup> Gehandelt am Chicago Mercantile Exchange – International Monetary Market (CME-IMM), an der Singapore International Monetary Exchange (SIMEX), der London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE), der Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE) und der Mid-America Commodity Exchange (MIDAM). <sup>2</sup> Gehandelt an der TIFFE und der SIMEX. <sup>3</sup> Gehandelt am Marché à Terme International de France (MATIF), an der LIFFE, dem CME-IMM und der SIMEX. <sup>4</sup> Gehandelt am Chicago Board of Trade (CBOT), an der MIDAM, der LIFFE, der New York Futures Exchange (NYFE) und der Tokyo Stock Exchange (TSE). <sup>5</sup> Gehandelt an der TSE, der LIFFE, dem CBOT und der SIMEX. <sup>6</sup> Gehandelt an der LIFFE und der Deutschen Terminbörse (DTB). <sup>7</sup> Gehandelt am MATIF. <sup>8</sup> Calls und Puts. <sup>9</sup> Einschl. Australien und Neuseeland.

Quellen: Futures Industry Association; verschiedene Futures- und Optionsbörsen; eigene Berechnungen. Tabelle VIII.7





bedeutenden Finanzplätzen. In den Entwicklungs- und Reformländern wurden im letzten Jahr mehrere Börsen gegründet. Das Fehlen ausreichend großer und effizienter Wertpapiermärkte sowie angemessener gesetzlicher Rahmenbedingungen hemmt jedoch immer noch die Entwicklung des Handels an diesen Märkten.

Das generell stagnierende Wachstum der Märkte verschärfte den Wettbewerbsdruck zwischen den Börsen. Da für die Einführung neuer Zinsinstrumente nur wenig Raum bestand, verfolgten die Börsen vielfältige Wettbewerbsstrategien, darunter die Einführung *neuer Instrumente* und *spezialisierter Dienstleistungen*, die *Rationalisierung* bestehender Aktivitäten und die Schaffung *neuer marktübergreifender Verbindungen*. Bei den neuen Instrumenten konzentrierten sich die Börseneinführungen auf Branchenindizes für Aktien, Währungsparitäten und Warenpreiskontrakte. Gleichzeitig wurden die maßgeschneiderten Instrumente weiterentwickelt (diese kombinieren einige der flexiblen Merkmale der außerbörslichen Produkte mit den von den Börsen gebotenen Vorteilen der Sicherheit und Preistransparenz) und Aktien- und Währungsinstrumente neu eingeführt. Die Diversifizierung umfaßte außerdem die Erschließung „neuer“ Bereiche wie z.B. Finanzaktiva der aufstrebenden Märkte, Kreditrisiken, Versicherungen, Immobilien und Umweltverschmutzung.

Darüber hinaus wurde dem Angebot von Nebendienstleistungen für außerbörsliche und börsengehandelte Instrumente mehr Gewicht beigemessen. Während beispielsweise die großen US-Börsen ihren Besicherungs- und Einschluß-

Zunehmender Wettbewerb zwischen Börsen ...

... führt zu Diversifizierung ...

... Angebot neuer Dienstleistungen ...

... vermehrter  
Flexibilität ...

erfordernissen für außerbörsliche Produkte den letzten Schliff gaben, kündigte in Spanien die Meff Renta Fija die Eröffnung einer Clearing-Einrichtung für klassische Peseta-Zinsswaps an. Einige Börsen ergriffen ferner Maßnahmen, um den Marktteilnehmern vermehrt Gelegenheit für marktübergreifende Arbitragegeschäfte und eine erhöhte Flexibilität beim Risikomanagement zu verschaffen. Dazu gehören verschiedene Spread-Strategien (die Transaktionen aufgrund der Preisunterschiede zwischen Kassamarkt- und Termininstrumenten oder zwischen unterschiedlichen Termininstrumenten ermöglichen), die Einführung zusätzlicher Liefermonate, die Beschleunigung der Lieferverfahren, Anpassungen der Preis- und Positionslimits sowie die Einrichtung elektronischer Abgleichverfahren für Großaufträge, die über das Handlungsparkett abgewickelt werden. Solche Maßnahmen dürften die Liquidität der Kassamarktinstrumente und der Derivate verbessern und die Verbindungen zwischen den verschiedenen Marktsegmenten stärken.

... Ratio-  
nalisierung ...

Was die Rationalisierung der bestehenden Geschäftsbereiche angeht, so führten die geringeren Gewinne sowohl der Makler als auch der Börsen zu Maßnahmen, um die Betriebskosten zu verringern. Zu nennen sind hier Fusionen, wie z.B. die zwischen der LIFFE und der London Commodities Exchange, oder die Aufgabe von Produkten, die – weil sie nicht ausreichend in den inländischen Kassamärkten verankert oder nicht genügend liquide waren – keine Wettbewerbsvorteile boten. Dies erklärt z.B., warum die LIFFE den 3-Monats-Eurodollarvertrag und den Kontrakt auf mittelfristige deutsche Anleihen zurückzog.

... und neuen  
marktüber-  
greifenden  
Verbindungen

Daneben nahm das Interesse an verschiedenen Formen von marktübergreifenden Verbindungen zu. Bilaterale Verbindungen wurden weiterhin bevorzugt; sie ermöglichen es den Börsen, potentielle Geschäftsverluste infolge der Einführung von Substitutprodukten an anderen Börsen wettzumachen. Obwohl der Kostendruck das Interesse auf elektronische Handelssysteme lenkte, entstanden einige der neuen Verknüpfungen zwischen Börsen mit Parketthandel. Durch diese Entwicklung wurde die Debatte über die jeweiligen Vorteile der beiden Systeme neu entfacht. Als beispielsweise einige Börsen den Übergang zu elektronischen Systemen in Erwägung zogen, weckte dies Befürchtungen, daß Konkurrenten einen Parketthandel für ähnliche Produkte einführen könnten. Die nur für eigene Rechnung tätigen Börsenmitglieder, die in Parketthandelssystemen eine wichtige Arbitragerolle spielen, befürchteten überdies, daß die Entwicklung elektronischer Verbindungen ihre Stellung gefährden könnte. Solche Befürchtungen waren teilweise der Grund dafür, daß die elektronische Handelsverbindung zwischen dem *Marché à Terme International de France (MATIF)* und der Deutschen Terminbörse (DTB) aufgegeben wurde. Bilaterale Einrichtungen werfen außerdem neue Fragen zur Überwachung des Fernzugangs zu einem Markt auf. Nicht zu vergessen ist schließlich, daß – abgesehen von Phasen außergewöhnlicher Marktturbulenzen – bisher nur wenige Instrumente außerhalb der jeweiligen örtlichen Geschäftszeiten stark nachgefragt wurden. Mit den im vergangenen Jahr angekündigten Verbindungen könnte erneut geprüft werden, ob eine solche Nachfrage existiert.

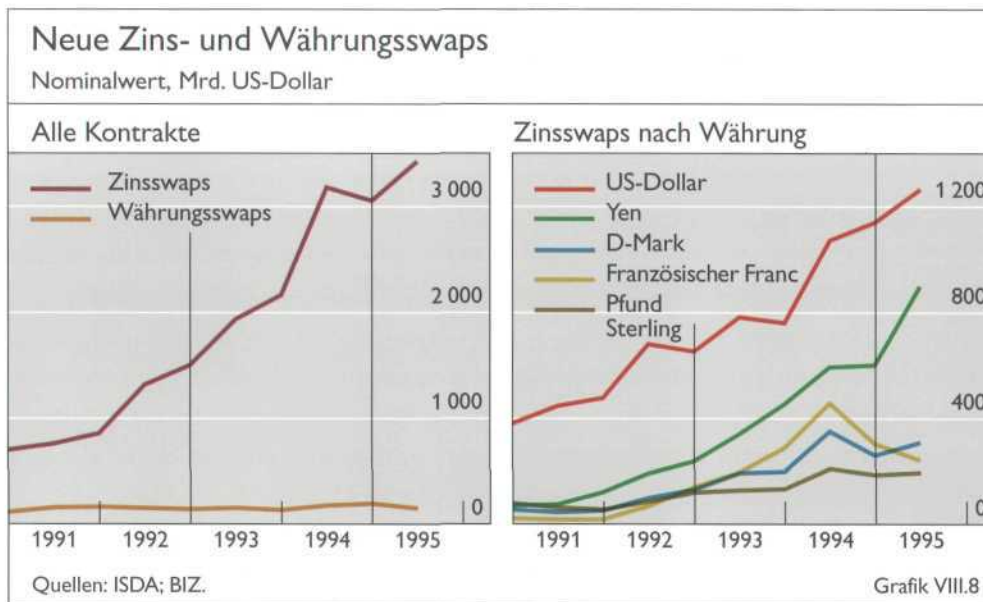
Erneute Debatte  
über Vorteile von  
Parketthandel bzw.  
elektronischem  
Handel

#### *Außerbörsliche Instrumente*

Außerbörsliches  
Geschäft  
ungebremst ...

Aus ersten Informationen der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) geht hervor, daß sich der Nominalwert der offenen Swaps und swapbezogenen Positionen im vergangenen Jahr um 59% erhöhte (1994: 33%).





Gemäß den stärker aufgegliederten Daten, die lediglich für das erste Halbjahr verfügbar sind, erfolgte der Anstieg größtenteils im Zinssektor, während das Geschäft bei den Währungsswaps nach wie vor gedrückt war. Die Expansion der Zinsswaps konzentrierte sich vor allem auf den Yen-Markt; dort herrschte fast das ganze Jahr hindurch eine hohe Zinsvolatilität, und die Liquiditätszufuhr der Bank of Japan ließ die Renditenstrukturkurve steiler werden. Gleichzeitig führten Händler erneut Optionsscheine auf ein breites Spektrum von Basiswerten ein, insbesondere auf einzelne Aktien, Aktienindizes und Währungen.

Die von Endverwendern in den Jahren 1994/95 erlittenen Verluste veranlaßten zahlreiche Unternehmen, ihren Einsatz von Derivaten zu überprüfen und ihr Risikomanagement zu verbessern. Dies gab wiederum den Finanzinstituten den Anreiz, mehr Gewicht auf Beratungsleistungen zu legen; mit dieser Strategie sollen langfristige Kundenbeziehungen gestärkt werden. Der Markt war weiterhin deutlich von Innovation geprägt, deren Schwerpunkt sich aber verschob. Erstens fand eine gewisse Abkehr von Transaktionen mit Hebelwirkung statt, mit denen auf erwartete Entwicklungen spekuliert wurde, zugunsten von weniger riskanten spreadorientierten und kapitalgesicherten Strukturen. Zweitens boten die Finanzinstitute den Anlegern und Kreditnehmern kostengünstigere Absicherungsalternativen an, deren Schutzwirkung allerdings geringer war. Besonders offensichtlich war dies im Bereich der Währungsderivate, wo starke Ausschläge der wichtigsten Wechselkurse und eine hohe Volatilität den Preis von Absicherungsinstrumenten in die Höhe trieben und zum Entstehen einer Vielfalt von „exotischen“ Strukturen (z.B. „Barrier“-Optionen) führten. Gleichzeitig bröckelten die Erträge einiger Händler ab, da die breitere Verfügbarkeit des Fachwissens und der Technologie, die für die Gestaltung und Bewertung komplexer Produkte erforderlich sind, den Wettbewerb verschärfte und die Margen nach unten drückte.

... aber  
Verschiebungen bei  
Handelsstrategien

#### *Die Erhebung der Zentralbanken zum Geschäft an den Derivatmärkten*

Im Frühjahr 1995 führten die Zentralbanken und Währungsbehörden von 26 Ländern in Verbindung mit der alle drei Jahre stattfindenden, von der BIZ koordinierten

Gemäß Erhebung über Derivativmärkte ...

Devisenmarkterhebung (deren wichtigste Ergebnisse in Kapitel VI zusammengefaßt sind) eine Erhebung zum Geschäft an den Derivativmärkten durch. Ziel dieser Erhebung war, Erkenntnisse über Umfang und Struktur der weltweiten außerbörslichen Derivativmärkte zu gewinnen, über die vorher nur wenige Informationen verfügbar waren. Mit der Erhebung war hingegen nicht beabsichtigt, Angaben über die von den einzelnen Marktteilnehmern eingegangenen Risiken zu liefern; dafür wären weitaus detailliertere Angaben zu deren gesamten Finanzgeschäften erforderlich gewesen. Erhoben wurden u.a. der Umsatz im April 1995 sowie die am 31. März 1995 ausstehenden Nominal- und Marktwerte. Dabei wurden die folgenden vier Hauptkategorien des Marktrisikos abgedeckt: Devisen, Zinssätze, Aktien und Warenpreise. Die Erhebung erfaßte schätzungsweise 90% der im Derivativgeschäft aktiven Finanzinstitute. Es wurden auch Daten zum Börsengeschäft der Teilnehmer zusammengetragen; dabei wurde jedoch nicht wie bei den Daten zum außerbörslichen Geschäft eine Bereinigung um Doppelzählungen vorgenommen, so daß die beiden Datengruppen nicht direkt vergleichbar sind.

Nach Bereinigung um die Doppelzählungen, die sich bei inländischen und internationalen Transaktionen unter berichtenden Instituten ergeben, belief sich

Der außerbörsliche Derivativmarkt Ende März 1995 <sup>1</sup>					
Marktrisikokategorie und Instrument	Nominalwert		Bruttomarktwert		Bruttomarktwert in % des Nominalwerts
	Mrd. US-Dollar	Anteil in % <sup>2</sup>	Mrd. US-Dollar	Anteil in % <sup>2</sup>	
Devisen	13 095	100	1 048	100	8
Devisentermingeschäfte und Devisenswaps <sup>3</sup>	8 699	72	622	71	7
Währungsswaps <sup>4</sup>	1 957	11	346	22	18
Optionen <sup>5</sup>	2 379	17	71	7	3
Sonstige Produkte	61	0	10	0	16
Zinssätze	26 645	100	647	100	2
Forward Rate Agreements	4 597	17	18	3	0
Swaps	18 283	69	562	87	3
Optionen	3 548	13	60	9	2
Sonstige Produkte	216	1	7	1	3
Aktien und Aktienindizes	579	100	50	100	9
Forward-Kontrakte und Swaps	52	9	7	14	13
Optionen	527	91	43	86	8
Warenpreise	318	100	28	100	9
Forward-Kontrakte und Swaps	208	66	21	78	10
Optionen	109	34	6	22	6
Insgesamt	40 637		1 773		4

<sup>1</sup> Bereinigt um Doppelzählungen im In- und Ausland. <sup>2</sup> Damit die Anteile der verschiedenen Deviseninstrumente einigermaßen vergleichbar sind, wurden die Prozentsätze unter Ausklammerung der von Händlern im Vereinigten Königreich gemeldeten Zahlen für Währungsswaps und Optionen berechnet. <sup>3</sup> Unvollständige Daten, da ohne Devisentermingeschäfte und Devisenswaps der Marktteilnehmer im Vereinigten Königreich. <sup>4</sup> Nominalwert ohne die Daten der berichtenden Händler im Vereinigten Königreich: \$ 1307 Mrd. <sup>5</sup> Nominalwert ohne die Daten der berichtenden Händler im Vereinigten Königreich: \$ 1995 Mrd.

