

# **BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH**

## **SECHSUNDFÜNFZIGSTER JAHRESBERICHT**

**1. APRIL 1985 – 31. MÄRZ 1986**

**BASEL**

**9. Juni 1986**

## INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
Einleitung . . . . .	1
I. Eine günstige Bilanz . . . . .	3
II. Wirtschaftserholung und veränderter „policy mix“ . . . . .	9
<i>Schwerpunkte (S. 9); Produktion und Nachfrage (S. 10): eine Ölkrise neuer Art (S. 14); Inflation (S. 15): Rohstoff- und Einfuhrpreise (S. 17), Löhne und Lohnstückkosten (S. 18); Arbeitsmärkte in der gegenwärtigen wirtschaftlichen Erholungsphase (S. 21): Kontrast zwischen Europa einerseits und Nordamerika und Japan andererseits (S. 21), Veränderungen in der Struktur der Beschäftigung (S. 22), Rigiditäten, Reallöhne und Sachkapazitäten (S. 24), Rigiditäten am Arbeitsmarkt (S. 24), Reallöhne und Beschäftigung (S. 25), Sachkapazitäten und Arbeitslosigkeit (S. 26), Zusammenfassung (S. 28); Finanzpolitik und finanzpolitische Fragestellungen (S. 28): das Wachstum der öffentlichen Verschuldung (S. 30), Wirksamkeit der Finanzpolitik (S. 32), Koordinierung der Finanzpolitik (S. 33); das Mischungsverhältnis zwischen Finanz- und Geldpolitik (S. 34): 1985: ein Wendepunkt? (S. 34)</i>	
III. Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr . . . . .	39
<i>Schwerpunkte (S. 39); Welthandel (S. 40); wachsende außenwirtschaftliche Ungleichgewichte in den drei größten Industriestaaten (S. 43): Vereinigte Staaten (S. 43), Japan (S. 50), Deutschland (S. 53); Zahlungsbilanzentwicklung in den übrigen Ländern der Zehnergruppe (S. 55); Zahlungsbilanzentwicklung in anderen Ländergruppen (S. 59): Industrieländer außerhalb der Zehnergruppe (S. 59), Osteuropa (S. 60); Zahlungsbilanzentwicklung in den Entwicklungsländern (S. 61): Entwicklungsländer (S. 61), ölexportierende Länder des Nahen Ostens (S. 61), Staaten Lateinamerikas (S. 62), asiatische Länder (S. 63), sonstige Entwicklungsländer (S. 63), der Stand des Anpassungsprozesses in den Entwicklungsländern (S. 66)</i>	
IV. Finanzmarktentwicklung . . . . .	67
<i>Schwerpunkte (S. 67); Sparverhalten des privaten und des öffentlichen Sektors in den großen Volkswirtschaften (S. 68): Ungleichgewichte zwischen Ersparnis und Investitionen (S. 68), ausgleichende Marktmechanismen (S. 71); Portfolioverhalten und Anlagerenditen (S. 73): Forderungen und Verpflichtungen gegenüber dem Ausland (S. 73), Geldvermögensbildung, Bewertung und Portfolioverlagerungen (S. 74); Finanzmärkte im Jahr 1985 (S. 78): Zinssätze (S. 78), Aktivität auf den Aktienmärkten (S. 80), Mittelbeschaffung an den Finanzmärkten (S. 82); die Zunahme von Wertpapiertransaktionen und die Rolle institutioneller Anleger (S. 85); die veränderte Rolle unterschiedlicher finanzieller Institutionen (S. 87); neuere Probleme der finanziellen Stabilität (S. 90); Finanzinnovationen und finanzielle Stabilität – eine Bewährungsprobe für die Bankenaufsicht (S. 92)</i>	

## V. Internationale Finanzmärkte . . . . . 95

Schwerpunkte (S. 95); das Gesamtbild (S. 96); der internationale Bankensektor (S. 100): die Entwicklung der Gesamtaggregate (S. 100), Herkunft und Verwendung internationaler Bankmittel (S. 102), Ausleihungen an Länder außerhalb des Berichtsbereichs (S. 104), die Bedeutung der einzelnen Finanzplätze (S. 108), Währungsanteile im internationalen Bankgeschäft und Wachstum des ECU-Marktes (S. 110), der Konsortialkreditmarkt (S. 112); die internationalen Wertpapiermärkte (S. 113): der kurzfristige Sektor (S. 113), der langfristige Bereich (S. 115); die internationale Schuldenlage und die Baker-Initiative (S. 120)

## VI. Geldpolitik: Zwischenziele und Steuerungskonzepte . . . . . 129

Schwerpunkte (S. 129); Entwicklungen der Geldmengenpolitik (S. 130): die monetären Aggregate: Ziele und Entwicklung (S. 130), Probleme bei der zielgerechten Steuerung der monetären Gesamtgrößen (S. 134), mehr Flexibilität bei der Geldmengensteuerung (S. 137), Einbeziehung von Wechselkursen in die Geldmengenstrategie (S. 138); Alternative Strategien der Geldpolitik (S. 141): Geldpolitik mit einer ausdrücklichen Wechselkursorientierung (S. 141), geldpolitische Richtwerte für das nominale Bruttosozialprodukt und für Zinssätze (S. 144); Änderung der geldpolitischen Instrumente und Steuerungskonzepte (S. 145): neue Instrumente und Verfahren (S. 145), Gründe für die Änderungen (S. 149), flexible Steuerungsverfahren am Geldmarkt und Wechselkurse (S. 149), anhaltende Probleme der Geldmarktsteuerung (S. 152); Zwänge, denen die Geldpolitik unterliegt (S. 154)

## VII. Internationales Währungssystem . . . . . 156

Schwerpunkte (S. 156); Allgemeine Entwicklung der Wechselkurse (S. 157): Währungen mit frei schwankenden Kursen (S. 157), die Wirksamkeit der offiziellen Wechselkurspolitik (S. 164), längerfristige Aussichten und der Ruf nach Reformen (S. 167); Entwicklungen im Europäischen Währungssystem (S. 170); Goldgewinnung und Goldmarkt (S. 175); Weltwährungsreserven und internationale Liquidität (S. 178)

## VIII. Die Tätigkeit der Bank . . . . . 185

Entwicklung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen (S. 185); Verrechnungssystem für private ECU (S. 189); die Tätigkeit der Bankabteilung (S. 190): Passiva (Mittelaufkommen) (S. 191), Aktiva (Mittelverwendung) (S. 194), Goldtermingeschäfte (S. 195); der Reingewinn und seine Verwendung (S. 196); die Bank als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrags mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl (EGKS) und als Treuhänder für internationale Staatsanleihen (S. 197); Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion (S. 197)

## Schlußbemerkungen . . . . . 199

\* \* \*

Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1986

## VERZEICHNIS DER GRAFIKEN (★) UND TABELLEN

Wirtschaftserholung und veränderter „policy mix“	Seite
Veränderung des realen Bruttosozialprodukts und Beitrag seiner Komponenten . . . . .	12
Inflation in den Ländern der Zehnergruppe 1961–86 ★ . . . . .	16
Entwicklung der Verbraucherpreise . . . . .	16
Weltmarktpreise für Rohstoffe (einschl. Erdöl) 1979–86 ★ . . . . .	17
Einfuhrpreise 1981–85 ★ . . . . .	18
Lohnkosten in der Industrie und Großhandelspreise . . . . .	19
Arbeitsmarktindikatoren: USA, Japan und Europa . . . . .	21
Beschäftigungsmerkmale des Dienstleistungssektors: Ausgewählte Indikatoren . . . . .	23
Beschäftigung, Arbeitslosigkeit und Reallöhne in ausgewählten europäischen Ländern	25
Europäische OECD-Länder: Arbeitslosigkeit und Lohnquote 1965–85 ★ . . . . .	26
Indikatoren zu den Sachkapazitäten . . . . .	27
Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte . . . . .	29
Verschuldung und Zinsaufwand der öffentlichen Haushalte . . . . .	31
Ausgaben der öffentlichen Haushalte . . . . .	34
Kurz- und langfristiges reales Zinsgefälle zwischen den USA und ausgewählten Län- dern 1980–86 ★ . . . . .	36
<b>Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr</b>	
Welthandel 1982–85 ★ . . . . .	41
USA: Komponenten der Handelsbilanzveränderung (Schätzung) . . . . .	44
USA: Handelsbilanz gegenüber Ländergruppen . . . . .	46
USA: Kapitalverkehr . . . . .	47
USA: Kapitaltransaktionen über Banken . . . . .	48
USA: Regionale Verteilung der statistisch erfaßten Kapitaltransaktionen des privaten Sektors . . . . .	49
Japan: Mengen- und Preiskomponenten der Handelsbilanzveränderung (Schätzung) . .	50
Japan: Kapitalverkehr . . . . .	52
Deutschland: Mengen- und Preiskomponenten der Handelsbilanzveränderung (Schät- zung) . . . . .	53
Deutschland: Kapitalverkehr . . . . .	54
Leistungsbilanzsalden . . . . .	56
Zehnergruppe: Kapitalverkehrsstruktur . . . . .	58
Entwicklungsländer: Komponenten der Leistungsbilanzveränderungen (Schätzung) . .	62
Entwicklungsländer: Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits (Schätzung) . . . . .	64
<b>Finanzmarktentwicklung</b>	
Investitionen und Ersparnis in den USA, Japan und Deutschland 1980–85 ★ . . . . .	68
Investitionen, Ersparnis und ihre Komponenten . . . . .	70

	Seite
Forderungen und Verpflichtungen gegenüber dem Ausland . . . . .	73
Realrendite von Vermögenswerten . . . . .	75
Zusammensetzung des Portfoliovermögens des nichtfinanziellen privaten Sektors . . . .	76
Relation Verbindlichkeiten/Eigenkapital bei nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften . . .	77
Nominalzinssätze und Inflation 1980–86 ★ . . . . .	79
Reale Aktienkurse an wichtigen Börsenmärkten 1980–86 ★ . . . . .	81
Mittelbeschaffung inländischer nichtfinanzieller Schuldner . . . . .	83
Anleihebegebungen (brutto) . . . . .	86
Refinanzierung der Banken an den Wertpapiermärkten . . . . .	87

### Internationale Finanzmärkte

Trends auf den internationalen Finanzmärkten 1982–85 ★ . . . . .	96
Nettokreditvergabe auf den internationalen Märkten (Schätzung): Veränderung der Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken und internationale Wertpapieremissionen . . . . .	98
Veränderung der Auslandsaktiva der an die BIZ berichtenden Banken zu konstanten und jeweiligen Wechselkursen 1979–85 ★ . . . . .	101
Ausgewählte Merkmale des internationalen Geschäfts der an die BIZ berichtenden Banken . . . . .	102
Herkunft und Verwendung internationaler Bankmittel (Schätzung) . . . . .	103
Mittelfluß zwischen den an die BIZ berichtenden Banken und Ländergruppen außer- halb des Berichtsgebiets (Schätzung) . . . . .	105
Geschäfte der an die BIZ berichtenden Banken mit einzelnen Gruppen von Entwick- lungsländern (ohne OPEC) . . . . .	106
Entwicklung an den einzelnen Bankplätzen . . . . .	109
Währungsanteile an grenzüberschreitenden Positionen der an die BIZ berichtenden Banken . . . . .	110
Struktur des ECU-Geschäfts der Banken . . . . .	111
Internationale Finanzmarktaktivitäten nach Marktsektoren und Schuldnern . . . . .	113
Renditen ausgewählter internationaler Anleihen und Euro-Dollar-Einlagensätze 1984–86 ★ . . . . .	116
Strukturmerkmale des internationalen Anleihemarktes . . . . .	117
Schuldnergruppen auf den internationalen Anleihemärkten . . . . .	119
Entwicklung der internationalen Verschuldung der Entwicklungsländer (ohne OPEC) 1975–85 ★ . . . . .	121
Bestimmungsgründe für den Kreditbedarf der Entwicklungsländer (ohne OPEC) 1975–85 ★ . . . . .	123

### Geldpolitik: Zwischenziele und Steuerungskonzepte

Geldmengen- und Kreditaggregate: Zielvorgaben und Zuwachsraten . . . . .	130
Monetäre Gesamtgrößen: Zielvorgaben und tatsächliche Entwicklung 1985/86 ★ . . . .	132

	Seite
Veränderung von Geldmengenaggregaten, Sozialprodukt und Umlaufgeschwindigkeit	135
Geldmarktzinsen und Wechselkurse 1985/86 ★	140
Kurz- und langfristige Zinssätze und Veränderung der Verbraucherpreise: Unterschiede gegenüber Deutschland	143
Offizielle Maßnahmen zur Beeinflussung der Geldmarktbedingungen	148
Notenbankzinsen und Interbanksätze 1985/86 ★	151

## Internationales Währungssystem

Entwicklung der bilateralen Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber dem US-Dollar 1984–86 ★	158
Entwicklung der bilateralen Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber der D-Mark 1984–86 ★	159
Entwicklung der effektiven Wechselkurse ausgewählter Währungen 1980–86 ★	162
Tägliche Variabilität ausgewählter Dollarkurse	167
Bilaterale reale Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber dem US-Dollar 1976–86 ★	168
Kassakurse innerhalb des Europäischen Währungssystems 1984–86 ★	171
Entwicklung relativer Kosten und Preise im EWS 1983–86 ★	174
Weltgoldgewinnung (Schätzung)	176
Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)	177
Goldmarktpreise 1984–86 ★	178
Veränderung der Weltwährungsreserven	180
Anlagestruktur der Devisenreserven	183

## Die Tätigkeit der Bank

Ausstehende Gemeinschaftsdarlehen	189
Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf Geschäftsjahren	191
Struktur der Passiva in den letzten fünf Geschäftsjahren	191
Fremdmittel (Herkunft)	193
Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeiten)	193
Aktiva (Sachkategorien)	194
„Terminguthaben und Kredite“ und „Sonstige Wertpapiere“	195

# SECHSUNDFÜNFZIGSTER JAHRESBERICHT

AN DIE ORDENTLICHE GENERALVERSAMMLUNG DER  
BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS-AUSGLEICH

am 9. Juni 1986 in Basel

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 56. Geschäftsjahr (1. April 1985–31. März 1986) vorzulegen.

Nach Zuweisung von 1 547 159 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten ergab sich für das Geschäftsjahr ein Reingewinn von 80 171 806 Goldfranken. Im Vorjahr hatte er 68 366 633 Goldfranken betragen.

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 19 171 806 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 155 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 24 400 000 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds und den verbleibenden Betrag von 36 600 000 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1985/86 den Aktionären am 1. Juli 1986 gezahlt.

## I. EINE GÜNSTIGE BILANZ

Die Weltwirtschaft ist heute per saldo in einer besseren Verfassung als noch vor einem Jahr, sie steht sogar günstiger da als zu irgendeiner Zeit während der letzten fünf oder sechs Jahre. Gleichwohl gibt es in der gegenwärtigen Situation negative wie positive Elemente, und eine Bilanz zu ziehen, ist nicht ein reines Rechenexempel. Was auf die eine und was auf die andere Seite der Bilanz gehört, darüber dürfte eine breite Übereinstimmung bestehen. Dagegen ist es weitaus schwieriger, sich über die relative Bedeutung des Erreichten wie der Probleme, die sich noch auf türmen, zu verständigen. Dennoch dürfte es zweckmässig sein, diesen Überblick über die ökonomische Entwicklung des vergangenen Jahres mit einer Aufzählung der positiven und negativen Elemente zu beginnen. Da sie im Hauptteil dieses Berichts ausführlich behandelt werden, genügen an dieser Stelle einige Bemerkungen zu wenigen Punkten.