Quelle: BIZ. Tabelle VIII.8



der Nominalbetrag des täglichen Umsatzes der außerbörslichen Kontrakte im April 1995 auf \$ 839 Mrd.; der Wert der offenen Kontrakte betrug Ende März 1995 \$ 40,6 Bio. Dieser Betrag liegt erheblich über den bisher von anderen Gremien vorgelegten Schätzungen, die nur Teilbereiche abdeckten. Beispielsweise schätzte die ISDA den Umfang des Marktes für Swaps und auf Swaps bezogene Zinsoptionen Ende 1994 auf \$ 11,3 Bio. Der Betrag ist auch ein Mehrfaches der von den organisierten Börsen weltweit gemeldeten Derivatpositionen (s. Tabelle VIII.7). Zu beachten ist aber auch, daß es beim außerbörslichen Handel in der Regel zu einem kumulativen Aufbau von Positionen kommt, weil die Glattstellung oder Änderung bestehender Positionen zu neuen Kontrakten führt (und damit neue Gegenparteibeziehungen entstehen läßt), während die meisten Börsenpositionen vor Fälligkeit des Kontrakts aufgelöst werden.

... ist der außerbörsliche Markt größer als vermutet ...

Aus der Erhebung ging hervor, daß Zinsprodukte zwar an beiden Märkten die Hauptkomponente darstellen, daß die Börsen jedoch sehr viel stärker von ihnen geprägt sind (96% des gesamten ausstehenden Nominalwerts) als die außerbörslichen Märkte (66%). Weiter fielen der geringe Umfang der Märkte für Aktien- und Warenpreisprodukte auf, der möglicherweise darauf zurückzuführen ist, daß nicht alle in diesen Segmenten tätigen Händler erfaßt wurden. Auf die berichtenden Händler entfielen 57% der gesamten offenen Zins- und Devisenpositionen. Darin zeigt sich zwar, daß der Markt weitgehend Teilnehmern aus dem Finanzsektor vorbehalten bleibt, es dürfte aber auch ein Hinweis darauf sein, daß die Händler nicht alle ihre Risikopositionen im Zusammenhang mit Kundengeschäften intern ausgleichen können. Der globale Charakter des Marktes wurde an dem hohen Anteil von Kontrakten mit ausländischen Gegenparteien deutlich (55% der gesamten Zins- und Devisenkontrakte); aufgrund der zunehmenden Handelsverknüpfungen wird dies auch für den Börsenhandel immer deutlicher. Schließlich bestätigte die Erhebung, daß der US-Dollar die bei weitem häufigste Basiswährung für außerbörsliche Währungskontrakte ist (er steht in 82% der Fälle auf einer Seite des Kontrakts), bei den Zinskontrakten allerdings eine wesentlich geringere Bedeutung hat (35%).

... und übertrifft Börsen sowohl bei Zinsprodukten ...

Der höhere Nominalwert der offenen außerbörslichen *Zinskontrakte* (\$ 26,6 Bio. Ende März 1995) gegenüber den börsengehandelten Kontrakten (\$ 8,9 Bio. Ende 1994) läßt sich nicht nur mit inhärenten Unterschieden in der Art und Weise, wie die Risiken gehandelt werden, erklären (s. oben), sondern auch mit einer Anzahl von Wettbewerbsvorteilen der außerbörslichen Instrumente. Wegen ihres maßgeschneiderten Charakters kann ihre Gestaltung auf ein breites Spektrum von Termin- und Risikobedürfnissen abgestimmt werden. Gleichzeitig haben die laufende Weiterentwicklung von Techniken zur Risikominderung (z.B. Besicherungsmechanismen) und die Standardisierung der Marktpraktiken (z.B. bei der Dokumentation) den Wettbewerbsvorteil noch verstärkt, den der außerbörsliche Markt schon bisher durch seine Ausrichtung auf das Großkundengeschäft hatte. Insbesondere sind die Zinsswaps dank ihrer Vielseitigkeit sowohl für Verwender aus dem Finanzsektor als auch für Verwender außerhalb des Finanzsektors zu einem immer beliebteren Instrument geworden (Ende März 1995 betrug ihr Anteil an den offenen Zinskontrakten 69%). Finanzinstitute setzen Swaps aktiv zur Absicherung und zum Handel von Risiken ein und verschaffen dem Markt dadurch große Liquidität. Swaps eignen sich außerdem gut für die Portfoliomanagement-

... die eher auf das Großkundengeschäft ausgerichtet sind ...

Strategien eines größeren Verwenderkreises, da sie höhere Einzelbeträge, längere Laufzeiten und eine größere Zahl von Referenzsätzen abdecken als börsengehandelte Instrumente (was durch die größere Währungsstreuung der Zinsswaps im Vergleich zu Futures auf kurzfristige Zinssätze verdeutlicht wird). Vor allem für Verwender, die nicht zum Finanzsektor gehören, erfordern Swaps im allgemeinen weniger administrativen Aufwand als Börsentransaktionen. Nicht zuletzt haben auch die Liquidität eines etablierten Marktes für Forward Rate Agreements (FRA), auf den 17% der Zinskontrakte entfallen, und die Verfügbarkeit eines breiten Spektrums von Absicherungsstrategien über den Markt für Interbankeinlagen dem Kassamarkt und dem außerbörslichen Markt im Bereich der kurzfristigen Zinsprodukte grundsätzlich einen Vorteil vor den börsengehandelten Instrumenten verschafft.

... als auch bei den gut etablierten Währungsprodukten

Trotz wiederholter Versuche, *Währungskontrakte* einzuführen, ist es den Börsen bisher offenbar nicht gelungen, in diesem Segment erfolgreich mit den außerbörslichen Märkten zu konkurrieren. Vielleicht ist dies darauf zurückzuführen, daß an dem seit langem etablierten internationalen Interbankmarkt eine große Palette kurzfristiger Kassamarkt- und Derivativinstrumente für die Absicherung eines breiten Spektrums von Währungsrisiken zur Verfügung steht. Das höhere Risiko und die damit verbundenen höheren Kosten der Eigenkapitalunterlegung von Instrumenten, die mit einem Austausch von Kapitalbeträgen verbunden sind, könnten ebenfalls ein Grund für den geringen Anteil der Währungsswaps am Gesamtbetrag der offenen Währungskontrakte sein (15%).

Die scheinbar dominierende Stellung des außerbörslichen Marktes bedeutet jedoch nicht, daß dieser und die organisierten Märkte einander nicht ergänzen. Beispielsweise sind Zinsfutures und kürzerfristige Swaps weitgehend substituierbar, und Preisunterschiede werden durch Arbitragegeschäfte rasch aufgehoben. Die Zunahme großer Derivativbestände mit gegenläufigen Positionen hat jedoch zur Folge, daß die Börsen immer häufiger nur noch benutzt werden, um die verbleibenden Nettopositionen der Händler abzusichern. Neben den Faktoren, die bei der Erörterung der börsengehandelten Instrumente aufgeführt wurden (s. weiter oben), dürfte dies teilweise die Erklärung dafür sein, daß die organisierten Märkte im vergangenen Jahr langsamer expandierten als der außerbörsliche Markt.

Marktwerte jedoch nur 4% der Nominalwerte ...

Für den Vergleich des Derivatивgeschäfts mit den Kassamärkten ist der Nominalwert der offenen Positionen nützlich. Aussagekräftiger für die wirtschaftliche Bedeutung der außerbörslichen Kontrakte ist jedoch ihr Bruttomarktwert. Dieser entspricht den Kosten für eine Wiederbeschaffung der Kontrakte am 31. März 1995, d.h. \$ 1,8 Bio. oder 4% des gemeldeten Nominalwerts. Zu betonen ist, daß dieser Betrag das tatsächliche Kreditrisiko wegen der zunehmenden Netting- und Besicherungsvereinbarungen stark überzeichnet. Auf Devisenkontrakte entfiel ein Anteil von 59% des gesamten Bruttomarktwerts, auf Zinskontrakte 36%, auf Aktienkontrakte 3% und auf Warenpreiskontrakte 2%. Enorme Unterschiede bestanden jedoch zwischen den Marktrisikokategorien in bezug auf das prozentuale Verhältnis von Bruttomarktwerten und Nominalwerten. Für Zinskontrakte war dieses Verhältnis erheblich niedriger als für die anderen großen Marktrisikokategorien (2% gegenüber 8–9%), was teilweise der im allgemeinen geringeren Volatilität der Basiswerte für Zinskontrakte zuzuschreiben ist. Auch bei den einzelnen Produkten war das Verhältnis sehr unterschiedlich und reichte von einem

... mit großen Unterschieden zwischen Instrumenten ...



nicht ins Gewicht fallenden Prozentsatz bei den FRA (wo das Risiko sehr kurzfristiger Natur ist) bis zu 18% bei den Währungsswaps (wegen ihrer längeren Dauer und des Austausches von Kapitalbeträgen bei Fälligkeit). Die Marktwerte hängen natürlich sehr stark von den herrschenden Finanzmarktverhältnissen ab. Der Berichtszeitraum war von einer relativ hohen Volatilität an den Devisenmärkten und einer vorübergehenden Beruhigung bei den Zinsen geprägt, was den Unterschied der Wiederbeschaffungskosten der beiden Produktgruppen noch verstärkt haben dürfte.

Ein weiteres interessantes Ergebnis der Erhebung war, daß der Nettomarktwert (die Differenz zwischen dem positiven und dem negativen Bruttomarktwert) der Kontrakte des Händlersektors gegenüber Kunden sehr gering war und einen Forderungssaldo des Händlersektors auswies, der nur 1% des Bruttomarktwerts der Händler-Kunden-Kontrakte betrug. Das läßt darauf schließen, daß Kunden auf beiden Seiten des Marktes gut vertreten waren und daß die Händler mehr oder weniger eine Vermittlerrolle beim Handel mit den Preisrisiken der Kunden spielten. Dieses Ergebnis dürfte Befürchtungen hinsichtlich der Systemrisiken mildern, die mit der Tätigkeit der Händler an den Derivatmärkten möglicherweise verbunden sind. Diesen zusammengefaßten Daten ist jedoch nicht zu entnehmen, ob die Verteilung der Risiken innerhalb der Gruppe der Händler ebenfalls ausgewogen war; auch ist aus ihnen nicht das gesamte Risikoprofil der Händler ersichtlich, da keine Angaben zu Kassamarktpositionen erbeten wurden. Die Ergebnisse aus den einzelnen Ländern zeigten ebenfalls einige Ungleichgewichte zwischen den verschiedenen Risikokategorien und eine gewisse Konzentration auf das Geschäft mit bestimmten Instrumenten; allerdings wurden die einzelnen Produktgruppen jeweils von unterschiedlichen Händlern dominiert.

... und relativ ausgeglichener Position der Händler

#### *Derivate, Regulierung und Risikomanagement*

Die wachsende öffentliche Anerkennung der Vorzüge der Derivatmärkte und ein vorsichtigerer Einsatz von derivativen Instrumenten führten dazu, daß die Forderungen nach restriktiven Aufsichtsmaßnahmen 1995 leiser wurden. Vorrangiges Ziel behördlicher Bemühungen blieb die Förderung von Maßnahmen zur Verbesserung des *internen Risikomanagements*, der *Transparenz* und der *Marktinfrastruktur*. Exemplarisch für die Förderung einer vermehrten Verantwortung im internen Risikomanagement war im Dezember die offizielle Verabschiedung von Vorschlägen zur Änderung der Basler Eigenkapitalvereinbarung von 1988, die jetzt auf das Marktrisiko ausgedehnt wurde. Die revidierte Fassung war das Ergebnis eines drei Jahre dauernden Konsultationsverfahrens, und die geänderte Vereinbarung gestattet es Banken, die bestimmte Voraussetzungen erfüllen, ihre internen Risikomeßsysteme für die Eigenkapitalberechnung zu verwenden, ergänzt durch Verfahren zur Überprüfung der Modelle und Krisentests (s. S. 190).

Aufsichtsbehörden legen mehr Gewicht auf internes Risikomanagement ...

Gleichzeitig ergriffen die Aufsichtsbehörden Maßnahmen zur Förderung der Transparenz sowohl auf der Ebene der einzelnen Institute als auch auf Marktebene. Nachdem 1994 das Institute of International Finance und die Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe getrennt voneinander Empfehlungen zur Offenlegung von Markt- und Kreditrisiken abgegeben hatten, veröffentlichten im November 1995 der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht und die International Organization of Securities Commissions (IOSCO) gemeinsam die Ergebnisse einer Erhebung, aus

... transparente Rechnungslegung ...

der hervorging, daß zahlreiche Finanzinstitute die Offenlegung ihrer Handels- und Derivatивgeschäfte verstärkt hatten. Der Bericht enthielt außerdem Empfehlungen für weitere Verbesserungen auf diesem Gebiet. Angesichts der Ergebnisse der Erhebung der Zentralbanken über das Derivatивgeschäft prüft außerdem der Ständige Ausschuß für Euromarktangelegenheiten der G10-Zentralbanken Mittel und Wege, um ein regelmäßiges, weltweit einheitliches Meldeverfahren für außerbörsliche Derivate einzuführen. Diese Initiative stützt sich auf die „gemeinsame Mindestbasis für Informationen“, die vom Basler Ausschuß und von der IOSCO im Mai 1995 gemeinsam veröffentlicht wurde (s. S. 190).

... und  
Verbesserung  
der Markt-  
infrastruktur ...

Nach dem Barings-Konkurs im Februar 1995 wurden im vergangenen Jahr außerdem konkrete Schritte eingeleitet, um die Infrastruktur der Märkte zu verbessern. In der Erklärung von Windsor vom Mai 1995 behandelten die Aufsichtsinstanzen der wichtigsten Börsen der Welt Fragen im Zusammenhang mit der Kooperation von Marktbehörden, dem Schutz von Kundengeldern, den Verfahren bei Zahlungsunfähigkeit und der Koordination der Aufsichtsbehörden in Krisenfällen. Parallel dazu ergriff die Futures Industry Association ähnliche Maßnahmen, und im März 1996 folgte eine umfassende Vereinbarung über einen Informationsaustausch zwischen Börsen über gemeinsame Mitglieder, deren Risikopositionen als tatsächlich oder potentiell zu hoch angesehen werden, sowie zwischen Aufsichtsbehörden. Zu weiteren Initiativen im vergangenen Jahr gehörte die Teilumsetzung von Vorschlägen, die im März 1995 von einem gemeinsamen Komitee von Vertretern von US-Behörden und einer Gruppe von Investmentbanken (der „Derivatives Policy Group“) erarbeitet wurden, Informationen über das außerbörsliche Derivatивgeschäft der Banken und über die Beziehungen zu den Gegenparteien zugänglich zu machen.

... in einem immer  
komplexeren  
Finanzsystem

Diese behördlichen und privaten Initiativen veranschaulichen die Erkenntnis, daß in einem komplexen und sich rasch wandelnden finanziellen Umfeld standardisierte quantitative Regeln und eine mechanische Überwachung von Positionen in und außerhalb der Bilanz nicht mehr ausreichen, um sich vor tatsächlichen oder potentiellen Risiken zu schützen. Die zunehmende Komplexität der Marktpraktiken erfordert eine immer engere Zusammenarbeit zwischen den verschiedenen Akteuren und eine aktive Überwachung des Einsatzes moderner Risikomanagement-Systeme in den einzelnen Instituten durch die Geschäftsleitung. Darüber hinaus müssen die Bemühungen der Aufsichtsbehörden um eine Verbesserung des Zusammenspiels zwischen Marktsegmenten und Ländern fortgeführt werden. Die bisherigen Entwicklungen im Bereich der Marktrisiken lassen erahnen, wie groß die Herausforderung ist.