Die Liste des Erreichten oder besser – um den Beitrag der Politik nicht überzubetonen – die Liste der *günstigen Entwicklungen* ist lang:

- Die Inflation hat sich in einer großen Zahl von Industrieländern abgeschwächt; in einigen Fällen ist der Preisanstieg unter das Niveau gesunken, das traditionell wegen der statistischen Meßprobleme als nicht von Null unterscheidbar angesehen wird (s. S. 15–20).
- Obwohl die Produktionszahlen für das Jahr 1985 schlechter aussehen als die des Jahres 1984 (was auf die Wachstumsabschwächung in den USA seit der Jahresmitte 1984 zurückgeht), so ist doch positiv hervorzuheben, daß die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in den meisten Volkswirtschaften nicht nachgelassen hat, wie es traditionelle zyklische Muster nahegelegt hätten. Die meisten Volkswirtschaften scheinen sich in einer Position zu befinden, die es ihnen erlaubt, weiter dem – zugegeben moderaten – Wachstumspfad zu folgen, auf dem sie sich seit nunmehr gut drei Jahren bewegen, und damit dem alten Ideal eines langanhaltenden Aufschwungs bei Vermeidung von Überhitzungserscheinungen näherzukommen (s. S. 10–15).
- Das Wechselkursgefüge ist nun deutlich besser als noch vor einem Jahr auf die Bedürfnisse der verschiedenen Volkswirtschaften abgestimmt (s. besonders S. 167).
- Die Fähigkeit und Entschlossenheit der größeren Industrieländer zur Kooperation scheint gewachsen zu sein (s. S. 34–38).
- In den USA hat der Druck zum Abbau des staatlichen Defizits (das für viele Beobachter die Ursache einer Anzahl von Übeln ist, die die Weltwirtschaft heimsuchen) nun ein Ausmaß angenommen, das geeignete Maßnahmen der einen oder anderen Art wahrscheinlich macht (s. S. 28/29).

- Der Ölpreis – ausgedrückt in US-Dollar – ist auf weniger als die Hälfte des Niveaus gefallen, bei dem er für eine Reihe von Jahren verharrte, auch wenn dieses noch immer etwa fünf- bis sechsmal so hoch ist wie vor 1973. Der beträchtliche Rückgang der Energiekosten wird einen positiven Einfluß auf viele, wenngleich natürlich nicht alle Volkswirtschaften ausüben (s. S. 14/15).
- Die nominalen Zinssätze sind quer durch die Bank gesunken. Es stimmt, daß der Zinsrückgang nicht in allen Fällen größer war als der Rückgang der Inflationsrate, doch er ist auch für sich genommen bedeutsam, besonders für die Schuldnerländer und im Hinblick auf die öffentliche Schuldenlast (s. S. 78–80).

Auf die Liste des *Nichterreichten*, also zu den Problemen, deren Schwere, wenn überhaupt, nur wenig abgenommen hat, gehören:

- die Arbeitslosigkeit in den meisten europäischen Ländern (s. S. 21–28),
- die Schuldenkrise, von der eine große Zahl von Entwicklungsländern betroffen ist (s. S. 120–128),
- die durch internationale und nationale Entwicklungen verursachten Anspannungen des Finanzsystems (s. S. 90–94) und
- die großen Leistungsbilanzungleichgewichte (s. S. 43–55).

Damit sei nicht gesagt, daß an diesen Fronten keine Fortschritte erzielt wurden. In den meisten Industrieländern mit hoher *Arbeitslosigkeit* wurde die ansteigende Flut eingedämmt. In einigen Ländern wurde sogar der seit mehreren Jahren erste bedeutsame Beschäftigungsanstieg erzielt, obwohl sich dies aufgrund demographischer Faktoren und einer Zunahme der Erwerbsbeteiligung nicht in einem entsprechenden Rückgang der Arbeitslosenziffern niedergeschlagen hat. Es bestehen jedoch Hoffnungen auf weitere Fortschritte in dieser Richtung. Doch wie groß sind die Aussichten, die Arbeitslosigkeit auf ein Niveau zu senken, das gemessen an traditionellen Standards als annehmbar angesehen werden kann?

Zwei Aspekte dieser Frage werden in diesem Bericht ausführlich diskutiert. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht ist zu fragen, ob durch eine geeignete Kombination, wenn erforderlich, international koordinierter, wirtschaftspolitischer Maßnahmen das wirtschaftliche Wachstum hinreichend stimuliert werden könnte, um die Arbeitslosigkeit zu verringern. Anders ausgedrückt: Gibt es irgendwelche politischen Zwänge oder andere Faktoren, die dies ausschließen? Aus einzelwirtschaftlicher Sicht ist zu fragen, warum viele Arbeitsmärkte so starr sind, daß selbst über einen relativ langen Zeitraum das Spiel der Marktkräfte die erforderlichen Anpassungen nicht herbeiführt.

Das *Schuldenproblem* hat seit dem Frühjahr 1985 mehrere neue Wendungen genommen. Die wichtigste war die Anfang Oktober letzten Jahres in Seoul lancierte Baker-Initiative. Dieser Wechsel der amerikanischen Politik wurde von praktisch allen Ländern begrüßt. Die neue Betonung auf „Anpassung durch Wachstum“ ist – anders als das „Gürtel-enger-Schnallen“ – bei der Suche nach Lösungen vielversprechender und realistischer, was die tatsächliche zeitliche Dimension des Schuldenproblems angeht. Eine Anzahl jener Schuldnerländer, an deren Probleme die

Baker-Initiative anknüpft, verhandelt bereits mit der Weltbank über Strukturanpassungskredite und führt vom IWF geförderte Anpassungsprogramme durch oder verhandelt darüber. Zwar ist bisher noch kein Schuldnerland voll auf den vom US-Finanzminister anvisierten Kurs eingeschwenkt, doch waren Verzögerungen von vornherein zu erwarten. Zum einen verlangt der freie Fall der Ölpreise eine vollständige Neubewertung der Strategien in beinahe allen Schuldnerländern, da er zu einem plötzlichen Anstieg oder Rückgang ihres Mittelbedarfs geführt hat. (Mexiko ist das augenfälligste Beispiel.) Darüber hinaus erfordert der neue Ansatz, daß bestimmte Änderungen an der Wirtschaftspolitik der Schuldnerländer nicht nur einen Teil der Konditionalität bilden, die immer schon ein Element der IWF-Programme war, sondern auch, daß diese Länder über reine Absichtserklärungen hinausgehen. Wenn von ihnen erwartet wird, daß sie etwas Greifbares aufzuweisen haben, um für das Programm akzeptabel zu sein, so wird dies selbst unter günstigsten Umständen einige Zeit benötigen. Es läßt sich bereits eine Anzahl von Entwicklungsländern anführen, die große Entschlossenheit zeigen, ihre eigenen Probleme auf eine beherzte, grundlegendere Art und Weise anzugehen.

Obwohl die Aussichten besser sind, hat sich an den Grundlagen des Schuldenproblems im letzten Jahr nicht viel verändert. Es ist praktisch zu keiner Rückzahlung von Schulden gekommen; was immer fällig war, wurde umgeschuldet, im großen und ganzen zu günstigeren Bedingungen. Die Rückzahlungsperioden wurden gestreckt, die Zinssätze sind in Übereinstimmung mit ihrem rückläufigen Trend gesunken, und die Zinsmargen wurden in Anerkennung der zielstrebigsten Anpassungsbemühungen einiger Schuldnerländer reduziert. Die meisten Schuldnerländer scheinen die Grenzen erkannt zu haben, bis zu denen die Banken (und die Regierungen des Pariser Klubs) zu gehen bereit wären. Das fallweise Vorgehen wurde beibehalten, was nach wie vor im Interesse beider Seiten zu liegen scheint; „große Lösungen“ sind weder vorhanden noch erforderlich. Die beträchtliche Verbesserung der Wirtschaftslage vieler Schuldnerländer im Jahr 1984 hat sich freilich 1985 nicht wiederholt, auch wenn Brasilien und Venezuela trotz des deutlich geringeren Welt-handelswachstums in der Lage waren, ihren großen Handelsüberschuß aufrechtzuerhalten. Die Neukreditgewährung an Problemschuldnerländer war gering, doch diese waren nicht in der Lage, ihre Kreditwürdigkeit wiederzuerlangen, und ihre Schuldenquoten blieben etwa auf dem Niveau von 1982.

Die *Bedrohung des internationalen Bankensystems*, wie sie durch die Gefahr des gleichzeitigen Ausfalls einer großen Zahl internationaler Bankkredite gekennzeichnet ist, scheint heute weniger akut zu sein als noch vor einigen Jahren. Dies nicht nur dank der Bemühungen, solche Ausfälle weniger wahrscheinlich zu machen, sondern auch, weil die Banken in der Lage waren, ihre Kapitalbasis in Relation zu ihren Ausleihungen an Problemländer zu verstärken. In bestimmten Ländern jedoch sehen sich einige Banken – besonders jene mit einer hohen Konzentration von Krediten an die Landwirtschaft und zur Finanzierung der Erdölexploration – neuerdings ernsthaften Problemen bei ihren Inlandsgeschäften gegenüber. Mag dies auch ein schlechtes Licht auf die Banken werfen und Anleger veranlassen, sich nach anderen Betätigungsfeldern auf den Finanzmärkten umzusehen, so bleiben die Probleme doch begrenzt und bedeuten nicht dieselbe Art von „organischer“ Bedrohung für das gesamte Finanzsystem, wie sie von der Schuldenkrise

1982 ausging. Ein gewisses Unbehagen über Entwicklungen an den Finanzmärkten und im Bankensystem ist jedoch im Gefolge der jüngsten Welle finanzieller Innovationen entstanden, die in den USA und in Großbritannien ihren Ursprung hatten und unlängst auch auf Japan und Kontinentaleuropa übergreifen haben. Ein Grund für einige dieser Innovationen war der Versuch, die neuen verschärften Kapitaldeckungsvorschriften zu umgehen; in diesem Ausmaß könnte sich die oben erwähnte Stärkung der Kapitalbasis der Banken als nur scheinbar erweisen. Die Sorgen über diese innovative Welle gehen jedoch darüber hinaus und konzentrieren sich auf die Frage, ob die beteiligten Institute sich der eingegangenen Risiken voll bewußt sind und sie angemessen berücksichtigen. Die Zentralbanken und Aufsichtsbehörden wichtiger Länder haben im letzten Jahr beträchtliche Anstrengungen unternommen, mit den neuen Phänomenen fertig zu werden, um sich nicht Versäumnisse nachsagen lassen zu müssen, sollte etwas das internationale Finanzsystem bedrohen, das aus einer anderen Ecke auftaucht als aus der der Länderrisiken.

Der letzte Punkt auf der obigen Negativliste – die *großen Leistungsbilanzungleichgewichte* – hat weitreichende Konsequenzen. Ungleichgewichte im internationalen Austausch von Waren und Dienstleistungen von der Größenordnung, wie sie in den letzten Jahren aufgetreten sind, dürfen nicht leichtgenommen werden. Auf den ersten Blick scheint niemand darunter zu leiden. Die Überschußländer verzichten mit der Akkumulation von Auslandsvermögen auf reale Ausgaben, doch sie mögen den expansiven Effekt der Überschüsse auf ihre Volkswirtschaften begrüßen. Die Defizitländer dürften mit ihrem höheren Ausgabenniveau zufrieden sein, solange sie keine Schwierigkeiten haben, die Defizite zu finanzieren. Doch dies ist – auf beiden Seiten – eine sehr kurzsichtige Betrachtungsweise. Die Defizitländer werden früher oder später an die Tatsache erinnert, daß etwas getan werden muß. Je nach den gegebenen Umständen dürften dies einschneidende Maßnahmen sein, die das Niveau der Weltnachfrage ernsthaft drücken könnten. Die Überschußländer werden wohl wenig Grund sehen, diese Effekte durch expansive Maßnahmen zu kompensieren, berücksichtigt man die damit verbundenen Wirkungsverzögerungen und Unsicherheiten. Eine der wichtigsten Ursachen der gegenwärtigen Leistungsbilanzungleichgewichte, die grobe Fehlentwicklung der Wechselkurse, mag in einem beträchtlichen Maße korrigiert worden sein, doch die Ungleichgewichte zu verringern wird vermutlich länger dauern, als die Wirtschaftspolitiker zu warten bereit sind. Längere Verzögerungen wird es nicht nur wegen der notorischen J-Kurven-Effekte geben, sondern auch wegen der großen Einsparungen bei der Ölrechnung in Japan und in Deutschland. Dies ist sicher ein Bereich der Negativliste, in dem die Sorge über verfehlte Reaktionen der Wirtschaftspolitik am größten ist.

Die günstige Bilanz, die in den einleitenden Abschnitten gezogen wurde, bedarf der Einschränkung in einem weiteren, wichtigen Punkt. Jetzt ist nicht die Zeit, eine Bestandsaufnahme dessen zu machen, was sicher erreicht worden ist; der Prozeß, der zu diesen Fortschritten geführt hat, ist noch in Gang, und es besteht immer die Gefahr, daß Dinge außer Kontrolle geraten. Die neue Struktur der Wechselkurse hat noch nicht das gewünschte Maß an Wechselkursstabilität gebracht, und die Bewegungen der Ölpreise haben noch zu keinem neuen Gleichgewicht geführt. Diese Einschränkung gilt selbst für die verbesserte Zusammenarbeit zwischen den Industrieländern, wo Übereinstimmung in einem Fall keines-

wegs bedeutet, daß eine Übereinstimmung auch beim nächsten Mal erzielt wird, und Irritationen nur zu leicht auftreten.

Die Ansichten über die Finanzpolitik gehen weit auseinander. Alle scheinen eine sehr klare Vorstellung über den richtigen Kurs im eigenen Land zu haben, aber sie haben widersprüchliche Ansichten darüber, was die richtige Politik für andere wäre. Die weitergehende Frage, was die angemessene gemeinsame Politik sein könnte, wird hiervon sehr häufig nicht einmal gedanklich unterschieden. Die Länder richten ihre Politik im allgemeinen nach der simplen Maxime aus „Was gut ist für unser Land, ist auch gut für die Weltwirtschaft“, da kein Mechanismus existiert, der es auch nur annähernd gestatten würde, Kosten und Nutzen innerhalb eines multidimensional angelegten wirtschaftspolitischen Rahmens abzuwägen. Diesem Aspekt der wirtschaftlichen Kooperation dürften sich künftige Konferenzen und Analysen internationaler Organisationen in größerer Ausführlichkeit zuwenden.

Es ist auch wahrscheinlich, daß sich die Weiterentwicklung des internationalen Währungssystems als ein Prüfstein für die Entschlossenheit und Fähigkeit der wichtigen Länder zur Kooperation erweisen wird. Die Beschlüsse der „Fünfergruppe“ in New York haben zu einer Veränderung des Wechselkursgefüges geführt. Dies geschah nicht so sehr durch die vereinbarten Devisenmarktinterventionen selbst, als vielmehr dadurch, daß der Markt überzeugt wurde, die Behörden aller betroffenen Länder wünschten ernsthaft eine Wechselkursanpassung und würden nicht zögern, alle ihnen zur Verfügung stehenden Mittel einzusetzen, um sie in abgestimmter Weise herbeizuführen. Es hat sich gezeigt, daß eine Verpflichtung der US-Behörden in dieser Beziehung ein größeres Gewicht hat, auch weil ihr Dollarangebot unbegrenzt ist, während das der anderen Zentralbanken zwar sehr groß, nichtsdestoweniger aber begrenzt ist. Das ist keine weitere Form der Asymmetrie; alle Zentralbanken können (sieht man im Augenblick von den internen Effekten auf die Bankreserven ab) Fremdwährungen gegen Abgabe ihrer eigenen Währung ohne irgendwelche technischen Beschränkungen kaufen, da ja das Angebot ihrer eigenen Währung im Prinzip unbeschränkt ist. Doch da es der Dollarkurs war, der gesenkt werden sollte, kam es in diesem Fall auf das unbegrenzte Angebot von Dollars an.

Es kann keinen Zweifel darüber geben, daß sich das internationale Währungssystem nach dem New Yorker Treffen der „Fünf“ und der dadurch herbeigeführten Wechselkursanpassung in einem wichtigen Aspekt von dem seit 1973 vorherrschenden System unterscheidet. Ob die neue Situation in irgendeiner Weise formalisiert werden sollte, wird unausweichlich auf der Tagesordnung der wichtigen Industrieländer bei ihren Beratungen über wirtschaftliche Zusammenarbeit bleiben. Es ist fraglich, ob formale Übereinkommen (die naturgemäß langwierige Verhandlungen und das Beziehen von Positionen bezüglich häufig trivialer Punkte erfordern) wirklich anzustreben sind. Wo Kooperation erfolgreich ist, entwickelt sie gewöhnlich Eigendynamik, und es dürfte am besten sein, weitere Bereiche herauszufinden, wo Möglichkeiten für eine erfolgreiche Zusammenarbeit bestehen.