## IX. Schlußbemerkungen: Wahren der Stabilität in einem sich wandelnden Umfeld

Trotz allgemein niedriger Inflationsraten, rasch wachsender Exporte in die aufstrebenden Volkswirtschaften und oft lebhafter Investitionstätigkeit fehlte es 1995 und in den ersten Monaten 1996 in den meisten Industrieländern auffallend am Vertrauen in die Wirtschaft. Dies liegt zum Teil daran, daß sich die Konjunktur in den Industrieländern schwächer entwickelt hat als erwartet. Das Wirtschaftswachstum in den kontinentaleuropäischen Ländern hat sich recht deutlich verlangsamt, was das Gefühl der Arbeitsplatzunsicherheit noch verstärkte. Ähnliche Befürchtungen hinsichtlich der Konjunkturentwicklung gab es eine Zeitlang auch in den USA, aber in jüngster Zeit weisen die Indikatoren sowohl dort als auch in Japan wieder eher auf eine Fortsetzung der Expansion bzw. Erholung hin.

Vielleicht ist für die anhaltende Ungewißheit und Sorge eher eine andere Erkenntnis maßgeblich: Eine Reihe fundamentaler Kräfte, einige davon seit langem am Werk, werden durch ihr dynamisches Ineinandergreifen mit der Zeit auf jeden Fall neuen Wohlstand schaffen, können auf kurze Sicht jedoch die Arbeitsplätze gefährden. Die Nachwirkungen der durch die Wirtschaftspolitik der siebziger und achtziger Jahre erzeugten Übersteigerungen sind noch immer spürbar, wenn auch in abnehmendem Maße. Der Einbruch der Immobilienpreise ist in einigen Industrieländern noch nicht vollständig verkraftet, und die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte ist noch längst nicht wiederhergestellt. Gleichzeitig werden die relativen Preise vieler Handelsgüter durch die Liberalisierung des internationalen Handels und den rasanten technologischen Fortschritt weiter nach unten gedrückt, was in den Industrieländern eine Ressourcenverlagerung in andere Wirtschaftszweige zur Folge hat. Leider geschieht dies zu einer Zeit, da der technologische Fortschritt und der zunehmende Wettbewerb in vielen Dienstleistungsbereichen – insbesondere im Finanzsektor und in der Telekommunikation – das Beschäftigungswachstum offensichtlich nicht fördern, sondern erst einmal dämpfen. Darüber hinaus hat sich der allgemeine Rückgang der relativen Kapitalkosten zu Lasten der Arbeit ausgewirkt, insbesondere in Ländern mit inflexiblen und hochgradig geschützten Arbeitsmärkten.

Angesichts dieser fundamentalen Kräfte mag das Instrumentarium, das den Entscheidungsträgern in den Industrieländern zur Verfügung steht, unzureichend erscheinen. Beispielsweise kann die Geldpolitik einer strukturbedingten Erhöhung der Arbeitslosigkeit nicht wirksam begegnen, ohne einen Inflationsanstieg zu riskieren. Dennoch gibt es durchaus Lösungsansätze, sofern sich die Verantwortlichen von vornherein darauf einstellen, daß diese angesichts der herrschenden Unsicherheit ihre Grenzen haben, und sich vor allem der Abwendung besonders gravierender Mißstände widmen, statt nach den Sternen zu greifen. Abgewendet werden müssen auf jeden Fall anhaltende Abweichungen vom Ziel der Preis-

stabilität, eine untragbare öffentliche Haushaltslage und unrealistische Wechselkurse, denn ihre Korrektur ist mit außerordentlich hohen Kosten verbunden. Außerdem muß der Stabilität des Finanzsystems größere Beachtung geschenkt werden, da dessen Rolle in einer modernen, marktorientierten Volkswirtschaft immer bedeutender und komplexer wird. All dies erfordert automatisch auch eine Förderung der internationalen Kooperation, und zwar nicht nur unter den Industrieländern, sondern auch mit anderen Ländern, in denen die Wirtschaft und der Finanzsektor rapide wachsen.

## Wahrung der Preisstabilität

Angesichts der Inflationsgeschichte der Industrieländer in den letzten drei Jahrzehnten überrascht es nicht, daß „Preisstabilität“ allgemein mit einer sehr niedrigen Inflationsrate gleichgesetzt wird. Demnach haben viele Industrie- und Entwicklungsländer das Ziel der Preisstabilität ganz oder fast erreicht. Außerdem sind die Inflationsraten oftmals stärker zurückgegangen, als es traditionelle ökonomische Zusammenhänge vielleicht erwarten ließen, was zum Teil mit den oben angesprochenen Wechselwirkungen von Außenhandel, Technologie und verstärktem Wettbewerb zusammenhängen könnte. Diese inflationshemmenden Kräfte werden weiterhin Einfluß haben, ebenso wie die Auswirkungen der Überkapazitäten, von denen viele Industrieländer – mit Ausnahme der USA – nach wie vor gekennzeichnet sind.

Das soll nicht heißen, daß die Inflationsgefahr gänzlich gebannt wäre. Die US-Wirtschaft läuft nach wie vor auf Hochtouren. Die Getreidepreise haben in jüngster Zeit steil angezogen, desgleichen die Benzinpreise in Nordamerika. Wenn die strukturelle Arbeitslosigkeit in Europa – mit den damit verbundenen Gefahren sozialer Unruhen – nicht zurückgeht, könnte Druck entstehen, eine Lösung über die Inflation zu suchen. Viele Entwicklungsländer verzeichnen noch immer hohe Inflationsraten, und ihre Kapazitätsgrenzen sind fast erreicht. Außerdem könnten die Inflationserwartungen überraschend schnell steigen, wenn ein neuerlicher Preisauftrieb zugelassen würde.

Die Kräfte, die das Preisniveau beeinflussen, sind heute dennoch stärker ausgeglichen als in den letzten Jahrzehnten. Deshalb ist jetzt vielleicht der richtige Zeitpunkt, um sich den Rat von Keynes und Wicksell Anfang der zwanziger Jahre in Erinnerung zu rufen. Als Reaktion auf die Unberechenbarkeit des Goldstandards, bei dem das Preisniveau lange in beide Richtungen abdriften konnte, kamen sie zu dem Schluß, daß es für die Zentralbanken nicht nur angemessen, sondern auch machbar sei, sowohl der Inflation als auch der Deflation erfolgreich entgegenzutreten. In einer Zeit des raschen sozialen und ökonomischen Wandels mit seinen Auswirkungen auf die soziale Ordnung und die Preisstruktur ist es um so wichtiger, daß das Streben nach Preisstabilität als Anker für rationale und vorausschauende Entscheidungen in allen Bereichen fungiert.

Hinzu kommt, daß die beiden wichtigsten makroökonomischen Probleme in den Industrieländern – die unverzüglich angegangen werden müssen – deflationäre Elemente beinhalten. Erstens sind die Haushaltsdefizite fast überall zu hoch, und die mit dem derzeitigen Sozialversicherungsstandard verbundene Abgabenlast wäre künftig so groß, daß sie nicht zu bewältigen ist. Die Frage ist nicht die



Haushaltskonsolidierung an sich, sondern vielmehr das einzuschlagende Tempo. Die Schuldendienstspirale, die sich bei einer zeitlichen Verzögerung zu drehen beginnt, muß gegen die oftmals unerwünschten kurzfristigen Nachfrageeffekte eines raschen Handelns abgewogen werden, und im Rückblick war der häufigste Fehler in vielen Industrieländern die Entscheidung für ein weiteres Hinauszögern. Allerdings darf man die Gefahren nicht völlig ignorieren, die sich daraus ergeben, daß jetzt zahlreiche Länder gleichzeitig die Nachfrage beschränken. In den USA ist die Haushaltssituation im Grunde zwar besser als in vielen anderen Ländern, aber die private Sparquote ist nach wie vor sehr niedrig, und Maßnahmen zu ihrer Erhöhung werden auch Konsequenzen für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage haben.

Das zweite Problem ist die Notwendigkeit weiterer Strukturreformen an den Arbeits- und Gütermärkten, insbesondere in Kontinentaleuropa. Am deutlichsten ist dies im verarbeitenden Gewerbe, wo starre Beschäftigungsregelungen und hohe Lohn- und Lohnnebenkosten die Arbeitnehmer praktisch um ihre Stelle bringen. Auch im Dienstleistungssektor müssen neue Beschäftigungsmöglichkeiten geschaffen werden, aber gerade hier werden in vielen Ländern Wettbewerb und Expansion durch eine Vielzahl von Vorschriften und Beschränkungen behindert. In einigen Ländern sind bereits erhebliche Fortschritte erzielt worden, aber weitere Maßnahmen an den Arbeitsmärkten würden sowohl den Menschen als auch der Wirtschaft mehr Raum und größere Anreize zur Anpassung an ein sich wandelndes Umfeld geben. In Europa wird eine erhöhte Arbeitsmarktflexibilität auch angesichts der festeren Wechselkursbeziehungen innerhalb der Europäischen Union notwendig sein. Ebenso wie bei der Haushaltskonsolidierung sollten Reformen so bald wie möglich in Angriff genommen werden, denn es ist zu berücksichtigen, daß ihre Auswirkungen zwei Seiten haben und sich der tatsächliche Nutzen erst nach einer Weile manifestieren wird.

Maßnahmen zur Förderung der Haushaltskonsolidierung, wettbewerbsfähigerer Gütermärkte und niedrigerer struktureller Arbeitslosigkeit können zunächst kontraktiv wirken, aber wenn sie erst einmal vollzogen sind, können sie einen äußerst dynamischen Prozeß in Gang bringen, der die Nachfrage anregt. Insbesondere dürfte sich bei einer tragfähigen mittelfristigen Wirtschaftspolitik der rückläufige Zinstrend fortsetzen. Ein glaubwürdiges mehrjähriges Programm haushaltspolitischer Konsolidierung auf der Basis von Ausgabeneinsparungen – anstelle von Steuererhöhungen, die politisch möglicherweise nicht durchsetzbar wären – ist in dieser Hinsicht von entscheidender Bedeutung. Niedrigere Faktorpreise werden die Gewinne in vielen Bereichen erhöhen und mit der Zeit die Produktion, die Investitionen und die Beschäftigung steigern. Wenn die Produktivität wächst und die zu erwartende Steuerbelastung geringer wird, dürfte sich außerdem das Vertrauen in die Wirtschaft wieder festigen und die Nachfrage beleben. Überdies haben die Zentralbanken die Möglichkeit, die Geldpolitik zur Korrektur der Nachfrage einzusetzen, wenn deren Wachstum nicht mit Preisstabilität vereinbar ist, und sie sollten bereit sein, dies auch zu tun.

Auch Veränderungen der Wechselkurse können unter gewissen Umständen zur Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte beitragen. Vor dem Hintergrund der Konjunkturschwäche in Europa und Japan im Vergleich zu den USA lenkte die Aufwärtstendenz des Dollars das Nachfragewachstum im vergangenen Jahr auf sinnvolle Weise dorthin, wo es am nötigsten war. Dieser Prozeß hat jedoch

möglicherweise auch seine Grenzen, wie die Hartnäckigkeit des US-Leistungsbilanzdefizits und der trotz des anhaltenden Defizits in Deutschland hohe Außenhandelsüberschuß der Europäischen Union belegen.

In Europa bleiben die Wechselkurse wegen der Ereignisse von 1992 und 1993 und der verschiedenen Entscheidungen, die vor dem Übergang zur Wirtschafts- und Währungsunion noch getroffen werden müssen, trotz der stabileren Devisenmarktverfassung 1995 ein kontroverses Thema. Infolge unterschiedlicher wirtschaftlicher Gegebenheiten, insbesondere unterschiedlich schwerwiegender Haushaltsprobleme, dürften nicht alle Länder an der Währungsunion von Beginn an teilnehmen. In diesem Fall aber sollten der fortgeführten Wechselkursflexibilität durch eine formelle Verpflichtung auf Preisstabilität im Inland klare Grenzen gesetzt werden. Wechselkursflexibilität darf nicht dazu mißbraucht werden, einen Mangel an wirtschaftspolitischer Disziplin zu überspielen.

Auch in vielen Entwicklungsländern wurde Wechselkursüberlegungen bei der Gestaltung der Wirtschaftspolitik große Bedeutung beigemessen, was sich in vielen, wenn auch nicht allen Fällen bewährte. Eine Reihe von Ländern bedienten sich in jüngerer Zeit des Wechselkursinstruments, um die Inflationserwartungen herunterzuschrauben. In Argentinien, Brasilien und Rußland war der Anstoß für diesen Schritt die vorausgegangene Hyperinflation gewesen. In manchen Fällen wurden bei der Rückführung der Inflation große Erfolge erzielt, auch wenn dafür oft ein Anstieg des realen Wechselkurses in Kauf genommen werden mußte. Manche Entwicklungsländer haben in den letzten Jahren versucht, mit Hilfe einer Absenkung des Zielbands für den Wechselkurs gleichzeitig binnen- und außenwirtschaftliche Ziele zu verfolgen. Die erfolgreiche Durchführung einer Politik der starken Währung muß jedoch durch weitere Reformen im allgemeinen und durch finanzpolitische Sparmaßnahmen im besonderen unterstützt werden. Ebenso entscheidend ist die Bewahrung eines stabilen inländischen Finanzsystems, denn wenn hier Zweifel bestehen und die Überzeugung an Boden gewinnt, daß die Währungsbehörden auf einen Druck an den Devisenmärkten nicht angemessen reagieren können, kann es zu spekulativen Angriffen auf die Währung kommen. Einige Entwicklungsländer haben begonnen, solchen strukturellen Schwächen größere Aufmerksamkeit zu widmen, aber die notwendigen Reformen werden wohl noch mehrere Jahre in Anspruch nehmen.

In mehreren Ländern Südostasiens – und in weit geringerem Maße auch Osteuropas – ist das Wechselkursproblem anders gelagert, hängt jedoch eng mit den erwähnten Problemen zusammen. Bei hohen Investitionen und einer sich rasch verbessernden Produktivität bei den handelbaren Gütern stehen die realen Wechselkurse unter Aufwertungsdruck. Da seit langem eine Politik stabiler Wechselkurse verfolgt wird, zumeist mit einer Bindung an den Dollar, zeigte sich diese reale Aufwertung in Form eines zunehmenden inländischen Preisauftriebs. Ließe man einen Anstieg des nominalen Wechselkurses zu, würde dies in manchen Ländern den Inflationsdruck im Inland mildern, es würde jedoch nichts an der zugrundeliegenden Gesetzmäßigkeit ändern, wonach Kapitalimporte zu einem Anstieg des realen Wechselkurses und auf diesem Wege zu einem Leistungsbilanzdefizit führen. Wegen der hiermit verbundenen Gefahren für die wirtschaftliche Stabilität ist eine Kombination verschiedener Maßnahmen erforderlich, darunter die Stärkung der Haushaltsposition, die Förderung inländischer Ersparnisbildung,



die Schaffung eines angemessenen Polsters an Währungsreserven, die Vermeidung einer übermäßigen kurzfristigen Verschuldung und die Bereitschaft, im Falle einer Umkehr der Kapitalströme den Wechselkurs einen Teil der Last tragen zu lassen.

## Wahrung der Stabilität im Finanzsektor

Das internationale Finanzsystem gewinnt stetig weiter an Größe, Komplexität und geographischer Reichweite. Die Auslandstransaktionen in Anleihen und Aktien unter den G7-Ländern (ohne das Vereinigte Königreich) stiegen in Relation zum BIP von 35% im Jahr 1985 auf rund 140% im vergangenen Jahr. Nach der von den Zentralbanken im April 1995 durchgeführten Erhebung über die Derivatmärkte betrug der Nominalwert der ausstehenden Derivatkontrakte allein an den außerbörslichen Märkten über \$ 40 Bio. Außerdem wurden die Beschränkungen für die Gründung von Auslandsniederlassungen der Finanzinstitute in den Industrieländern praktisch abgeschafft und auch in anderen Ländern deutlich verringert. Diese Entwicklungen sind zu begrüßen, denn sie erlauben sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene eine effizientere Allokation des Kapitals, senken die Kosten von Finanzdienstleistungen und bieten neue Möglichkeiten für die Absicherung von Risiken jeder Art.