Ein naheliegender Bereich ist die Geldpolitik, wo ermutigende Beispiele konzentrierter Aktionen vorliegen und wo es nicht so grundsätzliche Meinungsverschiedenheiten gibt wie auf dem Feld der Finanzpolitik. Das Problem der Kooperation auf diesem Gebiet dürfte genau im Gegenteil bestehen. Weil es so leicht ist, im

Gleichschritt zu handeln, könnte daraus ein Leitprinzip der Geldpolitik werden — zum Schaden nicht nur einer angemessenen Berücksichtigung der Notwendigkeiten an der heimischen Front, sondern auch der Anpassung international unvereinbarer Strategien auf anderen Gebieten. Es muß kaum betont werden, daß Koordination um der Koordination willen in niemandes Interesse wäre; der multidimensional angelegte wirtschaftspolitische Rahmen erfordert, daß die Geldpolitik niemals ihre primäre Verantwortung aus den Augen verlieren sollte, nämlich jegliches Wiederaufleben der Inflation zu verhindern. Im Augenblick scheinen die wichtigen Länder glücklicherweise die Inflation im Griff zu haben, doch kann sie aus der Liste der Hauptanliegen der Wirtschaftspolitik nicht gestrichen werden.

Die in diesem Bericht diskutierten Themen sind gegenüber den früheren Berichten in einer etwas veränderten Reihenfolge angeordnet. Im Grunde werden drei Gebiete nacheinander erörtert: die „reale“ Wirtschaft, die Finanzmärkte und die Währungspolitik. Jedes dieser Gebiete wird in zwei aufeinanderfolgenden Kapiteln behandelt: das eine betrachtet die nationalen Wirtschaften und das andere konzentriert sich auf die internationalen Verbindungen zwischen ihnen. In den Schlußbemerkungen wird dann versucht, die wichtigsten Ergebnisse des Berichts unter Verwendung eines gröberen Rasters zusammenzufassen.

## II. WIRTSCHAFTSERHOLUNG UND VERÄNDERTER „POLICY MIX“

### Schwerpunkte

Im großen und ganzen setzte sich im letzten Jahr die wirtschaftliche Erholung in den Ländern der Zehnergruppe fort. Diese Entwicklung war insofern bemerkenswert, als die von der Volkswirtschaft der USA ausgehenden konjunkturanregenden Impulse ab Jahresmitte 1984 deutlich schwächer geworden waren.

Ermutigend war ferner, daß die Unternehmensgewinne und die Rentabilität 1985 nach mehreren Jahren der Anpassung eine deutliche Verbesserung aufwiesen. Dies mag zum Teil erklären, weshalb in mehreren Ländern die Investitionen einen bedeutenden und willkommenen Beitrag zum Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage leisteten.

Gleichzeitig hellte sich die Lage an der Inflationsfront weiter auf, sogar in Ländern, in denen sich hohe Preissteigerungsraten als besonders hartnäckig erwiesen hatten. Außerhalb Nordamerikas verstärkten Währungsaufwertungen die Auswirkungen generell rückläufiger Rohstoffpreise. In jüngster Zeit führte der freie Fall der Erdölpreise zu weiteren spektakulären Verbesserungen der Preissituation. In vielen Ländern liegt nunmehr der Anstieg der Verbraucherpreise weit unterhalb der langfristigen Zunahme der inländischen Kosten; die Fortschritte bei der Geldwertstabilisierung werden deshalb nur von kurzer Dauer sein, wenn die inländischen Kosten und insbesondere die Löhne nicht rasch darauf reagieren.

Der Rückgang der Ölpreise wird daneben auch die reale Nachfrage in den meisten Ölimportländern kräftigen und somit nicht nur die Aussichten auf eine weitere Inflationsabschwächung verbessern, sondern auch die Fortdauer der wirtschaftlichen Erholung begünstigen.

Dessenungeachtet dürfte die Arbeitslosigkeit vor allem in Europa gemessen am herkömmlichen Standard hoch bleiben. Zwar wurden bei der Schaffung neuer Arbeitsplätze und dem Abbau von Arbeitsmarktrigiditäten gewisse Fortschritte erzielt, doch es ist klar erkennbar, daß dies nicht ausreichen wird. Der Kern des Problems könnte sehr wohl darin liegen, daß der Zwang zu restriktiven staatlichen Gegenmaßnahmen auf die vorangegangene Kosten- und Preisinflation sowie die Reaktion der Arbeitgeber auf frühere überzogene Reallohnsteigerungen gemeinsam bewirkt haben, daß Europa über einen unzureichenden Kapitalstock verfügt – eine Entwicklung, die nur über eine relativ lange Zeitspanne hinweg korrigiert werden kann. Allein diese letzte Tatsache begrenzt bereits erheblich die Möglichkeiten, über die Globalsteuerung einen deutlichen Abbau der Arbeitslosigkeit in Europa zu erreichen.

Was darüber hinaus die finanzpolitische Seite anbelangt, so bestehen hier nicht nur zusätzliche Zwänge durch die Notwendigkeit, die zunehmende öffentliche Schuldenlast in den Griff zu bekommen und die zu hohen Staatsausgaben zu verringern, sondern es mangelt auch an Vertrauen in eine defizitäre Ausgabenpolitik als konjunkturpolitisches Instrument aufgrund der seit den frühen siebziger Jahren gemachten Erfahrungen. In einigen Ländern sind die Wirtschaftspolitiker womöglich auch der Meinung, daß der eigenständige Versuch, die Konjunktur über die Finanzpolitik anzukurbeln, zwangsläufig und im Gegensatz zu den Erfahrungen in den USA eine Schwächung der Wechselkurse nach sich zöge.

Unterdessen ist angesichts des dringend notwendigen Abbaus der in der Weltwirtschaft bestehenden Leistungsbilanzungleichgewichte eine Änderung der zwischen den Vereinigten Staaten und der übrigen Welt bestehenden Konstellation von Finanz- und Geldpolitik in das Zentrum der wirtschaftspolitischen Diskussion gerückt. Bis heute blieben die konkreten Bemühungen, diese Ungleichgewichte in geordneter Weise zu beseitigen, weitgehend auf koordinierte Devisenmarktinterventionen und eine behutsame Lockerung der Geldpolitik beschränkt.

Mehr muß auf finanzpolitischem Gebiet getan werden. Inzwischen bestreiten nur noch wenige, daß das US-Haushaltsdefizit drastisch und schnell reduziert werden muß. Wichtig ist auch, daß die andernorts beschlossenen mittelfristigen, auf strukturelle Anpassungen abgestellten Wachstumsstrategien zusehends Wirkung zeigen.

### **Produktion und Nachfrage**

Nach einer Wachstumsrate von etwa 4¼% im Jahr 1984 verlangsamte sich der Produktionsanstieg in der Zehnergruppe insgesamt im vergangenen Jahr auf rund 2¼%, das ist in etwa die gleiche Steigerungsrate wie 1983.

Der Rückgang der durchschnittlichen Wachstumsrate war vornehmlich auf die Vereinigten Staaten konzentriert. In der Tat hatte sich das Produktionswachstum in den USA bereits zur Jahresmitte 1984 abgeschwächt und hat seitdem im Durchschnitt etwas weniger als 2½% pro Jahr betragen. Infolgedessen sank im Jahresergebnis die Wachstumsrate abrupt auf rund 2¼%, womit sie nicht nur sehr viel niedriger als die 1984 verzeichnete Rate lag, sondern auch einen vollen Prozentpunkt unter der von 1983, dem ersten Jahr des Aufschwungs.

Das Wachstum wurde schwächer, obwohl der negative Außenbeitrag sehr viel geringer war als 1984 (s. Tabelle auf S. 12). Statt dessen trat der Lagerzyklus in seine abwärtsgerichtete Phase ein, wobei sich der gesamte Umschwung bei den Vorratsinvestitionen 1985 gegenüber 1984 auf rund 3¼% des Bruttosozialprodukts belief. Das Wachstum der privaten Investitionen begann sich ebenfalls zu verlangsamen.

Andererseits beschleunigten sich die öffentlichen Ausgaben mit den weiter erhöhten Verteidigungsanstrengungen. Ferner erfuhr der private Verbrauch eine Stütze durch den Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte um etwa 2 Prozentpunkte. Der Absatz neuer Personenkraftwagen verzeichnete im dritten Quartal,

beeinflusst von befristeten Kaufanreizen, einen besonders kräftigen Aufschwung. Die Kehrseite der Medaille bestand jedoch in einer weiteren starken Zunahme der Verschuldung der privaten Verbraucher, was teilweise eine Reaktion auf den mit der Hausse an den Aktienmärkten verbundenen „Vermögenseffekt“ gewesen sein mag.

In Regierungskreisen, aber auch im privaten Sektor, scheint sich Optimismus über die weiteren Aussichten der US-Wirtschaft zu verbreiten. Das Problem des öffentlichen Haushalts wird nun schließlich doch angegangen, und die langfristigen Zinsen befinden sich ebenso wie der Dollar und der Ölpreis auf einem niedrigen Niveau. Deshalb sehen viele die Vereinigten Staaten trotz des im letzten Jahr stark abgeschwächten Wachstums des Sozialprodukts inzwischen in einem vorgerückten Stadium des Erholungsprozesses ohne die üblichen inflationären Begleiterscheinungen.

In den anderen Ländern verlief, nimmt man das Jahr als Ganzes, das Umschalten der Wirtschaft auf eine langsamere Gangart nicht so abrupt wie in den USA. In Japan etwa erhöhte sich das Bruttosozialprodukt um mehr als 4½%, nach 5% im Jahr 1984. In Europa war zwar gegenüber 1984 eine gewisse Abschwächung eingetreten, doch übertraf der Produktionsanstieg von durchschnittlich 2¼% jedenfalls noch den des Jahres 1983.

Auf den ersten Blick war dies eine unerwartet gute Nachricht. Von dem Wirtschaftsaufschwung in den USA in den Jahren 1983/84 war ein enormer Importsog auf die Volkswirtschaften der übrigen Länder ausgegangen. Dieser Sog war noch durch den Verlust an Wettbewerbsfähigkeit der amerikanischen Wirtschaft als Folge des lang anhaltenden Höhenflugs des Dollar zusätzlich verstärkt worden. Im vergangenen Jahr kam jedoch der Anstieg der US-Importe praktisch zum Stillstand; im ersten Halbjahr waren die Einfuhren sogar rückläufig. Es trifft freilich zu, daß die US-Exporte im vergangenen Jahr womöglich als Spätfolge der Einbußen an Wettbewerbsfähigkeit erneut zu sinken begannen. Hieraus könnte sich für andere Länder die Gelegenheit ergeben haben, aus dem Schrumpfen der Exportmarktanteile der USA in gewissem Umfang Nutzen zu ziehen. Gleichwohl verschlechterte sich der reale Außenbeitrag der USA deutlich weniger stark, als dies in den vorangegangenen zwei Jahren der Fall gewesen war, was auf eine sehr viel schwächere Stimulierung der weltweiten Nachfrage durch die „US-Lokomotive“ hindeutet.

Das Pendant zu dieser Entwicklung ist klar in der Veränderung der Ausfuhren Japans und Kanadas zu sehen, deren Handelsbeziehungen zu den Vereinigten Staaten besonders eng sind. In Japan ging das Exportwachstum von rund 17½% im Jahr 1984 auf 6% im letzten Jahr zurück, wobei sich das Wachstumstempo im zweiten Halbjahr noch weiter verlangsamte. In Kanada war die Abschwächung noch spektakulärer, nämlich von fast 20 auf 4½% im vergangenen Jahr.

Was die Nachfrage nach Inlandsprodukten anbelangt, so ist bemerkenswert, daß sich das Importwachstum in Japan und Kanada ebenfalls beträchtlich abschwächte, wodurch die aus dem verhalteneren Exportgeschäft resultierenden Auswirkungen abgemildert wurden. Darüber hinaus war jedoch die Ausweitung der Inlandsnachfrage eine wichtige Stütze. In Japan nahm der private Verbrauch

Veränderung des realen Bruttonationalprodukts und Beitrag seiner Komponenten<sup>1</sup>

	Jahr	Reales BSP	Verbrauch		Bruttoanlageinvestitionen			Ausfuhr	Einfuhr	Vorratsinvestitionen
			privat	öffentlich	privat		öffentlich			
		Prozent bzw. Prozentpunkte								
USA .....	1982	- 2,5	0,8	0,4 <sup>2</sup>	- 0,9	- 0,7		- 0,9	0,2	- 1,5
	1983	3,4	3,0	0,2 <sup>2</sup>	- 0,2	1,4		- 0,4	- 1,1	0,6
	1984	6,6	2,9	0,9 <sup>2</sup>	2,1	0,6		0,7	- 2,6	2,1
	1985	2,2	2,1	1,2 <sup>2</sup>	1,2	0,1		- 0,3	- 0,4	- 1,6
	1985 4. Q.	2,1	1,9	1,5 <sup>2</sup>	0,8	0,3		- 0,5	- 0,6	- 1,2
Japan .....	1982	3,1	2,4	0,2	0,4	0,0	- 0,1	0,6	- 0,3	- 0,1
	1983	3,3	1,9	0,3	0,4	- 0,3	- 0,1	0,7	0,8	- 0,4
	1984	5,0	1,6	0,2	1,7	- 0,1	- 0,3	3,0	- 1,6	0,5
	1985	4,6	1,5	0,2	2,1	0,2	- 0,6	1,1	- 0,1	0,1
	1985 4. Q.	4,4	1,6	0,2	2,4	0,2	- 0,4	- 0,2	0,5	0,2
Deutschland (BR)	1982	- 1,0	- 0,8	- 0,2	- 0,5	- 0,3	- 0,3	1,0	0,0	0,1
	1983	1,5	0,7	0,1	0,5	0,3	- 0,2	- 0,1	- 0,3	0,5
	1984	3,0	0,4	0,5	0,1	0,1	- 0,0	2,6	- 1,5	0,8
	1985	2,4	0,9	0,4	0,6	- 0,7	- 0,0	2,4	- 1,4	0,1
	1985 4. Q.	2,4	1,4	0,4		0,0 <sup>3</sup>		0,7	- 1,2	1,0
Frankreich .....	1982	1,8	2,2	0,3	0,1	- 0,2	0,2	- 0,6	- 1,6	1,4
	1983	0,7	0,6	0,2	- 0,4	0,0	- 0,1	1,0	0,2	- 0,8
	1984	1,6	0,5	0,0	- 0,2	- 0,2	0,0	1,6	- 0,6	0,5
	1985	1,2	1,3	0,0	0,0	- 0,1	0,0	0,7	- 1,2	0,4
	1985 4. Q.	1,8	2,0	0,1	0,1	- 0,1	0,0	0,3	- 1,0	0,4
Großbritannien	1982	1,3	0,5	0,2	0,8	0,3	- 0,1	0,3	- 1,2	0,6
	1983	3,6	2,3	0,4	- 0,1	0,2	0,8	0,7	- 1,5	0,8
	1984	1,9	1,1	0,3	1,3	0,1	0,0	2,0	- 2,5	- 0,3
	1985	3,3	1,7	0,1	1,0	0,0	- 0,7	1,7	- 0,8	0,4
	1985 4. Q.	3,3	2,0	0,0	0,4	0,2	- 0,7	0,6	0,2	0,5
Italien .....	1982	- 0,5	0,3	0,4		- 0,9 <sup>3</sup>		0,1	- 0,3	0,0
	1983	- 0,2	- 0,3	0,4		- 0,6 <sup>3</sup>		0,8	0,1	- 0,7
	1984	2,8	1,2	0,4		1,0 <sup>3</sup>		1,6	- 1,9	0,6
	1985	2,3	1,2	0,4		0,7 <sup>3</sup>		2,1	- 2,1	0,0
	1985 4. Q.	2,3	1,5	0,4		- 0,4 <sup>3</sup>		2,3	- 1,5	0,1
Kanada .....	1982	- 4,4	- 1,2	0,1	- 1,5	- 0,9	0,1	- 0,4	3,1	- 3,3
	1983	3,3	2,0	0,1	- 2,1	0,9	- 0,1	1,6	- 2,1	2,6
	1984	5,0	2,3	0,5	0,1	- 0,2	0,3	5,1	- 3,8	0,6
	1985	4,5	3,2	0,4	0,7	0,7	0,0	1,3	- 1,9	0,4
	1985 4. Q.	4,9	3,9	0,3	0,9	1,3	- 0,1	0,7	- 2,6	0,9
Zehnergruppe <sup>4</sup>	1982	- 0,6	0,9	0,3		- 0,8 <sup>3</sup>		- 0,2	- 0,1	- 0,7
	1983	2,7	2,0	0,2		0,4 <sup>3</sup>		0,3	- 0,6	0,3
	1984	4,8	1,9	0,5		1,7 <sup>3</sup>		1,7	- 2,2	1,2
	1985	2,7	1,8	0,7		1,0 <sup>3</sup>		0,7	- 0,8	- 0,6
	1985 4. Q. <sup>5</sup>	2,7	1,9	0,9		1,0 <sup>3</sup>		- 0,1	- 0,6	- 0,4

<sup>1</sup> Die Zahlen für 1985 sind vorläufig; die Angaben zu 1985 4. Q. beziehen sich auf Veränderungen gegen Vorjahr. Wegen Rundens der Zahlen und statistischer Abweichungen in den volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen addieren sich die einzelnen Komponenten nicht unbedingt zum Wachstum des BSP. <sup>2</sup> Einschl. öffentlicher Investitionen. <sup>3</sup> Anlageinvestitionen insgesamt. <sup>4</sup> BSP-Gewichte und Wechselkurse vom vorangegangenen Jahr. <sup>5</sup> Nur die sieben größten Länder.

weiterhin mäßig zu, während die Investitionen aufgrund des Aufschwungs im Wohnungsbau (nach mehreren Jahren des Rückgangs) insgesamt leicht zulegten. Die privaten Investitionen (ohne Wohnungsbau) wiesen erneut in der Grundtendenz ein recht hohes Wachstum auf. Die zunehmende private Investitionsnachfrage – auch bei Wohnbauten – führte in Kanada 1985 zu einer beschleunigten Ausweitung der

Inlandsnachfrage, was den starken Umschwung im Wachstumsbeitrag der Nettoexporte von etwa 2% des Bruttosozialprodukts teilweise ausgleichen half.

Die Entwicklung der europäischen Volkswirtschaften im vergangenen Jahr war weniger eindeutig; dies teilweise deshalb, weil die direkten Auswirkungen der verhalteneren Wirtschaftstätigkeit in den USA in Ländern mit weniger engen Handelsbeziehungen zu dieser Volkswirtschaft wie vorherzusehen geringer und schwieriger auszumachen waren. Darüber hinaus kamen einige Sondereinflüsse zum Tragen, etwa das ziemlich verbreitete strenge Winterwetter zu Beginn des Jahres. Die Produktion wurde dadurch tendenziell in Mitleidenschaft gezogen, doch könnten die Verluste im weiteren Jahresverlauf, wenigstens teilweise, wieder ausgeglichen worden sein.

Ein weiterer Faktor, der im Falle der größten europäischen Volkswirtschaft, der Bundesrepublik Deutschland, in dieselbe Richtung wirkte, war das Konsumverhalten der privaten Verbraucher. Wegen der Ungewißheiten im Zusammenhang mit der Einführung von Umweltschutzmaßnahmen wurden geplante Autokäufe offenbar auf einen späteren Zeitpunkt des Jahres verschoben. Die dynamischste Komponente der Inlandsnachfrage bildeten die privaten Investitionen (ohne Wohnungsbau) in Übereinstimmung mit den wirtschaftspolitischen Zielsetzungen in Deutschland. Die deutschen Exporte entwickelten sich während der ersten drei Quartale des Jahres trotz des abflauenden Wirtschaftswachstums in den USA und des sinkenden Dollars weiterhin recht günstig. Über das gesamte Jahr gesehen ging vom Außenbeitrag ein positiver Einfluß auf das Nachfragewachstum aus. Im vierten Quartal erlitten die Exporte einen plötzlichen Rückschlag und gingen gegenüber dem dritten Quartal um nahezu 2% zurück. Es bleibt abzuwarten, ob es sich hierbei nur um einen vorübergehenden Einbruch oder um eine Reaktion auf die Höherbewertung der D-Mark handelt.

In Frankreich und vor allem in Italien sahen sich die Wirtschaftspolitiker noch immer gezwungen, die Inflation weiter zu senken, die außenwirtschaftliche Flanke abzusichern und – in Italien – den öffentlichen Haushalt in den Griff zu bekommen. Bis zum Jahresende wurde dann deutlich, daß Frankreich bei der Bewältigung seiner wirtschaftspolitischen Probleme beträchtliche Fortschritte erzielt hatte, die größten bei der Inflationsbekämpfung. Gleichwohl verlangsamte sich das Produktionswachstum in beiden Ländern etwas und ging vom Inland und nicht vom Exportsektor aus.

In Großbritannien setzte sich im letzten Jahr die verhaltene, aber lang andauernde Erholung fort. Die Wirtschaftsdaten sind freilich von den Auswirkungen des Bergarbeiterstreiks im Jahr 1984 beeinflusst, der die Produktion in dem Jahr tendenziell etwas niedriger ausfallen ließ, aber auch für einen gewissen Produktionssprung nach Beendigung des Streiks im März 1985 verantwortlich war. Die private Investitionsnachfrage erwies sich andererseits als recht lebhaft. Die Ankündigung, gewährte Abschreibungserleichterungen allmählich auslaufen zu lassen, führte möglicherweise dazu, daß geplante Investitionen vorgezogen wurden, um vollen Nutzen aus der bestehenden Regelung vor deren Aufhebung zu ziehen.

Von den kleineren Ländern konnten die Niederlande im vergangenen Jahr eine leichte Zunahme des Wirtschaftswachstums verzeichnen, angeführt von den

Unternehmensinvestitionen und dem privaten Verbrauch. Der private Wohnungsbau und die öffentlichen Investitionen gingen jedoch zurück, und die Ausfuhren stiegen langsamer. In Belgien, wo eine Änderung der Situation beim öffentlichen Haushalt erste Priorität hat, schwächte sich die Ausweitung der Inlandsnachfrage ab. Der Außenhandelsaldo leistete freilich einen kleinen positiven Beitrag zum Sozialprodukt, da sich das Exportwachstum etwas weniger als das Importwachstum abschwächte. Dennoch nahm die Produktion im letzten Jahr insgesamt nur um weniger als 1% zu, nach 1½% im Jahr 1984.

Schweden mußte im Mai letzten Jahres versuchen, den stärkeren Auftrieb der Inlandsnachfrage zu dämpfen, der zu einem kräftigen Importsog führte. Die Anstrengungen konzentrierten sich auf den Konsumbereich; dabei wurden beispielsweise die Bestimmungen für Abzahlungsgeschäfte bei Kraftfahrzeugkäufen verschärft. Gleichwohl ergab sich für das gesamte Jahr ein Anstieg der Inlandsnachfrage um rund 4¼%, darunter eine starke Zunahme der Vorratsinvestitionen, während sich der reale Außenbeitrag um 2½% des Bruttosozialprodukts verschlechterte und die Leistungsbilanz insgesamt defizitär wurde.

*Eine Ölkrise neuer Art.* Die Weltwirtschaft erlebt derzeit die Auswirkungen eines Ölpreisschocks neuer Art, nämlich eines starken Rückgangs der Ölpreise. Dieser Preisverfall ist um so bemerkenswerter, als er zu einem Zeitpunkt auftrat, zu dem auch der Dollarkurs sank. Für die Ölimportländer (von den USA abgesehen) fällt der Rückgang der Ölpreise in heimischer Währung sogar noch größer aus.

Die Folgen dieser Entwicklung, geht man davon aus, daß sie mehr als nur eine vorübergehende Erscheinung ist, werden freilich nicht notwendigerweise genau das Gegenteil dessen sein, was die zwei vorangegangenen Ölpreisschocks an Effekten auslösten. Damals schlugen die Preisveränderungen bekanntlich direkt auf das inländische Preisniveau durch, fachten die Inflation an und verringerten die reale Kaufkraft der inländischen Einkommen. Gleichzeitig tendierten die Ölexportländer zumindest zeitweise dazu, einen großen Teil ihrer zusätzlichen Öleinkünfte zu sparen. Der Gesamteffekt wurde von vielen mit einer Erhöhung der indirekten Steuern verglichen. Überdies waren die Regierungen der ölimportierenden Industrieländer vor allem während der zweiten Ölkrise der Auffassung, daß den inflationären Folgen der Ölpreissteigerungen durch einen nicht akkommodierenden Kurs der globalen Wirtschaftspolitik begegnet werden müsse. Das Gesamtergebnis war beide Male eine Rezession, die freilich ein gewisses Aufflackern der Inflation nicht verhindern konnte.

Diesmal wird es zweifellos in der Tendenz einen weiteren Rückgang der Inflation und einen Anstieg der Realeinkommen geben. Wie die politisch Verantwortlichen in den Ölverbraucherländern vermutlich reagieren werden, ist freilich schwer vorherzusehen. Natürlich besteht an sich kein Anreiz zu versuchen, dem eingeleiteten weiteren Rückgang der Inflation entgegenzuwirken. Andererseits könnten einige Regierungen hierin eine Gelegenheit sehen, auf relativ schmerzlose Weise ihre Bemühungen um eine mittelfristige Reduzierung der Haushaltsungleichgewichte einen Schritt weiterzubringen. Anders ausgedrückt: Es könnte ein Anreiz gegeben

sein, die Steuern auf Rohöl und Mineralölprodukte anzuheben, ohne daß es zu einer Verschlimmerung der Arbeitslosigkeit oder der Inflation kommt.

Wichtiger wird vielleicht die Reaktion der Ölexporteurs sein. Viele der bedeutenden OPEC-Mitglieder besitzen noch immer hohe Bestände an Auslandsaktiva, die sie mit den Leistungsbilanzüberschüssen der siebziger und frühen achtziger Jahre erwarben. Angesichts der voraussichtlichen weiteren Entwicklung in Richtung auf Defizite im Außenhandel als Folge des Ölpreisverfalls ist es freilich durchaus denkbar, daß sich viele dieser Länder für eine Reduzierung ihrer Einfuhren entscheiden statt zu „entsparen“. Kommt es so, befänden sich die Industrieländer in der Situation, daß die von der Inlandsnachfrage ausgehende konjunkturelle Anregung durch rückläufige Exporte in die Ölförderländer teilweise oder ganz zunichte gemacht würde. Die zu den primären Auswirkungen der beiden vorausgegangenen großen Ölpreisveränderungen gezogene Analogie würde dann nicht gelten.

Ein günstiger Einfluß auf das inländische Preisniveau der Öleinfuhrländer würde in einem solchen Fall jedoch wohl bestehen bleiben, und es wäre, sollten die Zielvorgaben für die nominale Geldmenge und/oder das Sozialprodukt eingehalten werden, mit einem gewissen Ausgleich für die Abnahme der Exporte in die Ölförderländer zu rechnen.

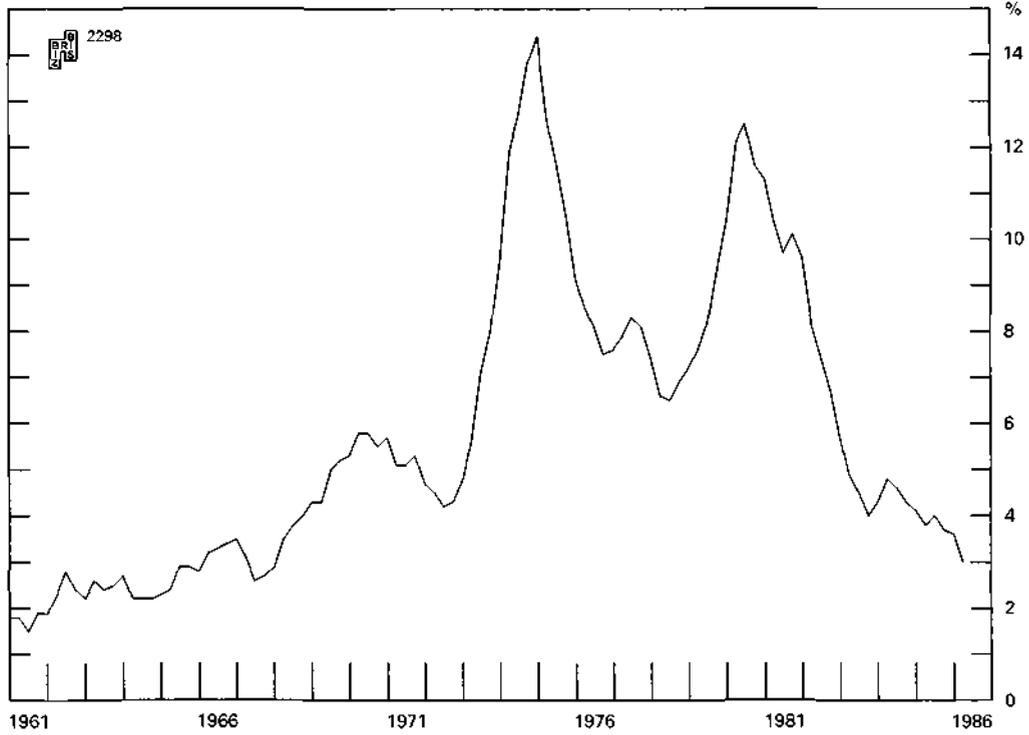
Abgesehen von den USA und Kanada gelten ähnliche Überlegungen für die in den einzelnen Ländern durch Währungsaufwertungen ausgelösten günstigen Preiseffekte. Vielerorts sollte zudem die Kombination sinkender Zinsen, geringerer Preissteigerungen und haussierender Aktienmärkte einen günstigen Einfluß auf die Investitionsausgaben der Unternehmen haben.

## Inflation

In den Ländern der Zehnergruppe stiegen die Verbraucherpreise in den zwölf Monaten bis zum Jahresende 1985 im Durchschnitt um etwa 3¼%. Dies stellt eine weitere Verbesserung gegenüber dem vorangegangenen Jahr dar. Bis zum März des laufenden Jahres hat sich der Verbraucherpreisanstieg weiter auf rund 2¼% zurückgebildet. Der Preisauftrieb ist damit im Durchschnitt schwächer als zu irgendeiner Zeit seit Mitte der sechziger Jahre. Bei einigen Ländern kann man – jedenfalls im Augenblick – von einer wiederhergestellten Preisstabilität sprechen. Dieser Erfolg muß überwiegend der seit dem zweiten Ölpreisschub vielerorts verfolgten Desinflationspolitik zugeschrieben werden, vor allem wenn man bedenkt, daß viele Länder bis Anfang des letzten Jahres ihre Stabilitätsfortschritte trotz schwacher Wechselkurse ihrer Währungen erzielten.

Im letzten Jahr und besonders in den ersten Monaten dieses Jahres gingen in den meisten Ländern auch von externen Faktoren günstige Einflüsse auf die Preisentwicklung aus. Gleichzeitig zeigte sich jedoch bei den Nominallohnzuwächsen entweder eine leicht anziehende Tendenz oder häufiger das Ausbleiben einer Anpassung an die seit 1983 abnehmenden Produktivitätsgewinne. Folglich war vielerorts im letzten Jahr eine ungünstigere Lohnstückkostenentwicklung festzustellen, was darauf hindeutet, daß die binnenwirtschaftlich bedingte Inflation noch keineswegs völlig erloschen ist.

Inflation in den Ländern der Zehnergruppe 1961–86\*



\* Durchschnittliche prozentuale Veränderung der Verbraucherpreise über vier Quartale. Mit den Konsumausgaben gewogener Durchschnitt auf der Basis der Wechselkurse des jeweils vorangegangenen Jahres.