Dennoch dürfen drei Dinge nicht vergessen werden. Erstens: Die Tatsache, daß das System angesichts einer Reihe von Schocks – der Mexiko-Krise, des Barings-Konkurses, der Daiwa-Handelsverluste – und der Schwierigkeiten des japanischen Bankensektors weiterhin reibungslos funktionierte, ist kein Grund zur Selbstzufriedenheit. Trotz der jüngsten Verbesserung der Ertragsituation sind die Banken fast überall unter Druck bzw. werden unter Druck geraten. Zweitens kommt es an den Finanzmärkten weiterhin zu großen, unvorhersehbaren Preisausschlägen. Drittens greifen die verschiedenen Bereiche des Finanzsektors und die einzelnen Finanzmärkte auf immer komplexere Art und Weise ineinander, so daß es sowohl für die Aufsichtsorgane als auch für die Märkte selbst schwieriger wird, eine wirksame Kontrolle über die Marktteilnehmer auszuüben.

Auch wenn in mehreren Ländern 1995 ein zufriedenstellendes Ergebnis verzeichnet wurde, sind die Gewinnspannen der Banken in den Industrieländern seit Mitte der achtziger Jahre allgemein rückläufig, und der Druck zur Kostensenkung dürfte sich noch verstärken. Die Bankeinlagen sehen sich wachsender Konkurrenz anderer Sparformen gegenüber, und die traditionellen Bankkredite werden durch andere Arten der Finanzintermediation bedroht, bei denen die Preis- und Kreditrisiken abgetrennt und separat gehandelt werden. Die Entstehung des elektronischen oder „virtuellen“ Bankgeschäfts bringt das Bild vom traditionellen Bankhaus unmittelbar ins Wanken. Diese Entwicklungen bedeuten eine anhaltende Restrukturierung und Konsolidierung im Bankensektor.

Die Finanzinstitute müssen flexibler auf den Wettbewerbsdruck reagieren können, damit ein reibungsloser Anpassungsprozeß gewährleistet ist. Dazu müssen die Behörden ihnen noch deutlicher signalisieren, daß sie in erster Linie selbst für ihr Schicksal verantwortlich sind. Auch die Offenlegung der Gewinne und der damit verbundenen Risikopositionen muß weiter verbessert werden, wenn die Marktdisziplin in vollem Umfang wirken soll. Ferner wäre eine Verringerung der künstlichen Beschränkung von – insbesondere grenzüberschreitenden – Fusionen

und Übernahmen sinnvoll, ebenso wie die Deregulierung der Arbeitsmärkte zum Zweck der Anpassung des Arbeitskräftebestands. Die potentiellen Risiken eines ineffizienten Bankensystems dürften einen starken Anreiz für die Unterstützung solcher Schritte bieten.

In den Entwicklungsländern werden die Banken letztendlich einem ähnlichen Wettbewerbsdruck ausgesetzt sein wie in den entwickelten Ländern, aber viele Entwicklungsländer haben darüber hinaus mit dringlicheren Problemen zu kämpfen. Die Kreditbestände waren zur Zeit der Liberalisierung oftmals gekennzeichnet durch eine deutliche Ausrichtung auf staatlich gelenkte Kredite, eine unzureichende Diversifizierung der Ausleihungen, hohe Kosten und einen problematischen Grad der Verknüpfung zwischen Banken und Wirtschaftsunternehmen. Darüber hinaus haben die Kredite in etlichen Ländern in jüngster Zeit rapide zugenommen, oft in engem Zusammenhang mit Immobilienspekulationen und mit beträchtlichen Risiken für den Fall, daß die „Preisblase“ bei den Vermögenswerten platzen sollte. In mehreren Ländern könnte sich für die Banken auch das Problem stellen, daß sich mit der rückläufigen Inflation ihre Zinsspannen verengen und daß internationales Kapital abgezogen wird, wenn das Vertrauen der ausländischen Investoren abnimmt.

Die Verhütung bzw. Begrenzung von Krisen im Finanzsektor ist darum eine Frage von zentraler Bedeutung geworden. Hinsichtlich der Krisenprävention liegt die Schlußfolgerung nahe, daß die Deregulierung des Finanzsystems, insbesondere im Hinblick auf internationale Einflüsse, schrittweise und behutsam vollzogen werden sollte. Die Erfahrung vieler Industrieländer in den letzten Jahren zeigt, welche Gefahren der Liberalisierungsprozeß mit sich bringt. Eine weitere Schlußfolgerung ist, daß ein rasches Kreditwachstum als Warnsignal wohl ernster genommen werden sollte, als es oft geschieht, und zwar vor allem dann, wenn sich die Bankkredite stark auf bestimmte Wirtschaftsbereiche konzentrieren. Daher könnte es sinnvoll sein, wenn inländische Banken, die über eine entsprechende Eigenkapitalausstattung verfügen, die Möglichkeit zur Diversifizierung ins Ausland erhielten. Ferner würde die Restrukturierung des Bankensystems in den Entwicklungsländern in manchen Fällen wohl erleichtert, wenn den ausländischen Banken mehr Spielraum eingeräumt würde.

Was die Bewältigung dennoch auftretender Finanzkrisen betrifft, so lassen sich aus der Erfahrung der entwickelten Länder wie der Entwicklungsländer wichtige Lehren ziehen. Im Falle finanzieller Schwierigkeiten muß rasch und entschlossen gehandelt werden, denn auch wenn die Kosten für den Staatshaushalt vielleicht hoch sind, wären sie doch bei einer Verzögerung noch höher. Außerdem müssen unbedingt Mittel und Wege gefunden werden, um das Vertrauen der Finanzmärkte aufrechtzuerhalten, wenn ein größerer Run auf die Währung verhindert werden soll. Da dies – wie zuletzt in Mexiko und Argentinien – möglicherweise drakonische Maßnahmen erfordert, läßt sich eine weitere Schlußfolgerung ziehen: Es wäre besser, solche Probleme von vornherein zu vermeiden, indem alles getan wird, um die Stabilität des inländischen Bankensystems zu verbessern. Weiter unten wird darauf eingegangen, welche Rolle der Bankenaufsicht in diesem Zusammenhang zukommt.

Der zweite Grund zur Besorgnis ist, daß die Entwicklung an den Finanzmärkten die Stabilität gefährden könnte, wenn wichtige Marktteilnehmer von



plötzlichen Preisänderungen überrascht und in den Konkurs gezwungen würden. Im Jahr 1995 war die kurzfristige Volatilität nicht besonders hoch, doch es kam zu einigen erheblichen Ausschlägen der Anleihekurse, und das Ausmaß des Umschwungs des Yen-Kurses im Frühjahr ist mit der Entwicklung der Fundamentaldaten schwer in Einklang zu bringen. Beunruhigend war auch die wiedererwachte Risikobereitschaft der Anleger, die anscheinend auf den allgemeinen Rückgang der Anleiherenditen zurückzuführen war. Sie dürfte zur Dynamik der Aktienmärkte, zum geringeren Zinsabstand bei Anleihen niedrigerer Bonität und zu den anhaltend hohen Kapitalströmen in die Entwicklungsländer beigetragen haben. Die Möglichkeit, daß sich diese Risikobereitschaft abrupt umkehrt, darf nicht unterschätzt werden.

Ein erfreuliches Ergebnis der Erhebung über das Derivatgeschäft vom April 1995 war dagegen, daß der Markt zwar in bestimmten Produktbereichen stark konzentriert ist, die einzelnen Segmente jedoch von unterschiedlichen Marktteilnehmern dominiert werden. Außerdem waren (gemessen an den Wiederbeschaffungskosten) die Nettopositionen der Gruppe der Händler gegenüber den Endverwendern begrenzt, d.h. die Händler bringen in erster Linie die Endverwender mit gegenläufigen Preisrisiken zusammen. Daher ist es wohl unwahrscheinlich, daß ein großer Preisumschwung für sich genommen dem Finanzsektor schaden könnte; es ist jedoch nicht auszuschließen, daß einzelne Institute übermäßige Risiken tragen. Zeitnähere Informationen über die Entwicklung an den Derivatmärkten wären nützlich, und es wird derzeit erwogen, daß die Zentralbanken (von der BIZ koordiniert) aggregierte Daten auf der Basis der konsolidierten Bestände der führenden weltweiten Derivatihändler sammeln und veröffentlichen.

Ein dritter Bereich gibt seit langem Anlaß zur Sorge, rückte jedoch durch die Entwicklung an den Finanzmärkten 1995 besonders in den Blickpunkt. Die Abgrenzung zwischen den verschiedenen Marktinstrumenten und zwischen verschiedenen Kategorien von Marktteilnehmern verwischt sich immer mehr und ist schwerer zu erkennen. Die Aufsichtsorgane und die Marktdisziplin stehen hier vor einer schwierigen Aufgabe. In den entwickelten Volkswirtschaften haben die Aufsichtsorgane auf diesen raschen Wandel reagiert, indem sie größeres Gewicht auf die Publizität legten, um die Marktdisziplin gezielt als Ergänzung zur traditionellen Beobachtung und Überwachung durch die Aufsichtsbehörden einzusetzen. Möglicherweise sind weitere Bemühungen von staatlicher Seite notwendig, um sicherzustellen, daß ein hoher Grad an Offenlegung im privaten Sektor zur Regel wird. Auch im Hinblick auf die zunehmende Integration der verschiedenen Kategorien von Finanzinstituten muß noch mehr getan werden, wobei auf dem Fortschritt aufgebaut werden kann, den der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht und die IOSCO in den letzten Jahren bereits erzielt haben. Offensichtlich setzt sich der Trend zur Bildung großer internationaler Finanzkonglomerate fort, und eine formelle Regelung der Zuständigkeit für deren konsolidierte Beaufsichtigung ist daher von hoher Priorität. Weniger sicher ist, ob es eine „federführende Aufsichtsstelle“ geben sollte oder ob das gleiche Ziel auf anderem Wege besser zu erreichen wäre.

Bei der Erörterung der Probleme in den Finanzsystemen der Entwicklungsländer kommt die Auffassung zum Ausdruck, daß die Aufsicht in einer Reihe von

Ländern unzureichend ist. Diese Schlußfolgerung ergibt sich nicht aus dem Zusammenbruch einzelner Banken, der eine normale Erscheinung des Wettbewerbs ist, sondern aus der Tatsache, daß das Finanzsystem in einigen Volkswirtschaften insgesamt angeschlagen ist, mit potentiell schwerwiegenden makroökonomischen Konsequenzen. Mittelfristig muß eine Menge getan werden, um die Effizienz der Rating-Agenturen und der Marktdisziplin zu stärken, vor allem indem in vielen Entwicklungsländern die unzureichenden Rechnungslegungsstandards verbessert und andere Hindernisse für eine aussagekräftige Offenlegung beseitigt werden. Kurzfristig können sich die Behörden jedoch nicht allein auf die Marktdisziplin stützen; auch die Aufsichtspraktiken müssen erheblich gestärkt werden. Nützlich wäre ein umfassendes Schulungs- und Weiterbildungsprogramm für Mitarbeiter der Bankenaufsicht auf der Basis vereinbarter Standards für die nötige Sorgfalt im Bankgeschäft, und auch Bemühungen, sowohl die Banken als auch die Aufsichtsbehörden von politischem Einfluß abzuschirmen, wären sinnvoll.

### Förderung der internationalen Kooperation im Finanzbereich

Es ist traurig, aber wahr, daß seit dem Zweiten Weltkrieg die meisten Initiativen zur Stärkung der internationalen Zusammenarbeit im Finanzbereich unter dem Druck irgendeiner Finanzkrise ergriffen wurden. Von den Diskussionen im Zusammenhang mit der Wirtschafts- und Währungsunion in Europa einmal abgesehen, war dies auch in der Berichtsperiode nicht anders. Die Mexiko-Krise war der Anlaß dafür, daß beim G7-Gipfeltreffen eine Untersuchung von zwei speziellen Bereichen gefordert wurde, in denen Verbesserungen möglich und nötig schienen. Erstens sollte überlegt werden, in welcher Weise die Allgemeinen Kreditvereinbarungen so ausgedehnt werden könnten, daß der IWF in Krisenzeiten auch über Mittel von Ländern außerhalb der Zehnergruppe verfügen könnte. Zweitens wurde die Frage nach besseren Verfahren für die Bewältigung der Liquiditätskrisen von Staaten gestellt. Die Verhandlungen zum ersten Punkt sind noch nicht abgeschlossen. Zum zweiten Punkt wurden in einem Bericht einige Vorschläge vorgelegt, wie die derzeitigen Verfahren so verbessert werden könnten, daß der wachsenden Bedeutung von Anleihen und anderen Verschuldungsinstrumenten, die in der Vergangenheit von einer Umschuldung ausgenommen waren, Rechnung getragen würde. Insbesondere wurde vorgeschlagen, daß die Verantwortlichen einen vom Markt initiierten Prozeß unterstützen sollten; dieser beinhaltet die Entwicklung von Klauseln für Staatstitel, die im Falle einer Krise die Konsultation und Kooperation zwischen Schuldner und Gläubigern sowie unter den Gläubigern selbst erleichtern würden. Der Bericht gelangte jedoch zu dem Schluß, daß es weder wünschenswert noch praktikabel sei, formellere Verfahren („Konkursverfahren“) für hochverschuldete Staaten aufzustellen. Der spezielle Fall der Länder, die massiv gegenüber den internationalen Finanzorganisationen verschuldet sind, wird individuell behandelt.

Schließlich vereinbarten im Berichtszeitraum eine Reihe asiatischer Länder – als weiteres Nebenprodukt des Falles Mexiko –, einander in begrenztem Rahmen Liquiditätshilfe in Form von Pensionsgeschäften gegen Reservenbestände zu gewähren. Die Schwierigkeiten bei der Zusammenstellung des Liquiditätspakets für Mexiko haben offensichtlich eine neue Form der Selbsthilfe und Eigenverantwortlichkeit angeregt, die sehr zu begrüßen ist.



Ein wiederkehrendes Thema dieses Jahresberichts war die Globalisierung der Märkte, insbesondere der Finanzmärkte. Die Bedeutung dieser Entwicklung muß von den Verantwortlichen erörtert und auch in den institutionellen Rahmenbedingungen berücksichtigt werden. Im vergangenen Jahr hat die BIZ weiterhin in den traditionellen Interessensbereichen der Zentralbanken – dem Streben nach Preisstabilität und nach Stabilität der Finanzmärkte – das Gespräch und die Zusammenarbeit zwischen den Zentralbanken gefördert, wobei den Entwicklungen in den größeren aufstrebenden Volkswirtschaften mehr Aufmerksamkeit geschenkt wurde. Auf diese und andere Initiativen wird in dem folgenden Teil „Die Tätigkeit der Bank“ näher eingegangen. Außerdem hat die BIZ Maßnahmen ergriffen, um ihre Kontakte zu Zentralbanken in Entwicklungsländern auf allen Ebenen auszubauen. Die Verbesserung dieser Kontakte soll dafür sorgen, daß eine Politik von weltweiter Bedeutung auch auf weltweiter Basis erarbeitet werden kann. Gleichzeitig soll natürlich der informelle Charakter gewahrt bleiben, der die Gespräche bei der BIZ stets gekennzeichnet hat. Die Kombination von notwendigen Veränderungen mit erfolgreichen Traditionen dürfte das beste Rezept für die Förderung der künftigen Zusammenarbeit der Zentralbanken sein.