Entwicklung der Verbraucherpreise

	Dezember						März 1986
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	
	Zunahme gegen Vorjahr in Prozent						
USA .....	12,4	8,9	3,9	3,8	4,0	3,8	2,3
Japan .....	7,5	4,3	1,8	1,8	2,6	1,8	1,1
Deutschland (BR) .....	5,5	6,8	4,6	2,6	2,0	1,8	0,1
Frankreich .....	13,7	13,9	9,7	9,3	6,7	4,7	3,0
Großbritannien .....	15,1	12,0	5,4	5,3	4,6	5,7	4,2
Italien .....	21,2	17,8	16,3	12,7	8,8	8,6	7,2
Kanada .....	11,2	12,1	9,3	4,5	3,8	4,4	4,1
Belgien .....	7,6	8,1	8,1	7,2	5,3	4,0	1,5
Niederlande .....	6,7	7,2	4,3	3,0	2,8	1,7	0,7
Schweden .....	14,1	9,2	9,6	9,2	8,2	5,6	4,3
Schweiz .....	4,4	6,6	5,5	2,1	2,9	3,2	0,9
Zehnergruppe* .....	11,2	9,3	5,2	4,5	4,1	3,7	2,3

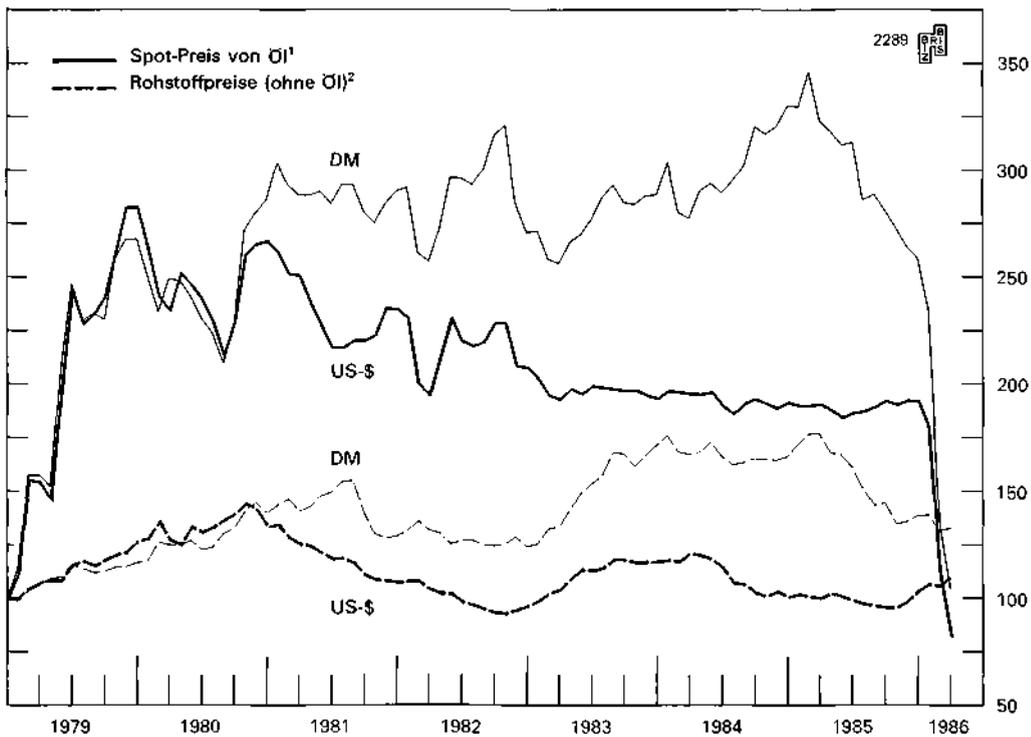
\* Mit den Konsumausgaben gewogener Durchschnitt auf der Basis der Wechselkurse des jeweils vorangegangenen Jahres.

*Rohstoff- und Einfuhrpreise.* Die Rohstoffpreise (ohne Erdöl) tendierten die meiste Zeit des vergangenen Jahres trotz des sinkenden Wertes ihrer Recheneinheit, des Dollar, zur Schwäche. Dies bedeutete, daß der Rückgang der Rohstoffpreise in den anderen, sich festigenden Währungen recht deutlich ausfiel. In D-Mark gerechnet fielen beispielsweise die Rohstoffpreise (ohne Erdöl) bis zum März dieses Jahres um rund 20% gegenüber ihrem Anfang 1985 erreichten Höchststand zurück.

Das verhaltenere Wirtschaftswachstum im vergangenen Jahr war zweifelsohne eine Ursache für die Preisrückgänge. Aber auch andere Faktoren dürften von Einfluß gewesen sein, so das nach wie vor hohe Niveau der Realzinsen, welches zum einen das Halten von Rohstoffbeständen kostspieliger macht und zum anderen den Anreiz für Kapitalverlagerungen von Sach- zu Geldvermögen vergrößert. Zudem könnten sich hochverschuldete Rohstoffländer in dem Bemühen, ihren Schuldendienst aufrechtzuerhalten, zu einigen Notverkäufen und Produktionssteigerungen gezwungen gesehen haben. Auf der Angebotsseite waren überdies gute Ernten bei mehreren Grundnahrungsmitteln zu verzeichnen, und in Asien haben sich neue Quellen für Getreideexporte ergeben, was die Nahrungsmittelpreise auf den Weltmärkten tendenziell drückte.

Weltmarktpreise für Rohstoffe (einschl. Erdöl) 1979–86

Dezember 1978 = 100



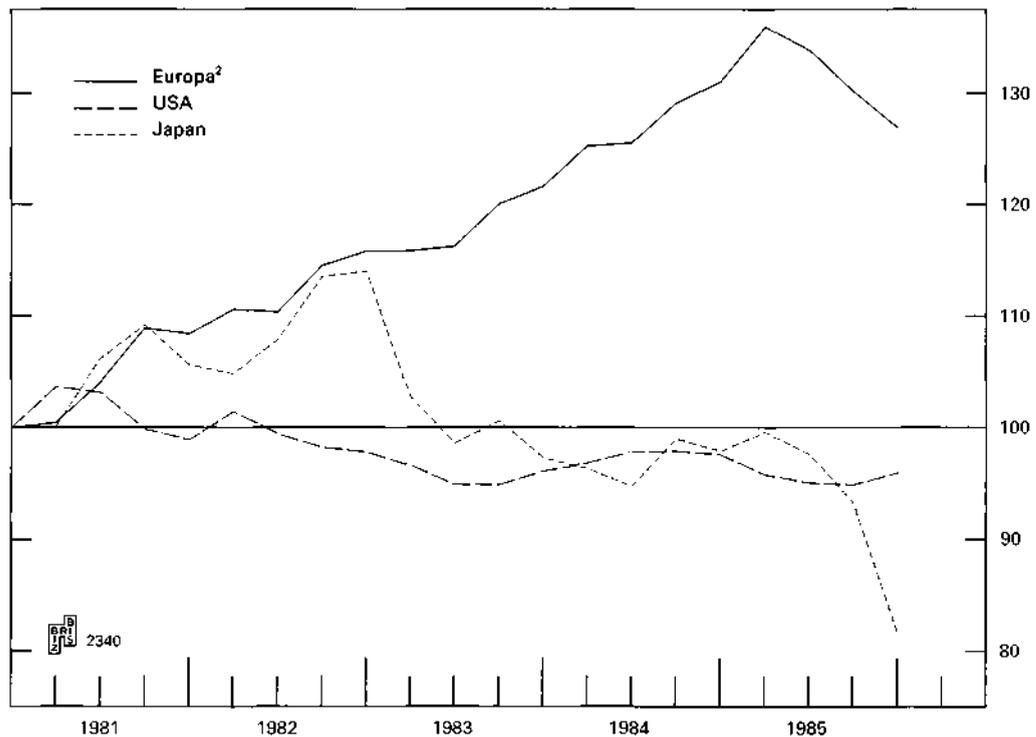
<sup>1</sup> „Saudi Arabian light crude“ in Rotterdam. Die Werte für 1986 wurden auf der Basis von „netback“-Verkaufspreisen geschätzt.  
<sup>2</sup> Economist-Index auf US-Dollar-Basis.

Diese Grundtendenz der Preisentwicklung bei den Rohstoffen bewirkte zusammen mit dem sinkenden Dollarkurs, daß sich in den meisten Ländern die externen Preisauftriebenden im vergangenen Jahr etwas abschwächten. Dies traf vor allem auf Europa zu, wo sich der Aufwärtstrend der Einfuhrpreise, wie die untenstehende Grafik zeigt, erstmals seit dem zweiten Ölpreisschub definitiv umzukehren begann. Auch in Japan war im letzten Jahr ein starker Rückgang zu verzeichnen.

Bemerkenswert ist, daß sich diese außerhalb der Vereinigten Staaten beobachtete Entwicklung bisher nicht spiegelbildlich in diesem Land selbst niederschlug. Die Grafik verdeutlicht, daß in den USA die Importpreise erst im vierten Quartal zu steigen begannen, und auch dann nur wenig. Möglicherweise begnügten sich die in die USA liefernden Exporteure mit geringeren Margen in ihrem Exportgeschäft – Margen, die während der Zeit des steilen Dollarkursanstiegs außergewöhnlich hoch waren.

*Löhne und Lohnstückkosten.* Die Nominallöhne veränderten sich im vergangenen Jahr in den Ländern der Zehnergruppe im ganzen nur wenig. Anders ausgedrückt: Eine allgemeine Tendenz zur weiteren Verlangsamung des Lohnanstiegs war trotz des in vielen Ländern hohen Stands der Arbeitslosigkeit und des bereits erwähnten tendenziell schwächeren Auftriebs der Verbraucherpreise kaum festzustellen.

Einfuhrpreise 1981–85<sup>1</sup>  
Viertes Quartal 1980 = 100



<sup>1</sup> Durchschnittswerte.

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

Als besonders hartnäckig erweist sich das Nominallohnproblem in einigen europäischen Ländern. In Großbritannien beispielsweise scheinen die Löhne gegen Arbeitsmarkteinflüsse immun geworden zu sein, und sie steigen weiter in einem Maße, das langfristig gesehen mit einer befriedigenden Preisentwicklung unvereinbar ist. In Deutschland führten Arbeitszeitverkürzungen zu einem stärkeren Anstieg der durchschnittlichen Stundenverdienste; möglicherweise ist hier nur ein vorübergehender Rückschlag eingetreten, der jedoch vor dem Hintergrund hoher Arbeitslosigkeit zu sehen ist.

Lohnkosten in der Industrie<sup>1</sup> und Großhandelspreise

	Jahr	Nominallöhne <sup>2</sup>	Produktivität <sup>3</sup>	Lohnstückkosten <sup>4</sup>	Großhandelspreise <sup>5</sup>
		Veränderung viertes Quartal gegen Vorjahr in Prozent			
USA .....	1983	3,7	3,3	0,3	0,8
	1984	3,7	0,8	3,0	1,6
	1985	3,7	- 0,6	4,3	1,4
Japan .....	1983	3,4	9,8	- 5,8	- 3,3
	1984	4,2	8,3	- 3,8	0,5
	1985	3,8	1,3	2,5	- 3,7
Deutschland (BR) .....	1983	4,0	7,6	- 3,4	0,8
	1984	4,8	4,8	- 0,1	1,3
	1985	5,5	3,2	2,3	- 1,1
Frankreich .....	1983	10,7	2,9	7,4	10,1
	1984	6,4	3,6	2,8	7,4
	1985	6,0	2,6	3,3	2,2
Großbritannien .....	1983	9,7	9,6	0,1	5,6
	1984	8,4	2,9	5,4	6,1
	1985	8,4	3,8	4,5	5,2
Italien .....	1983	15,2	4,7	10,1	9,1
	1984	10,8	6,1	4,4	8,9
	1985	10,8 <sup>6</sup>	1,0 <sup>6</sup>	9,6 <sup>6</sup>	5,9
Kanada .....	1983	4,8	12,9	- 7,2	3,6
	1984	5,0	7,3	- 2,1	4,2
	1985	4,4	3,3	1,0	2,4
Belgien .....	1983	8,3	6,1	2,0	9,0
	1984	8,5	2,1	6,2	3,1
	1985	6,7 <sup>6</sup>	3,3 <sup>6</sup>	3,3 <sup>6</sup>	- 2,2
Niederlande .....	1983	2,7	9,8	- 6,4	2,0
	1984	2,9	4,9	- 2,0	3,9
	1985	1,6	- 1,3	3,0	0,1
Schweden .....	1983	9,2	9,1	0,1	9,9
	1984	12,3	5,9	6,1	7,8
	1985	7,6	3,4	4,0	3,9
Schweiz .....	1983	3,1	4,9	- 1,7	0,9
	1984	1,7	2,4	- 0,7	3,3
	1985	3,2	2,3	0,8	0,9
Zehnergruppe <sup>7</sup> .....	1983	5,4	5,9	- 0,5	2,0
	1984	4,9	3,5	1,5	2,7
	1985	4,7	0,9	3,8	0,8

<sup>1</sup> USA und Frankreich: Unternehmenssektor (ohne Landwirtschaft); übrige Länder: produzierendes oder verarbeitendes Gewerbe. <sup>2</sup> USA, Italien, Belgien und Schweden: gesamte Arbeitskosten; übrige Länder: Bruttolohn- und -gehaltssumme bzw. Durchschnittsverdienste. <sup>3</sup> Japan, Großbritannien, Italien, Kanada, Niederlande und Schweiz: Produktionsergebnis je Beschäftigten; übrige Länder: Produktionsergebnis je Beschäftigtenstunde. <sup>4</sup> Errechnet aus Nominallöhnen und Produktivität. <sup>5</sup> USA, Frankreich, Großbritannien, Niederlande und Schweden: Erzeugerpreise; übrige Länder: Gesamtindex der Großhandelspreise. <sup>6</sup> Drittes Quartal. <sup>7</sup> Mit dem Bruttoinlandsprodukt gewogener Durchschnitt auf der Basis der Wechselkurse des vorangegangenen Jahres.

Frankreich erzielte weitere Fortschritte bei der Eindämmung des Lohnanstiegs. Die Regierung verkündete eine Lohnleitlinie, die sich nicht an der *vergangenen*, sondern an der Zielvorgabe für die *zukünftige* Inflationsrate orientiert. In einer Zeit sinkender Inflationsraten kann man hierin eine Maßnahme sehen, die einen schnelleren Rückgang der Inflation fördert, ohne daß sich daraus erkennbare ungünstige Auswirkungen für die Realeinkommen ergeben.

Auch in Italien besserten sich die Aussichten für die weitere Lohnentwicklung, als sich die Wähler im Juni in einer Volksabstimmung dafür entschieden, die zuvor im Rahmen der gleitenden Lohn-Preis-Skala unberücksichtigt gelassenen vier Indexpunkte endgültig aus dem Indexierungssystem herauszunehmen. Zudem einigte man sich gegen Ende des abgelaufenen Jahres auf ein abgeändertes Lohnindexierungssystem. Gleichwohl ist der nominale Lohnanstieg gemessen an den Erfordernissen der Preisstabilität nach wie vor hoch.

Dies gilt auch für Schweden, wo die Regierung Anfang des Jahres große Anstrengungen unternahm, die Tarifparteien an einen Tisch zu bringen, um die Lohnabschlüsse auf 5% und die Inflation auf 3% zu drücken.

Die Bemühungen der belgischen Regierung um strikte Lohnzurückhaltung zeigten 1985 offenbar erste positive Ergebnisse, und zu Beginn dieses Jahres wurden weitere Schritte eingeleitet.

Anders als in Europa, wo die Lohnentwicklung noch immer nicht völlig befriedigt, sind auf der anderen Seite des Atlantiks, namentlich in den USA, ermutigendere Anzeichen erkennbar. Die Löhne stiegen dort im letzten Jahr nicht stärker als 1983. Man muß diese Entwicklung vor dem Hintergrund der nachhaltigen Wirtschaftserholung sehen – einer Phase, in der sich die Inflation gewöhnlich beschleunigt.

Es sind eindeutige Anzeichen dafür erkennbar, daß die Lohnflexibilität in den USA größer ist als in anderen Ländern. So gibt es Fälle, in denen im Interesse der Arbeitsplatzhaltung sogar Lohnsenkungen akzeptiert worden sind. Dessenungeachtet sind die Lohnstückkosten angesichts im letzten Jahr rückläufiger Produktivität (s. Tabelle auf S. 19) wiederum geringfügig gestiegen. In der Tat war das Produktivitätsergebnis, wie aus der Tabelle ersichtlich, in den meisten Ländern so beschaffen, daß, setzt man es in Beziehung zur Entwicklung der Nominallöhne, die Lohnstückkosten tendenziell beschleunigt anstiegen.

Was das gesamtwirtschaftliche Preisniveau anbelangt, so dürfte der jüngste Ölpreisrückgang im ersten Teil dieses Jahres eine weitere Abschwächung der Inflation bewirken. Allerdings stimmt die neuere Entwicklung bei den Löhnen und Stückkosten, die bei hoher Arbeitslosigkeit stattfand, nicht sehr zuversichtlich, was die längerfristigen Perspektiven angeht. Da die Arbeitskosten bei weitem den größten Teil der Gesamtkosten ausmachen, ist es um so notwendiger, die Steigerung der Tariflöhne weiterhin – und in manchen Fällen verstärkt – zu bremsen. Für viele Länder ist die günstige außenwirtschaftliche Preisentwicklung eine ungewöhnlich hilfreiche Begleiterscheinung für Initiativen auf diesem Gebiet. Aber der Zeitpunkt, diese Chance zu nutzen, ist jetzt gegeben.

### Arbeitsmärkte in der gegenwärtigen wirtschaftlichen Erholungsphase

*Kontrast zwischen Europa einerseits und Nordamerika und Japan andererseits.* Ein hervorstechendes Merkmal der Arbeitsmarktentwicklung in der gegenwärtigen Aufschwungsphase ist der Kontrast, der zwischen Europa einerseits und Nordamerika und Japan andererseits besteht. Wie aus der untenstehenden Tabelle hervorgeht, ließ der rasche Beschäftigungsanstieg in den Vereinigten Staaten die Arbeitslosenquote 1985 auf 7,2% absinken, die niedrigste Rate seit fünf Jahren. Darüber hinaus ist die Beschäftigungsquote der Personen im erwerbsfähigen Alter so hoch wie noch nie zuvor, worin sich teilweise das Heranwachsen der geburtenstarken Jahrgänge niederschlägt. In Europa stieg hingegen 1985 die Arbeitslosigkeit weiter, da der Beschäftigungszuwachs mit der Zunahme der Erwerbspersonen nicht Schritt hielt. Der Anteil der Beschäftigten an der erwerbsfähigen Bevölkerung liegt nunmehr um etwa 7 Prozentpunkte niedriger als in den späten sechziger und frühen siebziger Jahren. Darüber hinaus spiegeln sich in der rückläufigen Erwerbsbeteiligung wahrscheinlich sowohl demographische Faktoren als auch ein auf ungünstigen Beschäftigungsmöglichkeiten beruhender sogenannter „discouraged worker effect“. Die in Japan gemachten Erfahrungen liegen irgendwo in der Mitte zwischen denen Europas und Nordamerikas. Das Beschäftigungswachstum hat seit 1975 eine positive Entwicklung genommen, wenn auch der Anstieg im Vergleich zu früheren Trends und dem Zuwachs in Nordamerika gering war. Gleichwohl erreichte die Arbeitslosenquote, die im internationalen Vergleich noch immer sehr

Arbeitsmarktindikatoren : USA, Japan und Europa<sup>1</sup>

	Arbeitslosenquote	Erwerbsquote	Beschäftigung relativ zur Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter	Entlohnung je Beschäftigten	Reale Arbeitskosten <sup>2</sup>	Produktionsergebnis je Beschäftigten	Beschäftigung
	Prozent			durchschnittliche jährliche Veränderung in Prozent			
<b>USA</b>							
1965–73 .....	4,5	66,5	63,6	6,3	1,3	1,2	2,3
1974–79 .....	6,8	69,9	65,3	7,8	- 0,2	0,0	2,5
1980–85 .....	8,1	72,8	67,0	6,5	0,4	0,5	1,4
1984 .....	7,5	73,4	67,9	4,7	0,6	2,4	4,1
1985 .....	7,2	73,9	68,7	3,7	0,3	0,2	2,1
<b>Japan</b>							
1965–73 .....	1,2	71,9	71,0	14,7	7,6	7,9	1,3
1974–79 .....	1,9	71,0	69,6	12,5	4,1	2,9	0,7
1980–85 .....	2,4	72,4	70,6	4,5	2,4	3,1	1,0
1984 .....	2,7	72,7	70,7	3,9	2,6	4,4	0,6
1985 .....	2,6	72,5	70,6	3,8	2,1	3,8	0,7
<b>Europäische OECD-Länder</b>							
1965–73 .....	3,2	67,6	65,3	10,0	4,4	4,2	0,3
1974–79 .....	5,4	66,9	63,3	12,5	2,3	2,1	0,3
1980–85 .....	9,5	65,8	59,6	9,7	0,3	1,5	- 0,2
1984 .....	11,0	65,2	58,0	7,7	- 0,3	2,1	0,1
1985 .....	11,2	65,3	57,9	6,7	- 0,4	2,0	0,3

<sup>1</sup> Die Angaben zu 1985 sind vorläufig. <sup>2</sup> Entlohnung je Beschäftigten deflationiert mit dem Preisindex des BIP.

Quellen: OECD Labour Force Statistics und OECD National Accounts.

gering ist, am Jahresende 1985 ein historisches Hoch (2,9%), ging dann aber in den ersten Monaten dieses Jahres erneut zurück.

*Veränderungen in der Struktur der Beschäftigung.* Ein weiterer Gegensatz bei der neueren Entwicklung auf den Arbeitsmärkten zeichnet sich quer durch die Länder zwischen dem produzierenden Gewerbe und dem Dienstleistungsbereich ab. Die meisten Länder registrierten einen geringen oder negativen Beschäftigungszuwachs in der Industrie, während der Dienstleistungssektor einen steilen Anstieg aufwies. Zwar hat sich die verhaltene Wirtschaftstätigkeit in der Industrie auch auf die Nachfrage nach Dienstleistungen ausgewirkt, und eine restriktive Finanzpolitik hat die Neueinstellungen im öffentlichen Dienst zurückgehen lassen, doch expandierte der Dienstleistungssektor weiter, so daß sein Anteil an der Gesamtbeschäftigung bis 1985 in den meisten Ländern nahezu 6 Prozentpunkte gegenüber zehn Jahren zuvor zulegte. Der Bereich der finanziellen und kommerziellen Dienstleistungen hat einen besonders starken Aufschwung erlebt und beschäftigt nunmehr in mehreren Ländern fast 10% aller Beschäftigten in der Gesamtwirtschaft. Der überwiegende Teil dieser Expansion kann dem Wachstum der kommerziellen Dienstleistungen zugerechnet werden – teilweise eine Folge der Übertragung von Dienstleistungsaktivitäten von Industrieunternehmen auf Tochtergesellschaften oder fremde Dienstleistungsunternehmen. Im Finanzsektor hat dagegen die Beschäftigung in den letzten fünf Jahren langsamer zugenommen, da die Banken neue, arbeitsplatzsparende Investitionen vorgenommen haben.

In Anbetracht der sehr heterogenen Natur des Dienstleistungssektors ist es schwierig, allgemeine Merkmale für den Arbeitsplätze schaffenden Prozeß auszumachen. Auch dessen Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft können hier aus mehreren Gründen nur versuchsweise aufgezählt werden. Erstens reagiert die Industrie auf Konjunkturschwankungen empfindlicher als der Dienstleistungsbereich, weshalb der Beschäftigungsanteil des produzierenden Gewerbes während einer Rezession tendenziell sinkt. Zweitens ist die Arbeitsproduktivität im Dienstleistungssektor wegen der niedrigen Kapitalintensität der Arbeitsplätze und des hohen und zunehmenden Anteils von Teilzeitbeschäftigten niedriger als in der Industrie. Infolgedessen reduzierte die Verlagerung von Beschäftigung hin zu den Dienstleistungen tendenziell das Produktivitätswachstum in der Gesamtwirtschaft und damit den Spielraum für einen stabilitätsgerechten Anstieg der Reallöhne. Drittens ist der Prozeß der „Entindustrialisierung“, den die Industrieländer zu durchlaufen scheinen, viel geringer ausgeprägt, wenn man anstelle der Beschäftigung die langfristige Produktionsentwicklung oder die jeweiligen Anteile an der Wertschöpfung als Indikator heranzieht.

Diese zyklischen und strukturellen Merkmale werden deutlich, wenn man die jüngsten Veränderungen bei Produktion und Beschäftigung miteinander vergleicht. So entfallen von den 11 Mio. seit Ende 1982 in den USA außerhalb der Landwirtschaft geschaffenen Arbeitsplätzen nur 20% auf das produzierende Gewerbe. Überdies war die Beschäftigung in der verarbeitenden Industrie, die von der Höherbewertung des Dollar besonders empfindlich getroffen wurde, bis gegen Ende des letzten Jahres rückläufig und lag am Jahresende 1985 noch immer etwa 8% unter ihrem Höchststand von 1979. Die industrielle Produktion in den Vereinigten

Beschäftigungsmerkmale des Dienstleistungssektors: Ausgewählte Indikatoren

	Gesamter Dienstleistungssektor					
	Beschäftigung			Reale Wertschöpfung je Beschäftigten		
	Veränderung in Prozent		Prozentanteil an der Beschäftigung insgesamt 1985	Veränderung in Prozent		relativ zur verarbeitenden Industrie <sup>1</sup> 1983
	1975-79	1980-85		1975-79	1980-83	
USA .....	3,5	2,3	68,8	1,6	0,2	74,4
Japan .....	2,4	1,7	56,3	2,3	2,1	69,6
Deutschland (BR) ..	1,4	0,8	53,4	3,7	1,0 <sup>2</sup>	80,5 <sup>3</sup>
Frankreich .....	2,2	1,2	59,3	2,5	0,7	72,6
Großbritannien .....	1,2	1,1	65,1	2,0	1,5	70,1
Italien .....	2,7	2,8	55,2	1,2	~ 0,6	72,8
Kanada .....	3,2	2,4	69,3	1,6	- 0,6	62,1
Belgien .....	2,1	0,5 <sup>4</sup>	66,1 <sup>5</sup>	1,1	0,8	60,1
Niederlande .....	2,1	2,5 <sup>4</sup>	67,2 <sup>5</sup>	2,6 <sup>6</sup>	- 1,9	81,4
Schweden .....	2,7	1,4	65,3	- 1,1	- 0,4	51,5
Schweiz .....	0,7	1,0	55,8	.	.	.
Zehnergruppe <sup>7</sup> .....	2,7	1,9	63,6	2,0	0,6	72,5

	Finanzielle und kommerzielle Dienstleistungen			Öffentlicher Dienst		
	Beschäftigung					
	Veränderung in Prozent		Prozentanteil an der Beschäftigung insgesamt 1983	Veränderung in Prozent		Prozentanteil an der Beschäftigung insgesamt 1983
	1975-79	1980-83		1975-79	1980-83	
USA .....	6,1	4,5	9,7	1,2	0,4	16,5
Japan .....	.	4,2	6,4	1,4	0,9	6,5
Deutschland (BR) ..	1,9	2,4	6,4	1,8	1,0	15,9
Frankreich .....	.	2,5 <sup>5</sup>	7,4 <sup>3</sup>	1,2	1,6	19,2
Großbritannien .....	2,4	3,5	8,7	0,8	- 0,6	22,1
Italien .....	.	7,2 <sup>8</sup>	3,1 <sup>3</sup>	2,6	1,1	15,6
Kanada .....	5,7	2,8	9,7	1,0	2,3 <sup>2</sup>	.
Belgien .....	2,7	1,8	7,4	3,9	1,0 <sup>2</sup>	19,5 <sup>3</sup>
Niederlande .....	4,9	2,4	9,4	2,8	0,9	16,1
Schweden .....	5,7	3,2	7,2	4,6	2,1	32,3
Schweiz .....	1,0	3,2	9,0	1,6	1,3 <sup>2</sup>	.
Zehnergruppe <sup>7</sup> .....	4,9	4,0	8,3	1,4	0,7	16,9

<sup>1</sup> Wertschöpfung (in Preisen von 1983) je beschäftigten Arbeitnehmer im Dienstleistungssektor in Prozent der Wertschöpfung je Beschäftigten in der verarbeitenden Industrie; Italien: Gesamtindustrie. <sup>2</sup> 1980-82. <sup>3</sup> 1982. <sup>4</sup> 1980-83. <sup>5</sup> 1983. <sup>6</sup> 1977-79. <sup>7</sup> Gewogen mit der Beschäftigung im Dienstleistungssektor im Jahr 1982. <sup>8</sup> 1976-82.

Quellen: OECD National Accounts, Band II, OECD Labour Force Statistics und OECD Employment Outlook.

Staaten hielt sich dagegen überraschend gut, und zwar sowohl gemessen am Bruttoinlandsprodukt als auch verglichen mit früheren Trends. Auch in Japan verlief das Produktionswachstum in der verarbeitenden Industrie dynamischer als es die Beschäftigungszahlen nahelegen würden. In Deutschland hingegen, vor allem aber in Großbritannien, deuten die Kennziffern der Produktion und der Beschäftigung

auf ein abnehmendes Gewicht des verarbeitenden Sektors. Ungünstige konjunkturelle Einflüsse waren hierfür teilweise verantwortlich. Wenn man allerdings die reale Aufwertung des US-Dollar und die damit verbundene Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Unternehmen in Rechnung stellt, so deutet die verhaltene Ausweitung von Produktion und Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe doch eher auf eine fundamentale Schwäche hin.

*Rigiditäten, Reallöhne und Sachkapazitäten.* Die meisten Untersuchungen über jüngste Trends auf den Arbeitsmärkten analysierten vorwiegend die Gründe für die ungünstige Situation in Europa. Neben dem langsamen Wachstum der realen Nachfrage und Produktion wurden im wesentlichen drei Erklärungen angeführt: erstens unflexible Arbeits- und Gütermärkte, die eine Anpassung des Lohngefüges und der Beschäftigung erschweren; zweitens steigende reale Lohnkosten relativ zur Arbeitsproduktivität und ein damit einhergehender Rückgang des Anteils der Gewinne am Volkseinkommen sowie der Rentabilität; und drittens Veränderungen des Umfangs und der Zusammensetzung des Kapitalstocks.

*Rigiditäten am Arbeitsmarkt.* Ein genaues Urteil über die mangelnde Flexibilität auf den Arbeitsmärkten und über die sich daraus ergebenden Auswirkungen auf das Beschäftigungswachstum in Europa läßt sich nur schwer bilden, da es nur sehr wenige quantitative Maße hierüber gibt. Hinzu kommt, daß ein Bedarf an Flexibilität auf dem Arbeitsmarkt davon abhängt, inwieweit andere Märkte – insbesondere Produktmärkte – großen Schwankungen in bezug auf das Produktionsvolumen und die relativen Preise unterworfen sind. Als häufigste Ursache für Starrheiten werden Maßnahmen oder institutionelle Einrichtungen genannt, die eine Anpassung der Reallöhne und des Lohngefüges an veränderte Angebots- und Nachfragebedingungen verhindern (Mindestlöhne, Indexierung und hohe Arbeitslosenzahlungen), die die Gesamtarbeitskosten im Verhältnis zum Ertrag erhöhen (Sozialversicherungsbeiträge, Ausbildungs- und Weiterbildungskosten sowie Ausgaben im Rahmen von Sozialplänen) und die Arbeitsmärkte aufsplintern sowie den Wettbewerb unterdrücken. Mehrere Länder haben jedoch inzwischen Schritte unternommen, um die Arbeitsmärkte flexibler zu machen. So wurden die Lohnindexierung geändert (Italien, Belgien und Frankreich) oder aufgegeben (Dänemark), der Abschluß befristeter Arbeitsverhältnisse erleichtert (Frankreich und Deutschland), Arbeitslosenunterstützungen in Relation zu den Durchschnittsverdiensten gesenkt (Dänemark und Großbritannien), Sozialversicherungsbeiträge entweder generell oder für bestimmte Arbeitnehmergruppen gekürzt (Frankreich, Dänemark, Belgien und Großbritannien) und Teilzeitarbeit und Vorruhestand gefördert (Niederlande, Belgien und Deutschland). Außerdem wurden Maßnahmen ergriffen, um den Einfluß der Gewerkschaften auf den Lohnfindungsprozeß zu beschneiden (Großbritannien).

Eine andere Entwicklung, die auf flexiblere Arbeitsmärkte hindeutet, war die sehr rasche Zunahme der Zahl der Teilzeitarbeitskräfte, besonders in Belgien und den Niederlanden, wo sich antizyklische Maßnahmen zur Förderung einer kürzeren Wochenarbeitszeit aber auch der Einfluß von Entwicklungen auf der Nachfrage- und der Angebotsseite niederschlugen. In mehreren europäischen Ländern (Norwegen, Schweden und Niederlande) stellen Teilzeitarbeitskräfte inzwischen 25% oder mehr der insgesamt beschäftigten Arbeitnehmer, wobei ein über dem Durchschnitt

liegender Anteil bei Frauen und im Dienstleistungssektor festzustellen ist. In Deutschland und Frankreich ist hingegen (trotz entsprechender Maßnahmen) die Zahl der Teilzeitarbeitskräfte relativ niedrig geblieben und hat sich in Ländern mit kräftiger allgemeiner Ausweitung der Beschäftigung (Japan und Nordamerika) nur leicht erhöht.

*Reallöhne und Beschäftigung.* Hinsichtlich des zwischen den Reallöhnen und der Beschäftigung bestehenden Zusammenhangs deutet die Grafik auf S. 26 darauf hin, daß übermäßige Reallohnsteigerungen und ein entsprechender Anstieg der Lohnquote nach der ersten großen Ölpreiserhöhung zur Zunahme der Arbeitslosigkeit in Europa beitrugen. Seither ging jedoch die sich verschlechternde Arbeitsmarktlage Hand in Hand mit einer maßvolleren Reallohnentwicklung und einer bemerkenswerten Erholung des Anteils der Bruttogewinneinkommen am gesamten Volkseinkommen. Die anhaltende, hohe Arbeitslosigkeit in Europa kann deshalb nur schwerlich allein dem starren Reallohnverhalten zugeschrieben werden. Ein im Vergleich zu früheren Konjunkturzyklen real schwaches Produktionswachstum sowie Kapazitätsengpässe, die weiter unten erörtert werden, dürften ebenfalls eine Rolle gespielt haben.