# Die Tätigkeit der Bank

## 1. Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen

Auch im vergangenen Jahr nahm die Bank wieder ihre traditionelle Aufgabe bei der Förderung der internationalen Währungszusammenarbeit wahr. Sie organisierte regelmäßige Zusammenkünfte von Zentralbankvertretern zu einem breiten Spektrum von Themen, wie z.B. die Tragbarkeit von Staatsverschuldung und Haushaltsdefiziten, der Strukturwandel im Bankensektor sowie Messung, Ursachen und Folgen der Volatilität an den Finanzmärkten. Im Bereich der Geldpolitik war ein Schwerpunktthema die Frage, inwieweit Indikatoren, die sich aus Finanzinstrumenten wie Optionen ergeben, die Umsetzung der Geldpolitik unterstützen könnten. Mehrere Treffen widmeten sich der Analyse der Finanz- und Bankensysteme und der Suche nach Wegen, um diese zu stärken. Wie in Kapitel VII beschrieben, sind diese Systeme die Schnittstelle zwischen den internationalen Kapitalmärkten und den einzelnen Volkswirtschaften. Für die inländische wie die internationale Stabilität kann es von zentraler Bedeutung sein, daß das Finanz- und Bankensystem imstande ist, rasche Veränderungen der Kapitalströme, Wechselkurse und Zinssätze gut zu verkraften.

Wegen des globalen Charakters dieser Themen und der Notwendigkeit, in die Zusammenarbeit der Zentralbanken sämtliche wichtigen Akteure an den Märkten einzubeziehen, sind an den von der BIZ organisierten Treffen die Zentralbanken der aufstrebenden Volkswirtschaften immer stärker beteiligt. Die weltweite Verflechtung der Kapitalmärkte beeinflusst die Zusammenarbeit der Zentralbanken aber noch in anderer Form. Die fließenden Grenzen zwischen vorher getrennten Finanzmärkten machen eine verstärkte Zusammenarbeit in verschiedenen Expertengruppen und zwischen den Aufsichtsorganen noch wichtiger; mehrere Beispiele solcher Zusammenarbeit werden weiter unten noch ausführlicher beschrieben. Wie gewohnt nahm die Bank als Beobachter an den Sitzungen des Interimsausschusses des Gouverneursrats des Internationalen Währungsfonds sowie der Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der Länder der Zehnergruppe (G10) teil. Ferner war sie an den nachfolgend erwähnten Arbeiten der Stellvertreter der G10-Finanzminister und -Zentralbankpräsidenten beteiligt. Wie bisher stellte die Bank das Sekretariat für verschiedene Ausschüsse und Expertengruppen.

Angesichts der Herausforderungen, die der Wandel an den Finanzmärkten mit sich bringt, stellte der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht im vergangenen Jahr mehrere neue Projekte vor. Da außerdem funktionelle, institutionelle und geographische Schranken im Finanzgeschäft weiter fallen, bemühte sich der Ausschuß um engere Beziehungen zu Wertpapieraufsichtsbehörden (über die International Organization of Securities Commissions, IOSCO) und zu Versicherungsaufsichtsbehörden (über die International Association of Insurance Supervisors, IAIS).



Darüber hinaus wurden die Kontakte zu Bankenaufsichtsbehörden außerhalb der Zehnergruppe ausgebaut.

Ende 1995 kündigte der Ausschuß eine bedeutende Änderung der Basler Eigenkapitalvereinbarung an. Danach sollen die Marktrisiken, die aus der Handelstätigkeit der Banken und aus ihren offenen Positionen an den Devisen- und Warenmärkten entstehen, ebenfalls mit Eigenkapital unterlegt werden. Bis zur Einführung der expliziten Eigenkapitalvorschriften Ende 1997 wird eine Übergangsfrist von zwei Jahren eingeräumt. Nach der neuen Regelung dürfen die Banken außer einem standardisierten Meßverfahren auch ihre internen Modelle zur Messung des Marktrisikos verwenden. Dazu müssen sie allerdings nicht nur eine Reihe quantitativer Kriterien erfüllen, sondern auch strengen qualitativen Anforderungen genügen, damit sichergestellt ist, daß angemessene Risikomanagement-Kontrollen und -Systeme vorhanden sind. Die Verwendung interner Modelle, deren Genauigkeit durch Rückvergleiche („backtesting“) überprüft wird, stellt eine beträchtliche Neuerung in den Aufsichtsverfahren dar. Darin zeigt sich die Entschlossenheit des Ausschusses, aufsichtsrechtlichen Meldeaufwand zu vermindern und Aufsichtsverfahren zu entwickeln, die der Marktpraxis Rechnung tragen.

Eine wirksame Aufsicht stützt sich auch auf die Zuverlässigkeit der Informationen, die den Aufsichtsbehörden und dem Markt offengelegt werden. Besonders wichtig ist dies beim Handels- und Derivatивgeschäft der Banken, das sich in den letzten Jahren rasant ausgeweitet hat. Im November 1995 veröffentlichten der Basler Ausschuß und die IOSCO gemeinsam den Bericht *Offenlegung des Handels- und Derivatивgeschäfts von Banken und Wertpapierhäusern*. Dieser zeigt auf, inwieweit bedeutende Banken und Wertpapierhäuser inzwischen Informationen über ihren Eigenhandel und ihr Derivatивgeschäft offenlegen. Außerdem enthält der Bericht Empfehlungen für weitere – qualitative und quantitative – Verbesserungen. Diese Empfehlungen beruhen mehr oder weniger auf dem *Rahmenkonzept für aufsichtsrelevante Informationen über das Derivatивgeschäft von Banken und Wertpapierhäusern*, das vom Basler Ausschuß und von der IOSCO im Mai 1995 herausgegeben wurde. Das Rahmenkonzept verfolgt das Ziel, den Erfassungsbereich und die Vergleichbarkeit der Meldungen international aktiver Banken und Wertpapierhäuser zu verbessern; damit wird weltweit der Standard der Meldungen zum Derivatивgeschäft angehoben, gleichzeitig aber die Entwicklung paralleler Meldesysteme vermieden.

Eine der großen Herausforderungen der letzten Jahre war das Entstehen von Konzernen, die eine umfassende Palette von Finanzdienstleistungen, darunter das Bank-, Wertpapier- und Versicherungsgeschäft, anbieten. Im Juli 1995 veröffentlichte eine informelle Gruppe von Vertretern der Banken-, Wertpapier- und Versicherungsaufsichtsbehörden (die „Tripartite Group“) einen Bericht, der auf die wichtigsten aufsichtsrelevanten Aspekte im Zusammenhang mit dem Entstehen großer internationaler Finanzkonzerne und -konglomerate einging. Um diese Arbeit weiterzuführen, haben der Basler Ausschuß, die IOSCO und die IAIS ein neues gemeinsames Forum eingerichtet, das sich aus hochrangigen Vertretern von Banken-, Wertpapier- und Versicherungsaufsichtsbehörden zusammensetzt.

Ein weiterer Schwerpunkt der Arbeit des Basler Ausschusses war der Ausbau der Arbeitsbeziehungen zu Bankenaufsichtsbehörden außerhalb der G10-Länder. Dies geschah vor allem durch Gründung und Unterstützung regionaler Gruppen

von Aufsichtsbehörden, die regelmäßig zusammenkommen, um gemeinsame Probleme zu besprechen. Diese Gruppen sind ein wichtiges Glied bei der Verstärkung aufsichtsrechtlicher Standards und ermöglichen es dem Basler Ausschuß, auf multilateraler Ebene Unterstützung, Rat und Schulung anzubieten. Die Vorsitzenden dieser regionalen Gruppen kommen jährlich mit dem Basler Ausschuß zusammen. Diese Treffen sowie die Teilnahme des Vorsitzenden des Basler Ausschusses oder von Mitgliedern seines Sekretariats an den Sitzungen der Regionalgruppen gewährleisten, daß die nicht zur Zehnergruppe gehörenden Aufsichtsbehörden über die Entwicklungen in Basel auf dem laufenden sind und so ihrerseits vermehrt Beiträge zur Arbeit des Ausschusses leisten können.

Alle zwei Jahre treffen sich Bankenaufsichtsbehörden aus aller Welt unter der Ägide des Basler Ausschusses. Die nächste Konferenz findet vom 11.–13. Juni 1996 in Stockholm statt und hat zwei Schwerpunktthemen: das grenzüberschreitende Bankgeschäft und die Verbesserung der Aufsichtsverfahren. Das wichtigste Diskussionspapier wird ein Bericht über die Beaufsichtigung des grenzüberschreitenden Bankgeschäfts sein; dieser wird von einer gemeinsamen Arbeitsgruppe des Basler Ausschusses und der Gruppe der Offshore-Bankenaufsichtsbehörden verfaßt. Diese Arbeitsgruppe hat Empfehlungen für eine wirksame Aufsicht auf konsolidierter Basis, für Verfahren für Kontrollen vor Ort im Ausland sowie für Änderungen nationaler Gesetze erarbeitet, die erforderlich sind, um Hindernisse für die Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden auszuräumen.

Der Ständige Ausschuß für Euromarktangelegenheiten setzte seine Beobachtung der Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten fort und erörterte Fragen zu ihrer Funktionsweise und Stabilität. Insbesondere befaßte sich der Ausschuß mit der Stabilität und der Infrastruktur der Märkte vor dem Hintergrund der Mexiko-Krise, des Zusammenbruchs von Barings und der Spannungen an den Devisenmärkten im Frühjahr 1995. Er untersuchte ferner die strukturellen Veränderungen der Volatilität der Preise für Vermögenswerte im Zeitverlauf und die Bestimmungsfaktoren des Strukturwandels an den Bankkreditmärkten. Außerdem analysierte der Ausschuß die Entwicklung der Derivatmärkte. In diesem Zusammenhang beurteilte er die Fortschritte bei der Offenlegung seit der Veröffentlichung des *Discussion Paper on the Public Disclosure of Market and Credit Risk by Financial Intermediaries* durch eine seiner Arbeitsgruppen im Jahr 1994. Überdies wertete er die Ergebnisse der ersten Erhebung über das weltweite Geschäft an den Derivatmärkten aus, die im April 1995 von den Zentralbanken und Währungsbehörden von 26 Ländern durchgeführt worden war. Er leitete Arbeiten ein, um gemeinsam mit den Bankenaufsichtsbehörden Vorschläge für eine bessere statistische Erfassung des Umfangs und der Struktur der Derivatmärkte zu entwickeln. Der Ausschuß prüfte ferner Entwicklungen, die die rechtliche Durchsetzbarkeit von inländischen und internationalen Netting-Mechanismen betreffen.

Im Rahmen eines Auftrags des Ständigen Ausschusses für Euromarktangelegenheiten war die Bank auch weiterhin mit der Zusammenstellung, Aufbereitung und Veröffentlichung von Daten über das internationale Bankgeschäft und die internationalen Finanzmärkte befaßt. Der Ausschuß bekräftigte, daß diese Statistiken nach wie vor nützlich sind, insbesondere angesichts der von den G10-Stellvertretern festgestellten Notwendigkeit, Zahlungsbilanzen und Verschiebungen der Kapitalströme zu beobachten. In diesem Zusammenhang wurden mögliche



Verbesserungen der Statistiken über die Auslandsverschuldung von Ländern gegenüber den international tätigen Banken diskutiert.

Der Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme setzte seine laufende Analyse der Entwicklungen bei den inländischen und internationalen Zahlungs-, Netting- und Abwicklungssystemen fort und untersuchte deren möglichen Einfluß auf die Stabilität und Effizienz des internationalen Finanzsystems. Besondere Aufmerksamkeit wurde im vergangenen Jahr den Risiken bei Devisentransaktionen gewidmet. Die Liberalisierung im Finanzsektor, die Ausweitung des internationalen Kapitalverkehrs und große Fortschritte in der Handelstechnologie haben im Devisenhandel in den letzten 20 Jahren zu massiven Veränderungen und rasantem Wachstum geführt. Zwar haben die Banken ihre Betriebskapazitäten mit der Zeit immer mehr erweitert, um dieses Handelsvolumen abwickeln zu können, doch bei den derzeitigen Abwicklungsverfahren geht jede im Handel tätige Bank generell das Risiko ein, daß sie zwar ihre eigenen Zahlungsverpflichtungen im Rahmen einer Transaktion erfüllt, aber von ihrer Gegenpartei nicht die ihr zustehenden Mittel erhält. Angesichts täglicher Devisenhandelstransaktionen im Gesamtumfang von schätzungsweise US-\$ 1,2 Bio. gibt das daraus entstehende große Risikopotential für die einzelnen Banken und für das internationale Finanzsystem insgesamt Anlaß zu erheblicher Besorgnis. Zwar ist die Wahrscheinlichkeit gering, daß es bei der Abwicklung im Devisenhandel zu einer schwerwiegenden Störung kommt, doch wären die Konsequenzen einer solchen Störung an einem so großen und komplexen Markt beträchtlich.

Vor diesem Hintergrund veröffentlichte der Ausschuß im März 1996 den Bericht *Erfüllungsrisiko bei Devisenhandelstransaktionen*. Der Bericht beschreibt eine von den G10-Zentralbankpräsidenten gebilligte Strategie zur Reduzierung dieses Risikos. Die G10-Zentralbanken werden in den nächsten zwei Jahren eine dreigleisige Strategie umsetzen. Erstens wird den einzelnen Banken empfohlen, unverzüglich Schritte zu unternehmen, um ihre Erfüllungsrisiken im Devisenhandel in ein geeignetes Kreditkontrollverfahren einzubeziehen. Die einzelnen Banken können nämlich viel zur Lösung des Problems beitragen, indem sie ihre Verfahren zur Messung und Handhabung dieser Risiken verbessern. Zweitens werden Gruppen des Bankgewerbes ermutigt, wohldurchdachte Mehrwährungs-Dienstleistungen zu konzipieren, die die Bemühungen der einzelnen Banken um eine Risikoreduzierung unterstützen würden. Die G10-Zentralbanken sind der Auffassung, daß solche Dienstleistungen am besten vom privaten und nicht vom öffentlichen Sektor erbracht werden sollten. Drittens wird den Zentralbanken empfohlen, rasche Fortschritte im privaten Sektor zu fördern. Jede G10-Zentralbank wird – gegebenenfalls in Zusammenarbeit mit den zuständigen Aufsichtsbehörden – festlegen, wie der private Sektor an ihrem Inlandsmarkt am besten zu ausreichenden Initiativen motiviert werden kann. Außerdem werden die Zentralbanken dort, wo dies angemessen und machbar ist, bestimmte wesentliche Verbesserungen des inländischen Zahlungsverkehrssystems durchzusetzen suchen und über sonstige Schritte zur Unterstützung der Bemühungen des privaten Sektors um Risikominderung nachdenken. Denn es dürfte notwendig sein, daß die Behörden einzelne Banken sowie Gruppen des Bankgewerbes zu Maßnahmen bewegen und mit diesen Gruppen zusammenarbeiten, wenn rasche marktweite Fortschritte erzielt werden sollen.