Beschäftigung, Arbeitslosigkeit und Reallöhne in ausgewählten europäischen Ländern

	1965-73			1974-79			1980-85 <sup>1</sup>			1984			1985 <sup>1</sup>		
	BE	A	RL	BE	A	RL	BE	A	RL	BE	A	RL	BE	A	RL
Deutschland (BR)	0,0	1,2	4,6	-0,6	4,1	2,6	-0,3	7,5	1,0	0,1	9,1	1,5	0,7	9,3	0,9
Frankreich . . . . .	0,8	1,3	4,3	0,4	4,4	3,8	-0,5	8,7	1,2	-1,0	9,9	0,7	-0,4	10,3	0,2
Großbritannien	0,0	2,3	3,2	0,2	4,4	1,2	-0,8	10,6	1,8	1,5	12,4	0,9	0,8	12,9	1,9
Italien . . . . .	-0,2	5,7	5,7	1,0	6,6	2,0	0,4	9,3	1,1	0,4	10,4	1,0	0,5	10,6	0,8
Belgien . . . . .	0,7	2,4	4,8	0,0	6,3	3,7	-0,7	12,3	1,5	0,0	14,1	1,0	0,3	13,3	0,1
Dänemark . . . . .	1,1	1,1	2,3	0,4	5,3	1,6	0,3	9,0	0,0	2,4	9,8	-0,6	2,4	9,1	-0,3
Niederlande . . . . .	0,5	1,7	5,1	0,5	4,9	2,5	-0,9	13,7	-0,7	-0,5	17,2	-2,0	0,8	15,6	-0,8
Spanien . . . . .	0,9	1,8	5,8 <sup>2</sup>	-1,2	5,8	3,5	-1,9	17,4	1,2	-3,9	21,2	-0,9	0,4	21,5	-0,3
Schweden . . . . .	0,6	2,0	2,3	1,2	2,0	2,1	0,4	2,8	-0,7	0,7	3,1	0,5	1,0	2,8	-0,3
Schweiz . . . . .	0,8	0,0	3,7	-1,3	0,4	2,0	0,3	0,6	1,7	-0,2	1,2	1,3	0,9	1,0	2,3
EG . . . . .	0,2	2,2	4,4	0,2	4,6	2,5	-0,3	9,2	1,2	0,3	10,9	1,0	0,4	11,2	0,8

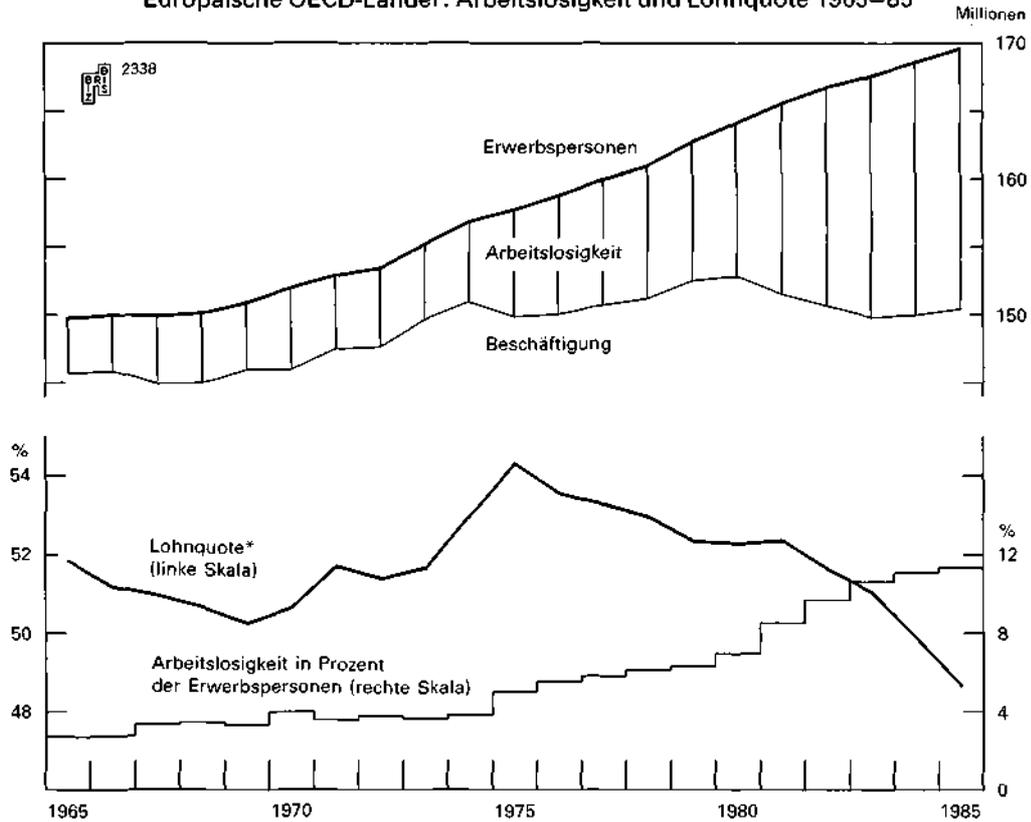
Anmerkung: BE = Beschäftigung insgesamt, durchschnittliche Jahresveränderungsrate; A = Arbeitslosenquote in Prozent, nationale Definitionen; RL = Entlohnung je Beschäftigten deflationiert mit dem Preisindex des BIP, durchschnittliche Jahresveränderungsrate.

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

Quellen: OECD National Accounts, OECD Labour Force Statistics und Europäische Wirtschaft der EG.

Das maßvollere Reallohnverhalten in Europa war im allgemeinen von einem schwächeren Anstieg der Nominallohne und Preise begleitet, doch war der Grad der Mäßigung von Land zu Land unterschiedlich hoch. Wie aus obiger Tabelle hervorgeht, sanken in den europäischen Ländern seit 1980 die Reallöhne in den Niederlanden und Schweden am stärksten, und in Dänemark stagnierten sie. In Deutschland liegt die bereinigte Lohnquote nunmehr unter dem Niveau der frühen sechziger Jahre; dasselbe gilt für Frankreich, wenn auch hier die Quoten in den frühen siebziger Jahren noch niedriger waren. Ganz anders in Großbritannien, wo die

Europäische OECD-Länder: Arbeitslosigkeit und Lohnquote 1965–85



\*Bereinigt um Veränderungen des Anteils der Arbeitnehmer an den gesamten Erwerbstätigen.  
 Quellen: OECD Labour Force Statistics und OECD National Accounts.

Zuwachsraten bei den Real- und Nominallöhnen, wie bereits erwähnt, weitgehend unbeeinflusst vom Rekordniveau der Arbeitslosigkeit waren. Auch in Italien blieben die Nominallohnzuwächse vergleichsweise groß, und bis in allerjüngste Zeit lagen die Reallohnsteigerungen über den Produktivitätsgewinnen. In Japan bleiben die derzeitigen Reallohnsteigerungen weit hinter denen früherer Jahre zurück, doch anders als in Europa ist die Lohnquote hoch geblieben. Was schließlich die USA angeht, so paßten sich die Reallöhne flexibel an die beiden Ölpreisschocks an, und die jüngste Besserung der Arbeitsmarktlage scheint nicht dazu geführt zu haben, daß frühere Nominal- und Reallohnzugeständnisse in ein gegenteiliges Verhalten umgeschlagen sind.

*Sachkapazitäten und Arbeitslosigkeit.* Trotz der Verlagerung eines Teils der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und Beschäftigung zu weniger kapitalintensiven Sektoren wächst die Besorgnis – vor allem in Europa –, daß fehlende Produktionskapazitäten die Möglichkeiten für einen nachhaltigen Abbau der Arbeitslosigkeit verringert haben. Wie aus der gegenüberstehenden Tabelle hervorgeht, ist der Anteil der Bruttoanlageinvestitionen am Bruttoinlandsprodukt tendenziell gesunken, und eine noch stärkere Abnahme ist bei den Nettoinvestitionen festzustellen. Welche Gründe

für den steigenden Anteil der Reinvestitionen (d.h. der Differenz zwischen Brutto- und Nettoinvestitionen) verantwortlich und welcher Art diese sind, ist nicht eindeutig geklärt. Bis zu einem gewissen Grad könnten sich hier veränderte statistische Methoden bei der Berechnung der Abschreibungen niederschlagen. In den Vereinigten Staaten scheint es in bezug auf die Zusammensetzung der Investitionen eine Gewichtsverlagerung zugunsten der Ausrüstungsinvestitionen gegeben zu haben, eine Entwicklung, die das Durchschnittsalter des Kapitalstocks tendenziell verringert und den Anteil von Abschreibungen und Reinvestitionen steigen läßt. In Europa werden häufig Rationalisierungsinvestitionen als Ursache hierfür genannt, da die Unternehmen bestrebt sind, die Arbeitskosten durch kapitalintensivere Produktionsverfahren zu senken. Die Rentabilitätsindikatoren können in diesem Sinne interpretiert werden. Steigt der Kapitalstock im Verhältnis zum Arbeitseinsatz, so ist damit zu rechnen, daß die Rendite des eingesetzten Sachkapitals und die Produktivität von Kapitalstockerhöhungen sinken oder langsamer steigen. Was auch immer die Gründe für die schwache Zunahme des Produktivvermögens sein mögen, die in der letzten Spalte der Tabelle ausgewiesenen Werte des Auslastungsgrades der Sachkapazitäten geben Anlaß zu Besorgnis: Trotz des relativ verhaltenen Aufschwungs in Europa besteht die Gefahr, daß die Kapazitätsgrenzen erreicht sein werden, lange bevor der Aufschwung den Arbeitsmarkt geräumt haben wird.

Gleichzeitig sprechen jedoch die Entwicklung anderer Indikatoren und die Erfahrung einiger Länder gegen eine zu pessimistische Einschätzung des Kapazitätenproblems. Zum einen kann erwartet werden, daß die durchschnittliche Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität mit der Schließung unrentabler Firmen und einer

Indikatoren zu den Sachkapazitäten

	Anlageinvestitionen in Prozent des BIP						Sachkapitalrendite im verarbeitenden Gewerbe in Prozent <sup>1</sup>			Auslastungsgrad der Sachkapazitäten viertes Quartal 1985 in Prozent des Höchstwertes von 1973-75
	Bruttoinvestitionen			Nettoinvestitionen						
	1960	1973	1984	1960	1973	1984	1965-69	1975	1985 <sup>2</sup>	
USA .....	17,9	19,1	18,0	7,1	8,5	5,0	23,6	15,4	17,6	91,7
Japan .....	29,5	36,4	28,0	18,6	22,8	14,0	36,7	18,5	24,0	91,9
Deutschland (BR) .....	24,3	23,9	20,2	16,5	13,6	7,6	19,3	13,7	16,0	97,5
Frankreich .....	20,1	23,8	18,9	10,1	14,2	6,8	16,3	13,1	13,0	95,0
Großbritannien .....	16,4	20,1	17,3	8,0	10,1	5,3	11,3	5,5	7,8	95,6
Italien .....	22,6	20,8	17,9	14,4	12,4	7,8	17,8	11,8	15,6	93,7
Kanada .....	21,9	22,4	18,1	9,7	11,7	6,2	14,5	13,1	10,2	88,4
Belgien .....	19,3	21,4	16,1	9,2	12,2	6,5	17,1 <sup>3</sup>	9,5	15,5	94,1
Niederlande .....	24,1	23,1	18,4	15,1	14,8	7,9	11,6 <sup>4</sup>	8,7	9,3 <sup>5</sup>	97,7
Schweden .....	22,7	21,9	18,3	12,4	12,2	6,6	11,4	9,7	9,4	99,1 <sup>6</sup>
Schweiz .....	24,8	29,4	23,3	14,2	17,7	13,2	.	.	.	95,7
EG .....	21,8	23,0	18,7	13,3	13,3	7,2	10,8 <sup>4</sup>	7,3	6,6 <sup>5</sup>	95,1 <sup>7</sup>

<sup>1</sup> Bruttobetriebsgewinn in Prozent des Bruttoanlagevermögens. Für die Niederlande und die EG beziehen sich die Zahlen auf den Unternehmenssektor ohne Wohnungswirtschaft. <sup>2</sup> Vorläufig. <sup>3</sup> 1970. <sup>4</sup> 1960-73. <sup>5</sup> 1984. <sup>6</sup> Die Reihe beginnt erst 1980. <sup>7</sup> Belgien, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien und Niederlande.

Quellen: OECD Economic Outlook, OECD National Accounts, Jahreswirtschaftsübersicht der EG und Angaben der einzelnen Länder.

kapitalintensiveren Ausstattung der Arbeitsplätze stärker steigt. Produktivitätsveränderungen müssen aufgrund konjunktureller Einflüsse und wegen der Verschiebungen hin zu Dienstleistungen und vermehrter Teilzeitarbeit vorsichtig interpretiert werden. Gleichwohl fällt auf, daß das Produktivitätswachstum in Europa mit Ausnahme Großbritanniens tendenziell zurückgegangen ist und im gegenwärtigen Aufschwung eine Rate erreicht hat, die nur halb so hoch ist wie in früheren Konjunkturzyklen. Zweitens haben die hohen Realzinsen zusammen mit der moderaten Entwicklung der Real- und Nominallohne die relativen Faktorpreise zugunsten des Faktors Arbeit verändert. Dies begünstigt arbeitsintensivere Produktionsverfahren und ein gewisses „Strecken“ bestehender Kapazitäten. Die in einem Industrieland (Dänemark) gemachten Erfahrungen deuten im übrigen darauf hin, daß die Beschäftigung trotz vorheriger Befürchtungen über Kapazitätsengpässe unter günstigen Bedingungen rasch zunehmen kann: Im Gefolge stark rückläufiger Zinsen, einer ausgeprägten Abschwächung der Real- und Nominallohnzuwächse und eines gefestigten Vertrauens in der Wirtschaft stiegen die Bruttoanlageinvestitionen in der Zeit von 1981 bis 1985 um nahezu 40%, so daß sich der Anteil der Anlageinvestitionen am Bruttoinlandsprodukt von einem absoluten Tief von 15½ auf 19½% erhöhte. Obwohl die Anlageinvestitionen noch immer unter dem Niveau von 1979 liegen, meldeten Ende letzten Jahres nur 8% der Industrieunternehmen Engpässe bei den Kapazitäten. Überdies nahm die Beschäftigung in der Gesamtwirtschaft, begünstigt durch die maßvollere Lohnentwicklung, in den Jahren 1984/85 um jeweils mehr als 2% ausschließlich aufgrund des Wachstums im privaten Sektor zu.

*Zusammenfassung.* Die generelle Abschwächung des Lohnanstiegs und die Verschiebung der Faktoreinkommensverteilung zugunsten der Unternehmensgewinne in Europa sind hoffnungsvolle Zeichen für die Beschäftigungsaussichten. Letztere Entwicklung ist besonders ermutigend, da sie in mehreren Ländern entgegen früheren prozyklischen Verlaufsmustern der Gewinnquoten verläuft. Gleichwohl bleiben bei der Beurteilung der Arbeitsmarktperspektiven mehrere Fragen offen. Einmal ist es ungewiß, ob die Abschwächung der Lohnsteigerungen auf einer grundlegenden Verhaltensänderung beruht oder ob sie sich umkehrt, sobald die Beschäftigung wieder ansteigt. Zweitens haben zwar die verbesserten Gewinnquoten ein bedeutendes Hindernis für einen kräftigeren Anstieg der Beschäftigung aus dem Weg geräumt, doch bleibt abzuwarten, ob die bestehenden Kapazitäten in Europa eine größere Zunahme der Beschäftigung stützen können. Drittens lassen sich die gegenwärtigen Trendraten des Produktions- und Produktivitätswachstums nicht genau abschätzen, was auch bedeutet, daß der Spielraum für eine stabilitätsgerechte Erhöhung der Reallöhne ungewiß ist. Es sieht jedoch so aus, als ob diese trendmäßigen Wachstumsraten derzeit niedriger sind als in der Vergangenheit. Zudem ist damit zu rechnen, daß die Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität weiter zurückgehen wird, sollte die Arbeitsintensität der Produktion als Reaktion auf die jüngste Veränderung der relativen Faktorpreise steigen.