Der Ausschuß untersuchte im Laufe des Jahres noch mehrere andere Themen, u.a. die Verwendung der Besicherung zur Erhöhung der Sicherheit von Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen, den Betrieb von in Echtzeit arbeitenden Brutto-Abwicklungssystemen (RTGS-Systemen), die Clearing- und Abwicklungseinrichtungen für börsengehandelte Derivate und die neuesten Tendenzen im Massenzahlungsverkehr. Was das letztgenannte Thema betrifft, diskutierte der Ausschuß die jüngsten Entwicklungen beim elektronischen Geld und die möglichen Auswirkungen der neuen Produkte auf die Geldpolitik. Der Begriff „elektronisches Geld“ deckt eine Reihe neuer bzw. geplanter elektronischer Zahlungsmittel ab, die im allgemeinen für den Massenverkehr bestimmt sind; dazu gehören sowohl Kartensysteme (die „elektronischen Geldbörsen“ oder Mehrzweck-Wertkarten) als auch auf Computernetzen oder Software basierende Systeme (insbesondere verschiedene Vorschläge für das Angebot nichtstandardisierter Zahlungsverkehrsdienstleistungen über Computernetze wie das Internet). Im November 1995 gaben die G10-Zentralbankpräsidenten eine Untersuchung in Auftrag, die sich mit mehreren Punkten beschäftigen soll: den Konsequenzen von elektronischem Geld für die Geldpolitik und für den Gewinn aus der Notenausgabe, den Sicherheitsaspekten der Systeme, etwaigen Problemen im Gesetzesvollzug, dem rechtlichen und vertraglichen Rahmen für die Entwicklung der neuen Dienstleistungen sowie Fragen im Zusammenhang mit den verschiedenen Kategorien von Anbietern solcher neuen Produkte. Diese Arbeiten werden von einer Reihe spezialisierter Arbeitsgruppen der G10-Zentralbanken durchgeführt.

Im Anschluß an die Veröffentlichungen über Lieferung gegen Zahlung in Wertpapierabwicklungssystemen und über die grenzüberschreitende Abwicklung von Wertpapiergeschäften wurde die Erarbeitung eines Rahmenkonzepts bzw. einer Checkliste für Informationen in Angriff genommen, um zu einem besseren Verständnis der Risiken in Wertpapierabwicklungssystemen zu gelangen und eine größere Offenlegung zu erreichen. Im April 1996 wurde eine Arbeitsgruppe mit Teilnehmern aus dem öffentlichen und dem privaten Sektor von Industrieländern und aufstrebenden Volkswirtschaften gebildet; sie soll einen Fragenkatalog erarbeiten, mit dessen Hilfe ein Protokoll zur Überprüfung des Betriebs eines Abwicklungssystems und der Verteilung der direkten und indirekten Risiken erstellt werden kann.

Der Ausschuß vertiefte auch noch in anderer Weise seine Zusammenarbeit mit Zentralbanken von Ländern außerhalb der Zehnergruppe und der Europäischen Union. Gemeinsam mit der BIZ organisierte er Seminare über Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme mit verschiedenen Regionalgruppen von Zentralbanken und bezog in seine Veröffentlichungen über nationale Zahlungsverkehrssysteme weitere Länder ein (im Februar 1996 wurde im Rahmen der als „Rotes Buch“ bekannten Reihe ein Handbuch über Saudi-Arabien veröffentlicht). Nicht zuletzt wurde auch die Zusammenarbeit mit dem Basler Ausschuß für Bankenaufsicht und der IOSCO fortgesetzt.

Die Koordinationsdienste für Zentralbanken und Internationale Organisationen halfen erneut bei der Koordinierung der Schulung und technischen Hilfe, die eine beträchtliche Anzahl Zentralbanken den Währungsbehörden der osteuropäischen Länder, der GUS-Republiken und der asiatischen Reformländer leisteten. Da in Mittel- und Osteuropa schon große Fortschritte erzielt wurden, liegt der



Schwerpunkt nun auf dem Ausbau der Zusammenarbeit mit den Zentralbanken der asiatischen Reformländer und einer besseren Koordinierung der technischen Hilfe für die GUS-Republiken. Vertreter der Zentralbanken Mittel- und Osteuropas und der GUS-Republiken treffen sich jährlich in der BIZ zum Gedankenaustausch.

Ferner nahm die Bank aktiv an der Arbeit des Joint Vienna Institute (JVI) teil, das 1992 zur Schulung von Beamten aus Reformländern gegründet worden war. Bis Ende 1995 waren die Kurse des JVI von über 4 500 Teilnehmern aus 31 Ländern besucht worden. Die BIZ hat Seminare über bestimmte Aufgabenbereiche der Zentralbanken organisiert, u.a. über Geldpolitik, Bankenaufsicht, Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme, Rechtsfragen und Verwaltung der Währungsreserven.

Angesichts des raschen Übergangs zu netzwerkgestützten EDV-Systemen diskutierte der Ausschuß der EDV-Fachleute über die Notwendigkeit, die EDV-Abteilungen der Zentralbanken anzupassen und die Beziehungen zwischen EDV-Mitarbeitern und Anwendern neu zu gestalten. Ferner untersuchte er, vor allem unter dem Aspekt der Datensicherheit, die Auswirkungen der zunehmenden Einführung von Client-Server-Konfigurationen und Unix-Systemen. Außerdem prüfte der Ausschuß Sicherheitsfragen bei Zentralbankanschlüssen an das Internet, das immer häufiger für den Informationsaustausch, den Zugriff auf externe Datenbanken und die Veröffentlichung eigener Daten der Zentralbanken benutzt wird. Im Zusammenhang mit der oben erwähnten Untersuchung des Ausschusses für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme über elektronisches Geld setzte der Ausschuß der EDV-Fachleute eine Studiengruppe zur Überprüfung der Sicherheit elektronischer Geldsysteme ein. Diese Gruppe hat bereits eine genaue Analyse der wichtigsten elektronischen Geldsysteme in Europa und den USA durchgeführt.

Die Expertengruppe für Fragen monetärer und ökonomischer Datenbanken behandelte eine Reihe von strategischen und technischen Fragen zur Zukunft der Datenbankdienste der BIZ; dazu gehörten auch die wegen des Jahres 2000 erforderlichen Änderungen der EDV-Software, die Ausweitung des Teilnehmerkreises auf Länder außerhalb der Zehnergruppe und der Europäischen Union sowie der Ausbau der Einrichtungen für einen umfassenderen Informationsaustausch unter den Zentralbanken, in den nicht nur Statistiken, sondern auch Dokumente einbezogen werden. Allgemein wurde sehr befürwortet, daß die BIZ weiterhin als Zentrum eines elektronischen Informationsaustausches unter den Zentralbanken fungieren soll. Es wurde vereinbart, Arbeitsgruppen einzusetzen, um die strategischen und technischen Fragen im Zusammenhang mit einer Verstärkung dieser Rolle zu prüfen. Darüber hinaus erörterte die Expertengruppe Fragen über die derzeitige EDV-Anwendung durch Volkswirte und Statistiker in den Zentralbanken sowie Entwicklungen bei den Datenübermittlungsstandards.

Die Mitarbeiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung führten ebenfalls mehrere Forschungsprojekte in für die Zentralbanken relevanten Bereichen durch, insbesondere über monetäre Aspekte und Finanzfragen, die für die Umsetzung der Geldpolitik wichtig sind. Ein Schwerpunkt dieser Forschungstätigkeit waren die Ursachen und Folgen von Volatilitätsänderungen der Preise von Vermögenswerten. Ein weiterer war der Informationsgehalt der Preise von Vermögenswerten, vor allem der Zinssätze und Optionspreise, einschließlich ihres Nutzens als Indikatoren für die Geldpolitik.

## 2. Die Bank als Agent und Treuhänder

Im vergangenen Jahr übte die Bank weiterhin verschiedene Aufgaben als Agent und Treuhänder im Zusammenhang mit internationalen Zahlungsausgleichsfunktionen aus.

### *Agent des Verrechnungs- und Saldenausgleichssystems für private ECU*

Seit Oktober 1986 ist die Bank als Agent des Verrechnungs- und Saldenausgleichssystems für private ECU tätig; diese Tätigkeit ist durch sukzessive Vereinbarungen zwischen der ECU Banking Association (EBA) in Paris und der BIZ geregelt worden, deren jüngste am 15. September 1993 unterzeichnet wurde und in Kraft trat. Aufbau und Funktionsweise dieses Clearingsystems sind im 56. Jahresbericht vom Juni 1986 beschrieben. Im Berichtszeitraum erhielten zwei weitere Banken von der EBA den Status einer Clearingbank und traten dem System Anfang 1996 bei. Die Zahl der ECU-Clearingbanken erhöhte sich somit auf 47.

### *Treuhänder für internationale Staatsanleihen*

Die Bank erfüllte wiederum bestimmte Aufgaben als Treuhänder im Zusammenhang mit den Fundierungsschuldverschreibungen 1990–2010 aus der Dawes- und der Young-Anleihe, die von der Regierung der Bundesrepublik Deutschland gemäß dem Londoner Abkommen über deutsche Auslandsschulden vom 27. Februar 1953 begeben wurden. Einzelheiten zu diesen Anleihebegebungen, den Aufgaben der Bank und der Ernennung der europäischen Umtausch- und Zahlungsagenten finden sich im 63. Jahresbericht vom Juni 1993, S. 225ff.

Die Deutsche Bundesbank als Zahlungsagent für sämtliche stückelosen Schuldverschreibungen aller Tranchen der Dawes- und der Young-Anleihe teilte der Bank mit, daß sie am 3. April und 3. Oktober 1995 rund DM 7 Mio. an fälligen Zinsen sowie Zinsrückständen an die Inhaber der Schuldverschreibungen ausbezahlt hat. Die neu berechneten Einlösungswerte und Umrechnungsfaktoren für die genannten Zinsfälligkeiten wurden von der Bundesschuldenverwaltung im Bundesanzeiger veröffentlicht.

Hinsichtlich der Anwendung der Währungssicherungsklausel der Young-Anleihe durch die Bundesschuldenverwaltung hat die Bank erneut ihre früheren Vorbehalte geltend gemacht, die im 50. Jahresbericht vom Juni 1980 (S. 177ff.) dargelegt wurden und die sich auch auf die Fundierungsschuldverschreibungen 1990–2010 erstrecken. Den Umtausch-/Zahlungsagenten wurde geraten, entsprechende Vorsorgemaßnahmen zu treffen, um die Rechte der Schuldverschreibungsinhaber zu schützen. Weitere Einzelheiten finden sich in einer vor kurzem auf Ersuchen der BIZ im Bundesanzeiger Nr. 183 vom 27. September 1995 (S. 10 755) veröffentlichten Bekanntmachung.

### *Pfandhalter für brasilianische Anleihen*

Gemäß zweier Pfandbestellungsvereinbarungen vom 15. April 1994 ist die BIZ als Pfandhalter mit dem Halten und der Anlage von Sicherheiten betraut, die zugunsten der Inhaber bestimmter US-Dollar-Anleihen gestellt wurden. Diese Anleihen haben eine Laufzeit von 15 oder 30 Jahren und wurden von Brasilien im Rahmen der im November 1993 abgeschlossenen Umschuldungsvereinbarungen ausgegeben.



### 3. Finanzhilfe für Zentralbanken

Neben der einigen Zentralbanken auf bilateraler Basis gewährten Hilfe koordinierte die BIZ im abgelaufenen Geschäftsjahr zwei internationale Finanzhilfeprogramme.

Wie schon im letzten Jahr berichtet, stellte die BIZ eine kurzfristige Kreditfazilität bis höchstens US-\$ 10 Mrd. zugunsten des Banco de México bereit, für die eine Gruppe von Mitgliedszentralbanken Garantie leistete. Diese Fazilität trat am 15. März 1995 in Kraft und wurde zunächst für rund drei Monate gewährt. Anfang Juni wurde sie verlängert, und am 1. September 1995 lief sie aus.

Am 28. April 1995 gewährte die BIZ dem Banco Central de la República Argentina einen Überbrückungskredit bis höchstens US-\$ 1 Mrd., für den eine Gruppe von Mitgliedszentralbanken Garantie leistete. Diese Fazilität wurde in sechs Tranchen zur Verfügung gestellt, um verschiedene Auszahlungen im Rahmen von Krediten der Weltbank und der Inter-American Development Bank vorzufinanzieren. Die Fazilität erlosch am 30. September 1995.

### 4. Die Tätigkeit der Bankabteilung

#### *Passiva*

##### *Aktienkapital und Reserven*

Das genehmigte Kapital der Bank blieb unverändert auf GFr. 1500 Mio., ebenso das begebene Kapital, das aus 473 125 zu 25% eingezahlten Aktien besteht. Infolgedessen beträgt das eingezahlte Kapital der Bank unverändert

GFr. 295 703 125

Die Reserven der Bank betragen insgesamt  
vor Zuweisung des Reingewinns des Geschäftsjahres.

GFr. 1 655 483 397

##### *Fremdmittel*

In den Fremdmitteln der BIZ spiegelt sich in erster Linie ihre Rolle als Bank der Zentralbanken wider. Die BIZ bietet Zentralbanken und internationalen Finanzorganisationen Bankdienstleistungen an und unterstützt die Zentralbanken bei der Verwaltung ihrer Devisenreserven. Im vergangenen Geschäftsjahr konnte die BIZ erneut ihren Einlegerkreis erweitern; diesem gehören nun über 100 Zentralbanken und internationale Finanzorganisationen aus aller Welt an.

Am 31. März 1996 hielten Zentralbanken Gold- und Währungseinlagen von insgesamt GFr. 51 138 Mio. (Vorjahr: GFr. 58 012 Mio). Obwohl sich Wechselkursveränderungen negativ auf den Gesamtbetrag der Einlagen auswirkten, war der verzeichnete Rückgang von GFr. 6 874 Mio. hauptsächlich auf eine Verringerung der Währungseinlagen zurückzuführen.

Der auf Einlagen von Zentralbanken entfallende Anteil der gesamten Fremdmittel ging 1995/96 erneut geringfügig zurück, von 95% im Vorjahr auf 94,2% (Ende März 1994: 96,7%). Dementsprechend stieg der Anteil der anderen Einleger im Berichtsjahr von 5% auf 5,8% und betrug GFr. 3 133 Mio., verglichen mit

GFr. 3 079 Mio. am 31. März 1995. Dieser Anstieg ist neuen Einlagen verschiedener internationaler Organisationen zuzuschreiben.

Eine bedeutende Entwicklung im vergangenen Geschäftsjahr war der beträchtliche Rückgang der Einlagen in US-Dollar und – in geringerem Ausmaß – in ECU, Yen und Pfund Sterling; hingegen nahmen die DM-Einlagen im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr zu. Der Anteil der D-Mark an den gesamten Fremdmitteln in Währungen betrug daher am 31. März 1996 32,8% (Vorjahr: 22,2%), der des US-Dollars sank auf 52,3% (Vorjahr: 61,1%).

Am 31. März 1996 entfielen auf Einlagen mit einer Restlaufzeit von bis zu 3 Monaten 95,1% der gesamten Währungseinlagen (Vorjahr: 98,4%).

Die Goldeinlagen nahmen erneut zu; am 31. März 1996 betrug ihr Anteil an den gesamten Fremdmitteln 7,8% (1995: 6,8%; 1994: 6,6%).

### *Aktiva*

Entsprechend der Rolle der BIZ als Bank der Zentralbanken ist ihre Anlagepolitik auf Wahrung höchstmöglicher Sicherheit und Liquidität ausgerichtet. Der Großteil der von Zentralbanken bei der BIZ gehaltenen Währungsreserven muß kurzfristig verfügbar sein, so daß die Bank bei der Anlage dieser Mittel ihr Augenmerk vor allem auf einen hohen Grad an Liquidität richtet. Ebenso wichtig ist, daß die Bank ihre Geschäfte in sehr konservativer und vorsichtiger Weise führt, um die Sicherheit der ihr anvertrauten Einlagen zu gewährleisten. Kreditrisiko, Fristentransformation und Wechselkursrisiko werden genau überwacht und soweit wie möglich reduziert. Ein Teil der Fremdmittel der Bank ist in Form von Einlagen bei erstklassigen Geschäftsbanken von internationalem Ruf am Markt angelegt. Für einen weiteren beträchtlichen Teil werden kurzfristige handelsfähige Wertpapiere erworben, u.a. Schatzwechsel. Die eigenen Mittel der Bank werden hauptsächlich in Gold oder in Staatspapieren der bedeutendsten Industrieländer angelegt.

Die Währungsaktiva betragen am 31. März 1996 GFr. 53 584 Mio. und verzeichneten damit gegenüber dem Vorjahr einen Rückgang von GFr. 6 709 Mio., hauptsächlich wegen einer entsprechenden Verringerung der Zentralbankeinlagen im Berichtsjahr.

Seit einigen Jahren verwendet die Bank bestimmte derivative Instrumente, im wesentlichen um ihre eigenen Mittel effizienter zu verwalten und Risiken bei den Fremdmitteln abzusichern. Sie konzentriert sich dabei auf Derivate der „ersten Generation“, wie Futures, Forward Rate Agreements sowie Währungs- und Zinsswaps. Optionen setzt die Bank nur in sehr begrenztem Umfang ein.

## 5. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1996 abgelaufene 66. Geschäftsjahr schloß mit einem Geschäftsertrag von GFr. 187 937 032 (Vorjahr: GFr. 170 539 274). Maßgebend für die Gewinnsteigerung waren vor allem die höheren Erträge aus der Anlage der Eigenmittel der Bank. Diese wurden durch einen Rückgang der Einnahmen aus den Geschäften mit Fremdmitteln teilweise wieder aufgezehrt; die Hauptursache war die Abnahme der Bilanzsumme gegenüber dem sehr hohen Niveau von 1994/95.



Der Geschäftsertrag ergibt sich nach Abzug von GFr. 66 347 998 für Verwaltungskosten; gegenüber dem Vorjahresbetrag von GFr. 58 739 784 entspricht das einem Zuwachs von 13%. In diesem Anstieg schlägt sich der Durchschnittswert des Schweizer Frankens gegenüber dem Goldfranken während des Jahres nieder; dieser war beträchtlich höher als im Vorjahr. In Schweizer Franken – der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank anfallen – betrug der Zuwachs der Kosten knapp 2%.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, GFr. 3 529 792 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und GFr. 3 073 940 der Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung zuzuweisen; Zweck der letzteren sind die Deckung der Kosten für den Unterhalt der Bankgebäude und die Finanzierung der laufenden Investitionsvorhaben. Nach diesen Zuweisungen beträgt der Reingewinn GFr. 181 333 300, verglichen mit GFr. 162 408 716 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. 181 333 300 wie folgt zu verwenden:

- i) GFr. 53 333 300 zur Zahlung einer Dividende von SFr. 260 je Aktie;
- ii) GFr. 38 400 000 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
- iii) GFr. 3 000 000 zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds;
- iv) GFr. 86 600 000, 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 1996 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1996 im Aktienregister der Bank eingetragen sind.

Die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung einschließlich der Anmerkungen dazu sowie eine Aufstellung über die Veränderung der Reserven der Bank finden sich am Ende dieses Berichts. Der Rechnungsabschluß wurde von der Gesellschaft Price Waterhouse geprüft, die bestätigt hat, daß die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung sowie die Anmerkungen dazu eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäfts- und Ertragslage der Bank am 31. März 1996 geben. Der Bericht der Buchprüfer folgt unmittelbar auf den Rechnungsabschluß.

## 6. Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion

Der Verwaltungsrat beschloß im Mai 1996, die am 31. Dezember 1996 ablaufende Amtszeit von W.F. Duisenberg als Vorsitzender des Verwaltungsrats und Präsident der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich bis zum 30. Juni 1997 zu verlängern.

Markus Lusser gab Ende April 1996 sein Amt als Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank und damit auch seinen Sitz im Verwaltungsrat der BIZ ab. Bei der Sitzung vom 15. April 1996 wählte der Verwaltungsrat Hans Meyer, der Markus Lusser als Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank nachfolgt, zum Mitglied des Verwaltungsrats für den noch nicht abgelaufenen Teil der Amtszeit von Markus Lusser, d.h. bis zum 31. März 1998. Urban Bäckström wurde für eine weitere Amtsdauer von drei Jahren bis zum 31. März 1999 als Mitglied des Verwaltungsrats bestätigt.

Lord Kingsdown wurde gemäß Artikel 27(2) der Statuten ab Mai 1996 wieder in den Verwaltungsrat berufen.

Im Januar 1996 endete die Amtszeit von Alan S. Blinder als Mitglied des Board of Governors des Federal Reserve System, und er gab sein Amt als Stellvertreter von Alan Greenspan ab. Jean-Claude Trichet ernannte im März 1996 Jean-Pierre Patat zu seinem Stellvertreter.

Was die Direktion der Bank anbelangt, so trat Rémi Gros, Stellvertretender Generaldirektor, Ende Dezember 1995 in den Ruhestand. Sein Nachfolger ist André Icard. Jean-Claude Dagassan, Beigeordneter Direktor, trat Ende Mai 1996 in den Ruhestand.

---

Die Bank erfuhr mit tiefem Bedauern vom Tod des Rt. Hon. Lord O'Brien of Lothbury am 24. November 1995. Lord O'Brien war von Juli 1966 bis Juni 1973 Gouverneur der Bank of England und Ex-officio-Mitglied des Verwaltungsrats der BIZ. Von Juni 1974 bis Juni 1983 war er gewähltes Mitglied und von März 1979 bis Juni 1983 Stellvertretender Vorsitzender des Verwaltungsrats der BIZ.



# Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung

vom 31. März 1996

# Bilanz vom 31. März 1996

(in Goldfranken, s. Anmerkung 2a zum Jahresabschluß)

1995	Aktiva	1996
	<b>Gold</b>	
4 373 392 132	Barren	4 364 194 019
<u>541 851 346</u>	Terminguthaben und Kredite	<u>637 302 466</u>
4 915 243 478		5 001 496 485
9 758 370	Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	9 761 421
5 520 274 016	Schatzwechsel	4 105 690 444
	<b>Terminguthaben und Kredite in Währungen</b>	
36 127 056 275	bis zu 3 Monaten	29 998 320 757
<u>6 351 633 262</u>	von mehr als 3 Monaten	<u>7 329 811 023</u>
42 478 689 537		37 328 131 780
	<b>Staats- und andere Wertpapiere</b>	
5 947 524 799	bis zu 3 Monaten	3 539 879 228
<u>6 336 795 537</u>	von mehr als 3 Monaten	<u>8 600 477 193</u>
12 284 320 336		12 140 356 421
19 235 740	Verschiedenes	32 771 184
1	Land, Gebäude und Geschäftsausstattung	1
<u>65 227 521 478</u>		<u>58 618 207 736</u>



Nach Verwendung des Reingewinns		Vor Verwendung des Reingewinns	Nach Verwendung des Reingewinns
1995	Passiva	1996	
295 703 125	Eingezahltes Kapital	295 703 125	295 703 125
1 655 483 397	Reserven	1 655 483 397	1 783 483 397
	Einlagen (Gold)		
4 042 312 303	auf Sicht	4 079 409 773	4 079 409 773
63 254 613	bis zu 3 Monaten	42 095 720	42 095 720
51 403 302	von mehr als 3 Monaten	123 463 527	123 463 527
4 156 970 218		4 244 969 020	4 244 969 020
	Einlagen (Währungen)		
1 471 201 653	auf Sicht	1 129 229 959	1 129 229 959
54 565 114 719	bis zu 3 Monaten	46 437 189 005	46 437 189 005
898 141 686	von mehr als 3 Monaten	2 459 422 087	2 459 422 087
56 934 458 058		50 025 841 051	50 025 841 051
271 008 944	Pensionssystem des Personals	283 079 270	283 079 270
1 860 489 020	Verschiedenes	1 931 798 573	1 931 798 573
	Gewinn- und Verlustrechnung	181 333 300	
53 408 716	Dividende, zahlbar am 1. Juli		53 333 300
65 227 521 478		58 618 207 736	58 618 207 736

# Gewinn- und Verlustrechnung

für das am 31. März 1996 abgeschlossene Geschäftsjahr  
(in Goldfranken)

	1995	1996
Zins- und Diskontertrag, sonstige Geschäftseinnahmen	3 919 399 762	3 692 892 528
Abzüglich: Zins- und Diskontaufwand	3 690 120 704	3 438 607 498
Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen	229 279 058	254 285 030
Abzüglich: Verwaltungskosten		
Verwaltungsrat	1 167 611	1 460 882
Direktion und Personal	40 207 740	46 568 445
Geschäfts- und Bürokosten	17 364 433	18 318 671
	58 739 784	66 347 998
Geschäftsertrag	170 539 274	187 937 032
Abzüglich: Zuweisungen an		
Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten	3 389 388	3 529 792
Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung	4 741 170	3 073 940
	8 130 558	6 603 732
Reingewinn für das Geschäftsjahr	162 408 716	181 333 300
Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn für das am 31. März 1996 abgeschlossene Geschäftsjahr in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:		
Dividende: 260 Schweizer Franken auf 473 125 Aktien (1995: 250 Schweizer Franken)	53 408 716	53 333 300
	109 000 000	128 000 000
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	32 700 000	38 400 000
	76 300 000	89 600 000
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds	3 000 000	3 000 000
	73 300 000	86 600 000
Zuweisung an den Freien Reservefonds	73 300 000	86 600 000
	73 300 000	86 600 000
	—	—
	—	—



# Veränderung der Reserven der Bank

während des am 31. März 1996 abgeschlossenen Geschäftsjahres  
(in Goldfranken)

## I. Zusammensetzung der Reserven nach Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1995/96

	Gesetzlicher Reservefonds	Allgemeiner Reservefonds	Besonderer Dividenden- Reservefonds	Freier Reservefonds	Reservefonds insgesamt
Stand am 1. April 1995 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 1994/95	30 070 313	764 916 157	53 530 055	806 966 872	1 655 483 397
Zuzüglich: Zuweisung in bezug auf das Geschäftsjahr 1995/96	—	38 400 000	3 000 000	86 600 000	128 000 000
Stand am 31. März 1996 laut Bilanz	30 070 313	803 316 157	56 530 055	893 566 872	1 783 483 397

## II. Dem eingezahlten Kapital und den Reservefonds per 31. März 1996 (nach Gewinnverwendung) standen gegenüber:

	Eingezahltes Kapital	Reservefonds	Kapital und Reserven zusammen
Nettoaktiva			
Gold	295 703 125	366 179 267	661 882 392
Währungen	—	1 417 304 130	1 417 304 130
Stand am 31. März 1996 laut Bilanz	295 703 125	1 783 483 397	2 079 186 522

# Anmerkungen zum Jahresabschluß

für das am 31. März 1996 abgeschlossene Geschäftsjahr

## 1. Einleitung

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) ist eine internationale Finanzorganisation, die im Rahmen der Haager Abkommen vom 20. Januar 1930 gegründet wurde. Sie hat ihren Sitz in Basel, Schweiz. Gemäß Artikel 3 der Statuten sind die Aufgaben der BIZ: die Zusammenarbeit der Zentralbanken zu fördern, neue Möglichkeiten für internationale Finanzgeschäfte zu schaffen und als Treuhänder (Trustee) oder Agent bei internationalen Zahlungsgeschäften zu wirken. Derzeit sind 32 Zentralbanken Mitglieder der Bank; sie üben die Vertretungs- und Stimmrechte bei der Generalversammlung im Verhältnis zu der Anzahl der in ihrem Land begebenen BIZ-Aktien aus. Der Verwaltungsrat der Bank setzt sich aus den Präsidenten der Zentralbanken von Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Kanada, den Niederlanden, Schweden, der Schweiz, den USA und dem Vereinigten Königreich zusammen; dazu werden sechs weitere Mitglieder aus diesen Ländern ernannt.

Der Abschluß für das Geschäftsjahr 1995/96 wird in überarbeiteter Form vorgelegt, die vom Verwaltungsrat gemäß Artikel 49 der Statuten der Bank genehmigt wurde. Die Neuerungen betreffen nur die Darstellung und beeinträchtigen die Vergleichbarkeit mit den Zahlen des Vorjahres nicht.

## 2. Wesentliche Rechnungslegungsverfahren

### a) *Recheneinheit und Währungsumrechnung*

Die Recheneinheit der Bank ist der Goldfranken, der US-\$ 1,941 49... entspricht. Nach Artikel 4 der Statuten der Bank entspricht der Goldfranken (abgekürzt GFr.) 0,290 322 58... Gramm Feingold. Bilanzposten, die Goldforderungen entsprechen, werden auf der Grundlage des Feingewichts in Goldfranken umgerechnet. Bilanzposten in US-Dollar werden auf der Grundlage eines Goldpreises von US-\$ 208 je Unze Feingold in Goldfranken umgerechnet (dieser Preis wurde vom Verwaltungsrat der Bank 1979 festgelegt und ergibt einen Umrechnungsfaktor von 1 Goldfranken = US-\$ 1,941 49...). Auf andere Währungen lautende Bilanzposten werden zu den am Bilanzstichtag geltenden Kassamarktkursen in US-Dollar umgerechnet und die entsprechenden US-Dollar-Beträge in Goldfranken.

Wechselkursdifferenzen, die sich aus der Umrechnung von auf andere Währungen als US-Dollar lautenden Aktiva und Passiva ergeben, werden über das Währungsumrechnungskonto verbucht, das im Passivposten „Verschiedenes“ enthalten ist.

Der Nettobetrag, der sich aus Wechselkursdifferenzen bei der Umrechnung



von Devisentermingeschäften und Swaps ergibt, ist im Aktiv- oder Passivposten „Verschiedenes“ enthalten.

b) *Bewertungsgrundlage und Ermittlung des Ergebnisses*

Wenn nicht anders angegeben, wird die Bilanz der Bank auf der Basis der Einstandswerte erstellt; Ertrags- und Aufwandsposten werden nach dem Prinzip der Periodenabgrenzung verbucht. Gewinne und Verluste werden monatlich ermittelt und zu den jeweils am Monatsende geltenden Kassamarktkursen in US-Dollar und dann wie oben beschrieben in Goldfranken umgerechnet; die so ermittelten Monatsergebnisse werden für das Jahr vorge tragen.

Gewinne und Verluste aus Verkäufen von Wertpapieren des Anlagebestandes werden über das Wertpapierausgleichskonto verbucht, das im Passivposten „Verschiedenes“ enthalten ist. Gewinne auf diesem Konto werden über einen Zeitraum über die Gewinn- und Verlustrechnung amortisiert, der der durchschnittlichen Restlaufzeit des Wertpapieranlageportefeuilles der Bank entspricht; ein Nettoverlust am Jahresende würde unverzüglich der Gewinn- und Verlustrechnung belastet.

c) *Gold*

Aktiva und Passiva in Gold werden auf der Grundlage ihres Feingewichts ausgewiesen.

d) *Schatzwechsel; Staats- und andere Wertpapiere*

Schatzwechsel sowie Staats- und andere Wertpapiere, deren wirtschaftliche Eigentümerin die Bank ist, werden zum Einstandswert gegebenenfalls zuzüglich aufgelaufener Zinsen angegeben, berichtigt um die Amortisierung von Agios oder Disagios bis zur Fälligkeit. Diese Amortisierung ist in den Zins- und Diskonterträgen enthalten.

Wertpapiere in den beiden genannten Posten, die im Rahmen von Pensionsgeschäften erworben werden, werden zu dem Betrag ausgewiesen, der der Gegenpartei ausgezahlt wurde, zuzüglich aufgelaufener Zinsen.

e) *Terminguthaben und Kredite in Währungen*

Terminguthaben und Kredite werden zu ihrem Nominalwert zuzüglich aufgelaufener Zinsen ausgewiesen.

f) *Land, Gebäude und Geschäftsausstattung*

Diese werden zum Wert von 1 Goldfranken ausgewiesen. Investitionen für Land, Gebäude oder Geschäftsausstattung werden der Rückstellung für Bauvorhaben oder der Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung belastet.

g) *Einlagen*

Einlagen sind Buchforderungen gegen die Bank und werden zu ihrem Nominalwert zuzüglich aufgelaufener Zinsen ausgewiesen. Bestimmte Forderungen werden mit einem Disagio auf den bei Fälligkeit der Einlage

zahlbaren Betrag ausgegeben; in diesen Fällen erfolgt die Verbuchung wie bei den von der Bank gehaltenen Wertpapieren mit festem Rückzahlungstermin (s. oben, Titel d).

*h) Pensionssystem des Personals*

Das Pensionssystem des Personals stellt die Verpflichtung der Bank gegenüber derzeitigen Personalmitgliedern und Pensionären dar; der Betrag wird aufgrund jährlicher versicherungsmathematischer Empfehlungen ermittelt.

*i) Rückstellungen*

*i) Allgemeine Rückstellungen*

Der Verwaltungsrat weist jedes Jahr einen Betrag einer Rückstellung für Risiken im Bankgeschäft und andere Eventualfälle zu; diese Rückstellung ist im Passivposten „Verschiedenes“ enthalten.

*ii) Zweckbestimmte Rückstellungen*

Der Verwaltungsrat kann aus dem Geschäftsgewinn der Bank jährlich Zuweisungen an folgende Rückstellungen vornehmen:

1. Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten
2. Rückstellung für Bauvorhaben
3. Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung

Die Zuweisungen an die zweckbestimmten Rückstellungen werden in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen; die nicht verwendeten Beträge dieser Rückstellungen sind im Passivposten „Verschiedenes“ enthalten.

*j) Außerbilanzielle Posten*

*i) Derivate*

Im Rahmen ihres normalen Geschäfts tätigt die Bank außerbilanzielle Finanztransaktionen, u.a. Devisentermingeschäfte, Währungs- und Zinsswaps, Forward Rate Agreements, Futures und Optionen. Diese Instrumente werden zur Absicherung der Zins- und Währungsrisiken bei Aktiva und Passiva sowie zur Steuerung der Laufzeit ihrer liquiden Aktiva eingesetzt. Bei der Beurteilung von außerbilanziellen Engagements wendet die Bank dieselben Bonitätskriterien an wie bei allen anderen Anlagen.

*ii) Treuhandgeschäfte*

Treuhandgeschäfte werden nicht in der Bilanz ausgewiesen, da sie zwar im Namen der Bank, aber im Auftrag und auf Gefahr von Kunden ausgeführt werden. Zu diesen Geschäften gehören das für Rechnung von verschiedenen Einlegern verwahrte Gold sowie die Verwahrung von Wechseln und sonstigen Wertpapieren für Zentralbanken und andere Einleger.



# Anmerkungen zur Bilanz

für das am 31. März 1996 abgeschlossene Geschäftsjahr

## 1. Goldbestände

Die Goldbestände der Bank setzten sich wie folgt zusammen:

Aktiva	1995	1996
Bei Zentralbanken gehaltene Goldbarren	4 373 392 132	4 364 194 019
Termineinlagen in Gold:		
bis zu 3 Monaten	282 781 538	236 533 897
von mehr als 3 Monaten	259 069 808	400 768 569
	<u>4 915 243 478</u>	<u>5 001 496 485</u>

Die eigenen Goldbestände der Bank betragen GFr. 661 882 392, was 192 Tonnen Feingold entsprach (1995: GFr. 661 881 612; 192 Tonnen).

Das für Rechnung von Kunden verwahrte Gold ist in der Bilanz nicht ausgewiesen; dieser Posten belief sich auf GFr. 982,5 Mio. (1995: 1 574,7 Mio.).

## 2. Schatzwechsel

Die Schatzwechselbestände der Bank setzten sich wie folgt zusammen:

	1995	1996
– im wirtschaftlichen Eigentum der Bank	5 483 050 016	4 105 690 444
– im Rahmen von Pensionsgeschäften gehalten	37 224 000	—
	<u>5 520 274 016</u>	<u>4 105 690 444</u>

Der Marktwert der Schatzwechselbestände im wirtschaftlichen Eigentum der Bank betrug am 31. März 1996 GFr. 4 105,8 Mio.

## 3. Staats- und andere Wertpapiere

Die Bestände der Bank an diesen Wertpapieren setzten sich wie folgt zusammen:

	1995	1996
– im wirtschaftlichen Eigentum der Bank	9 332 862 549	10 488 115 419
– im Rahmen von Pensionsgeschäften gehalten	2 951 457 787	1 652 241 002
	<u>12 284 320 336</u>	<u>12 140 356 421</u>

Der Marktwert der Wertpapierbestände im wirtschaftlichen Eigentum der Bank betrug am 31. März 1996 GFr. 10 532,7 Mio.

#### 4. Kapital

Das Aktienkapital der Bank setzt sich wie folgt zusammen:

	1995	1996
Genehmigtes Kapital		
600 000 Aktien		
zu je 2 500 Goldfranken	1 500 000 000	1 500 000 000
Begebenes Kapital: 473 125 Aktien	1 182 812 500	1 182 812 500
eingezahlt zu 25%	295 703 125	295 703 125

#### 5. Reserven

Die Reserven der Bank setzen sich wie folgt zusammen:

	1995	1996
Gesetzlicher Reservefonds	30 070 313	30 070 313
Allgemeiner Reservefonds	764 916 157	803 316 157
Besonderer Dividenden-Reservefonds	53 530 055	56 530 055
Freier Reservefonds	806 966 872	893 566 872
	<u>1 655 483 397</u>	<u>1 783 483 397</u>

Die jährlichen Zuweisungen an die verschiedenen Reservefonds sind in Artikel 51 der Statuten der Bank geregelt. Außerdem werden die zugeführten Beträge in der Tabelle „Veränderung der Reserven der Bank“ ausgewiesen.

#### 6. Einlagen

Die Goldeinlagen bei der Bank stammen ausschließlich von Zentralbanken. Die bei der Bank gehaltenen Währungseinlagen setzen sich wie folgt zusammen:

	1995	1996
Zentralbanken		
Sicht	1 401 930 963	1 060 459 178
bis zu 3 Monaten	51 969 341 951	43 770 492 278
von mehr als 3 Monaten	484 017 087	2 062 276 087
Andere Einleger		
Sicht	69 270 690	68 770 781
bis zu 3 Monaten	2 595 772 768	2 666 696 727
von mehr als 3 Monaten	414 124 599	397 146 000
	<u>56 934 458 058</u>	<u>50 025 841 051</u>



# Bericht der Buchprüfer

Bericht der Buchprüfer  
an den Verwaltungsrat und die Generalversammlung  
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel

Wir haben die beiliegende Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich einschließlich der Anmerkungen dazu geprüft. Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung sind von der Direktion der Bank in Übereinstimmung mit den Statuten und den in den Anmerkungen unter „Wesentliche Rechnungslegungsverfahren“ wiedergegebenen Bewertungsgrundsätzen erstellt worden. Gemäß den Statuten der Bank besteht unsere Aufgabe darin, auf der Grundlage der von uns durchgeführten Prüfungen eine Beurteilung der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung abzugeben und Ihnen darüber Bericht zu erstatten.

Unsere Abschlußprüfung umfaßte die stichprobenweise Prüfung von Nachweisen für die in der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung enthaltenen Zahlen und sonstigen Angaben. Wir haben alle erbetenen Auskünfte und Erklärungen erhalten, die wir benötigten, um festzustellen, daß die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung frei von wesentlichen Fehlern sind. Wir sind der Ansicht, daß die von uns durchgeführten Prüfungshandlungen eine angemessene Grundlage für die Abgabe unseres Prüfberichts bilden.

Nach unserer Auffassung sind die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, einschließlich der Anmerkungen dazu, ordnungsgemäß erstellt worden und vermitteln für das am 31. März 1996 abgeschlossene Geschäftsjahr eine angemessene und getreue Darstellung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage; damit entsprechen sie den Statuten der Bank.

Price Waterhouse AG

Ralph R. Reinertsen

Leitende Buchprüfer

Jack W. Flamson

Basel, 26. April 1996

# Fünffjahresüberblick über die Bilanz

(in Mio. Goldfranken)

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Gold</b>					
<i>Barren</i>	4 807,7	4 726,9	4 338,3	4 373,4	4 364,2
<i>Terminguthaben und Kredite</i>	459,9	413,0	579,8	541,8	637,3
	5 267,6	5 139,9	4 918,1	4 915,2	5 001,5
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	12,4	7,5	12,0	9,8	9,8
Schatzwechsel	3 623,2	2 175,4	3 510,7	5 520,3	4 105,7
Terminguthaben und Kredite in Währungen	31 588,0	41 183,9	41 370,4	42 478,7	37 328,1
Staats- und andere Wertpapiere	7 457,9	11 428,3	15 087,9	12 284,3	12 140,3
Verschiedene Aktiva	12,0	31,4	76,6	19,2	32,8
Land, Gebäude und Geschäftsausstattung	–	–	–	–	–
<b>Aktiva insgesamt</b>	<b>47 961,1</b>	<b>59 966,4</b>	<b>64 975,7</b>	<b>65 227,5</b>	<b>58 618,2</b>
<b>Eingezahltes Kapital</b>	<b>295,7</b>	<b>295,7</b>	<b>295,7</b>	<b>295,7</b>	<b>295,7</b>
<b>Reserven (nach Zuweisung des Reingewinns)</b>					
<i>Gesetzlicher Reservefonds</i>	30,1	30,1	30,1	30,1	30,1
<i>Allgemeiner Reservefonds</i>	672,8	703,1	732,2	764,9	803,3
<i>Besonderer Dividenden-Reservefonds</i>	42,5	47,5	50,5	53,5	56,5
<i>Freier Reservefonds</i>	603,1	668,8	733,7	807,0	893,6
	1 348,5	1 449,5	1 546,5	1 655,5	1 783,5
<b>Einlagen</b>					
<i>Gold</i>	4 571,2	4 367,3	4 061,1	4 157,0	4 245,0
<i>Währungen</i>	40 295,1	52 147,7	57 164,9	56 934,4	50 025,8
	44 866,3	56 515,0	61 226,0	61 091,4	54 270,8
Pensionssystem des Personals	158,3	172,1	200,2	271,0	283,1
Verschiedene Passiva	1 259,8	1 495,2	1 666,2	1 860,5	1 931,8
Dividende	32,5	38,9	41,1	53,4	53,3
<b>Passiva insgesamt</b>	<b>47 961,1</b>	<b>59 966,4</b>	<b>64 975,7</b>	<b>65 227,5</b>	<b>58 618,2</b>



# Fünffjahresüberblick über die Gewinn- und Verlustrechnung

(in Mio. Goldfranken)

Geschäftsjahr abgeschlossen am 31. März	1992	1993	1994	1995	1996
Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen	180,2	211,7	195,7	229,3	254,3
Abzüglich: Verwaltungskosten					
<i>Verwaltungsrat</i>	0,7	0,8	0,8	1,2	1,5
<i>Direktion und Personal</i>	28,3	32,2	34,1	40,2	46,6
<i>Geschäfts- und Bürokosten</i>	17,1	16,3	15,5	17,4	18,3
	46,1	49,3	50,4	58,8	66,4
Geschäftsertrag	134,1	162,4	145,3	170,5	187,9
Abzüglich: Zuweisungen an					
<i>Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten</i>	3,6	3,3	3,3	3,4	3,5
<i>Rückstellung für Bauvorhaben</i>	–	–	–	–	–
<i>Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung</i>	11,0	19,2	3,9	4,7	3,1
	14,6	22,5	7,2	8,1	6,6
Reingewinn für das Geschäftsjahr	119,5	139,9	138,1	162,4	181,3
Dividende	32,5	38,9	41,1	53,4	53,3
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	87,0	101,0	97,0	109,0	128,0
	26,1	30,3	29,1	32,7	38,4
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds	60,9	70,7	67,9	76,3	89,6
	3,0	5,0	3,0	3,0	3,0
Zuweisung an den Freien Reservefonds	57,9	65,7	64,9	73,3	86,6
	57,9	65,7	64,9	73,3	86,6
	–	–	–	–	–

## Verwaltungsrat

W.F. Duisenberg, Amsterdam  
Vorsitzender des Verwaltungsrats,  
Präsident der Bank

Carlo Azeglio Ciampi, Rom  
Stellvertretender Vorsitzender

Urban Bäckström, Stockholm  
Antonio Fazio, Rom  
Edward A.J. George, London  
Alan Greenspan, Washington  
Hervé Hannoun, Paris  
Lord Kingsdown, London  
William J. McDonough, New York  
Yasuo Matsushita, Tokio  
Hans Meyer, Zürich  
Helmut Schlesinger, Frankfurt a.M.  
Gordon G. Thiessen, Ottawa  
Hans Tietmeyer, Frankfurt a.M.  
Jean-Claude Trichet, Paris  
Alfons Verplaetse, Brüssel  
Philippe Wilmès, Brüssel

### *Stellvertreter*

Jean-Pierre Patat oder  
Armand Pujal, Paris  
Ian Plenderleith oder  
Terry R. Smeeton, London  
Jean-Jacques Rey, Brüssel  
Carlo Santini oder  
Stefano Lo Faso, Rom  
Helmut Schieber oder  
Bernd Goos, Frankfurt a.M.  
Edwin M. Truman, Washington



## Direktion

Andrew Crockett	Generaldirektor
André Icard	Beigeordneter Generaldirektor
Gunter D. Baer	Generalsekretär, Abteilungsleiter
Malcolm Gill	Leiter der Bankabteilung
William R. White	Volkswirtschaftlicher Berater, Leiter der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Marten de Boer	Direktor, Buchhaltung, Budget und ECU-Clearing
Renato Filosa	Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Mario Giovanoli	Rechtsberater, Direktor
Guy Noppen	Direktor, Generalsekretariat
André Bascoul	Stellvertretender Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Joseph R. Bisignano	Stellvertretender Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Zenta Nakajima	Stellvertretender Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Günter Pleines	Stellvertretender Direktor, Bankabteilung
Jean-Marc Andreoli	Beigeordneter Direktor, Generalsekretariat
John A. Bispham	Beigeordneter Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Paul C. Bridge	Beigeordneter Direktor, Bankabteilung
Yukio Iura	Beigeordneter Direktor, Bankabteilung
Daniel Lefort	Beigeordneter Direktor, Rechtsdienst
Alexander Radzyner	Beigeordneter Direktor, Generalsekretariat
Claude Sivy	Beigeordneter Direktor, Interne Revision
Frederik C. Musch	Generalsekretär des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht, Währungs- und Wirtschaftsabteilung