### **Finanzpolitik und finanzpolitische Fragestellungen**

Eines der bedeutendsten finanzpolitischen Ereignisse des vergangenen Jahres dürfte die grundlegend veränderte Einstellung der USA zum Haushaltsdefizit ge-

wesen sein. Frühzeitig im Jahr war klar geworden, daß ohne eine tiefgreifende Änderung des finanzpolitischen Instrumentariums weiterhin hohe Bundesdefizite zumindest bis zum Ende des Jahrzehnts in Aussicht standen.

Deshalb kam es zu einem neuen Vorschlag über eine Reform des gesamten Haushaltsaufstellungsverfahrens. Ein wichtiges Element dieses Reformvorhabens (des sogenannten Gramm-Rudman-Hollings-Plans) bestand in der gesetzlichen Festlegung von Obergrenzen für das Haushaltsdefizit jedes einzelnen Jahres bis zum Haushaltsjahr 1991, in welchem die Deckungslücke beseitigt wäre. Gleichermaßen bedeutsam war die Tatsache, daß diesen Plafonds durch automatisch einsetzende Verfahren zur Kürzung bestimmter Ausgabearten, darunter auch der Verteidigungsausgaben, Geltung verschafft würde, wenn die Vorausschätzungen der Budgetbüros des Präsidenten und des Kongresses für das kommende Jahr ein Überschreiten des Zieldefizits erwarten ließen. Nur im Falle einer Rezession oder eines Krieges sollte man sich über dieses Verfahren hinwegsetzen können.

Obwohl einige Zweifel hinsichtlich der Verfassungsmäßigkeit von Teilen dieser inzwischen zum „Gramm-Rudman-Hollings Act“ gewordenen Reformpläne bestanden, halten sich die jüngsten Budgetvorschläge des Präsidenten für das Finanzjahr 1987 strikt an die obligatorischen Defizitplafonds. Dennoch treffen diese Vorschläge im Kongreß auf Widerstand, da Steuererhöhungen vermieden werden, die Verteidigungsausgaben nur geringfügig reduziert und die Ausgabenkürzungen somit auf einen relativ kleinen Bereich der öffentlichen Ausgaben konzentriert sind.

Außerhalb der Vereinigten Staaten sind bekanntlich die Bemühungen um mehr Ausgewogenheit der öffentlichen Finanzen bereits seit einiger Zeit in Gang, vor allem in den beiden größeren Volkswirtschaften Japan und Deutschland. Gleichwohl entschied sich Japan im Oktober vergangenen Jahres – im Anschluß an

Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte<sup>1</sup>

	1973	1980–81	1982–83	1984	1985 <sup>2</sup>
in Prozent des nominalen Bruttonationalprodukts					
USA .....	0,6	- 1,0	- 3,8	- 2,9	- 3,6
Japan .....	0,7	- 4,1	- 3,7	- 2,2	- 1,3
Deutschland (BR) .....	1,2	- 3,3	- 2,9	- 1,9	- 1,1
Frankreich .....	0,9	- 0,8	- 2,9	- 2,8	- 2,5
Großbritannien .....	- 2,6	- 3,1	- 3,0	- 3,9	- 3,6
Italien .....	- 7,0	-10,0	-12,5	-13,5	-13,7
Kanada .....	1,0	- 2,1	- 5,6	- 6,4	- 6,3
Belgien .....	- 5,5	-14,0	-14,9	-12,6	-13,0
Dänemark .....	5,2	- 5,2	- 8,3	- 4,3	- 1,0
Niederlande .....	1,8	- 4,8	- 6,5	- 6,0	- 5,6
Schweden .....	4,1	- 4,3	- 5,5	- 2,3	- 2,5
Schweiz .....	- 1,1	- 0,1	- 0,5	- 0,3	- 1,1

<sup>1</sup> Einschl. Sozialversicherungen, aber ohne Kapitaltransaktionen finanzieller Natur. <sup>2</sup> Vorläufig.

Quellen: OECD Economic Outlook und Angaben der einzelnen Länder.

das Treffen der „Fünfergruppe“ einen Monat zuvor – und erneut Anfang dieses Jahres für eine befristete Ausweitung der öffentlichen Ausgaben zur vorübergehenden Steigerung der Aufwendungen für öffentliche Arbeiten und zur Förderung des privaten Wohnungsbaus. Dennoch ist, wie aus der vorstehenden Tabelle hervorgeht, in Japan das (vorläufige) Defizit der öffentlichen Haushalte im vergangenen Jahr erneut gesunken, und zwar auf rund 1¼% des Bruttosozialprodukts. Im Haushaltsentwurf für 1986/87, der im Dezember veröffentlicht wurde, ist für dieses Jahr ein weiterer Rückgang veranschlagt.

Auch in Deutschland wurden weitere Fortschritte bei der Rückführung der Haushaltsfehlbeträge erzielt. Das mittelfristige Ziel der Finanzpolitik ist, bis 1989 das Defizit des Bundes noch ein wenig weiter auf 1% des Bruttosozialprodukts zu verringern. Für 1986 ist – trotz einer nach wie vor zurückhaltenden Ausgabenpolitik – angesichts der zu Beginn dieses Jahres wirksam gewordenen Steuer-senkungen mit keiner weiteren Verringerung des Defizits im Bundeshaushalt zu rechnen.

In Frankreich und Großbritannien ist ein langfristig angelegter Abbau des Finanzierungsbedarfs der öffentlichen Haushalte weniger deutlich erkennbar. In Frankreich verkündete die neue Regierung eine Reihe von Maßnahmen, darunter eine Kürzung der öffentlichen Ausgaben, Steuerermäßigungen für den Unternehmenssektor sowie Subventionen für arbeitslose Jugendliche einstellende Unternehmen. Als Nettoeffekt dieser Maßnahmen wird eine geringe Reduzierung des Haushaltsdefizits verglichen mit den Plänen der vorigen Regierung erwartet.

In Großbritannien wird das Bild durch die Aufarbeitung der Auswirkungen des Bergarbeiterstreiks kompliziert, welche die Zahlen über den Finanzierungsbedarf für 1984 aufblähten, ebenso wie durch umfangreiche Verkäufe von Vermögenswerten des öffentlichen Sektors. Veräußerungen von Vermögenswerten sind im Finanzierungsdefizit der öffentlichen Haushalte (das in der Tabelle ausgewiesen ist) nicht berücksichtigt. Sie werden jedoch für Zwecke der Berechnung des Kreditbedarfs des öffentlichen Sektors, der die relevante finanzpolitische Zielgröße in Großbritannien ist, von den Ausgaben abgezogen: Der Kreditbedarf wurde für 1985/86 auf 2% des Bruttosozialprodukts festgesetzt. Für das laufende Jahr verhinderte der erwartete Rückgang der Öleinnahmen weitgehend die ursprünglich geplante Senkung der direkten Steuern, da die Zielvorgabe für den öffentlichen Finanzierungsbedarf in Übereinstimmung mit der mittelfristigen Finanzplanung auf 1¼% des Bruttosozialprodukts reduziert worden war.

In den anderen Ländern war man fast überall weiterhin bestrebt, die Haushaltsdefizite zu senken, doch fiel der Erfolg unterschiedlich aus. In Italien beispielsweise wurden – trotz einiger Sofortmaßnahmen im Anschluß an die Abwertung der Lira zur Jahresmitte – die ursprünglichen Haushaltsziele nicht erreicht. In Kanada wurde die Haushaltskonsolidierung ebenfalls zu einem Problem, teilweise wegen der nach wie vor stark steigenden Aufwendungen für den Schuldendienst. In beiden Ländern erhöhten jedoch Wechselkursprobleme die Dringlichkeit von Maßnahmen zu Budgeteinsparungen.

*Das Wachstum der öffentlichen Verschuldung.* Eine der auffälligsten finanzpolitischen Entwicklungen während der letzten zehn Jahre war der praktisch überall

Verschuldung und Zinsaufwand der öffentlichen Haushalte

	Bruttoverschuldung				Bruttozinsaufwand			
	1973	1983	1984	1985	1973	1983	1984	1985
	in Prozent des Bruttonationalprodukts				in Prozent der öffentlichen Ausgaben			
USA .....	41,9	45,0	45,8	48,3	7,2	12,2	13,6	13,8
Japan .....	17,1	68,2	69,3	69,4	4,1	13,2	14,2	14,9
Deutschland (BR) .....	18,3	40,1	40,8	40,6	2,8	6,4	6,5	6,7
Frankreich .....	25,1	29,8	31,8	34,0	2,4	5,2	5,5	5,5
Großbritannien .....	69,3	53,9	55,9	56,5	9,5	10,6	10,8	11,4
Italien .....	60,6	84,2	91,4	99,4	6,9	16,3	17,2	16,7
Kanada .....	46,7	58,7	63,4	69,2	11,2	16,0	17,1	18,1
Belgien .....	69,5	107,6	115,7	121,7	8,0	16,0	17,3	18,8
Dänemark .....	7,9	62,7	67,6	68,6	3,1	13,4	16,2	17,0
Niederlande .....	43,2	62,3	66,9	70,3	6,3	9,6	10,4	11,0
Schweden .....	30,1	66,0	69,4	71,4	4,3	11,5	12,5	13,4
Schweiz .....	36,4	38,3	39,5		5,6	5,3	5,0	4,7

Quellen: OECD Economic Outlook und Angaben der einzelnen Länder.

verzeichnete Anstieg der ausstehenden öffentlichen Verschuldung, selbst wenn man sie ins Verhältnis zum Bruttonationalprodukt setzt. Aus der obigen Tabelle geht hervor, daß sich dieser Trend 1985 fortgesetzt hat.

Steigende Verschuldungsquoten des öffentlichen Sektors werden aus mehreren Gründen mit Sorge betrachtet. Vor allem belasten sie zusätzlich den Haushalt in Gestalt eines steigenden Aufwands für den Schuldendienst, dies zu einer Zeit, in der die meisten Länder bemüht sind, die Gesamtausgaben des Staates im Verhältnis zur Größe der Volkswirtschaft zurückzuführen. Darüber hinaus dürften hohe öffentliche Verschuldungsquoten den finanzpolitischen Handlungsspielraum einengen.

Die unmittelbare Ursache des staatlichen Verschuldungsproblems ist natürlich darin zu sehen, daß die einzelnen Länder seit Mitte der siebziger Jahre in der Regel mit hohen Haushaltsdefiziten abgeschlossen haben. Was als teilweise zyklische Reaktion auf die dem ersten Ölpreisschub folgende Rezession begann, verwandelte sich zu einer dauerhaften Verschlechterung der öffentlichen Finanzen, als es den meisten Ländern nicht gelang, den Übergang von der Rezession in einen kräftigen Aufschwung zu schaffen, und die hohe Arbeitslosigkeit zu einem Aderlaß für die öffentlichen Haushaltsmittel wurde.

Mit der zweiten Ölkrise kamen weitere rezessive Kräfte zur Entfaltung. Diesmal war jedoch die Bereitschaft geringer, die zusätzlichen automatischen Reaktionen des Haushalts wirksam werden zu lassen. Man war zudem auch weniger geneigt, die inflationären Auswirkungen des zweiten Ölpreisschubs als solche geldpolitisch zu akkommodieren. Zum Teil aus diesen Gründen, zum Teil aber auch wegen der sich abzeichnenden Änderung des „policy mix“ in den USA stiegen die Realzinsen Anfang der achtziger Jahre auf ein hohes Niveau. Da die ausstehende öffentliche Verschuldung damals bereits zu steigen begonnen hatte, war mit dem Zinsauftrieb eine ziemlich starke Zunahme des Schuldendienstes verbunden.

Angesichts der – trotz vielerorts großer Anstrengungen zur Verringerung der öffentlichen Defizite – weiter steigenden Quoten der öffentlichen Verschuldung hat sich in vielen Industrieländern ein Gefühl „finanzpolitischen Pessimismus“ breitgemacht. Anders ausgedrückt: In allen Ländern scheint nunmehr allgemein wenig Neigung zu bestehen, die Finanzpolitik zur Globalsteuerung der Nachfrage einzusetzen.

Zinssenkungen dürften jedoch in diesem Zusammenhang hilfreich sein. Dadurch würde der Schuldendienst, der den Zähler des Verhältnisses der öffentlichen Verschuldung zum Volkseinkommen erhöht, tendenziell abnehmen und gleichzeitig ein Anstieg des Nenners (BSP) begünstigt.

Es bestehen jedoch Zweifel, ob allein auf diesem Weg der Wirtschaftsaufschwung außerhalb der Vereinigten Staaten ausreichend unterstützt werden kann – vor allem, wenn man die gegenwärtigen Anstrengungen zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte in Rechnung stellt. Somit stellt sich erneut die alte Frage, wie groß der Spielraum für befristete finanzpolitische Maßnahmen ist, um einen teilweisen Ausgleich für die vorhandene Nachfragerücke zu schaffen und die übrige Weltwirtschaft auf einen steileren, aber tragfähigen mittelfristigen Wachstumspfad zu bringen.

*Wirksamkeit der Finanzpolitik.* Die theoretische Diskussion über die nachfragegesteuerte Funktion der Finanzpolitik ist in den letzten Jahren sehr intensiv geführt worden. In der Finanzpolitik hat man diese ihr zugeordnete Aufgabe im allgemeinen gescheut (mit der wichtigen, aber vielleicht ungewollten Ausnahme der USA). Die Gründe hierfür sind mannigfach. Zu dem bereits erörterten Problem der öffentlichen Verschuldung kommt hinzu, daß man kurzfristige Manipulationen am Budget als kontraproduktiv bei den Bemühungen ansieht, die öffentlichen Ausgaben und die Inflation in den Griff zu bekommen. Darüber hinaus stehen längerfristige Bestrebungen zur Reduzierung des Umfangs des öffentlichen Sektors und damit auch der gesamtwirtschaftlichen Steuerlast im allgemeinen ganz oben auf der Prioritätenliste der Politiker.

Dessenungeachtet haben die USA bereits seit einiger Zeit Deutschland und Japan gedrängt, die Finanzpolitik zur Beschleunigung des Binnenwachstums einzusetzen. Dies, so wird argumentiert, dürfte notwendig sein, damit der Aufschwung anhält (oder in einigen Ländern stärker wird), wenn sich in den USA die Ausweitung der Nachfrage – vor allem des Teils, der sich auf das Ausland richtet – abschwächen sollte. Gleichzeitig, so wird behauptet, würde eine außerhalb der Vereinigten Staaten eingeleitete expansive Finanzpolitik dazu beitragen, die hohen Zahlungsbilanzungleichgewichte, die sich in den letzten Jahren aufgebaut haben, in geordneter Weise zu beseitigen.

Auf den ersten Blick sieht es so aus, daß die seit 1982 in den USA gemachten Erfahrungen ein recht eindeutiger Beleg dafür sind, daß die Finanzpolitik ihre Wirksamkeit in diesem herkömmlichen Sinn nicht eingebüßt hat. Die Produktion hat kräftig zugenommen, und der Preisanstieg ist unter diesen Verhältnissen bemerkenswert gering geblieben. Zu diesen Verhältnissen gehörten aber nicht nur rückläufige Rohstoffpreise, sondern auch ein starker Anstieg des Wechselkurses, ein Umstand, auf den sich andere Länder kaum verlassen können.

Es trifft zweifellos zu, daß der in den USA verfolgte „policy mix“ über hohe Zinsen Finanzanlagen in diesem Land lohnender machte. Auch die langfristigen Ertragsperspektiven könnten ein Investitionsanreiz gewesen sein. Ebenso zutreffend ist aber, daß die internationalen Anleger hohe Leistungsbilanzdefizite nicht auf Dauer ignorieren können und dies in der Vergangenheit gewöhnlich auch nicht getan haben. Die kumulative Verschlechterung der Nettozinsströme muß ebenso wie das Handelsbilanzdefizit selbst früher oder später korrigiert werden, und dies geschieht gewöhnlich über einen fallenden und nicht einen steigenden Währungsauswert.

Auch in anderer Hinsicht kann man aus dem Beispiel der USA nicht zwangsläufig folgern, daß die Finanzpolitik weiterhin in allen Ländern Nachfrage und Produktion kurzfristig stark beeinflusst. Die in den letzten Jahren in Europa vorherrschende Strategie basiert auf der Annahme, daß zunächst die grundlegenden strukturellen Probleme überwunden sein müssen, bevor man mit einem nachhaltigen, mittelfristigen Wachstum rechnen kann. Eine Priorität im Rahmen dieser Strategie ist die dauerhafte Eindämmung der Inflation. Die Rückführung der öffentlichen Ausgaben mit dem Ziel, die Steuerlast zu senken, wird als weitere Vorbedingung für einen soliden Wirtschaftsaufschwung angesehen. Aus der umstehenden Tabelle geht hervor, daß sich die öffentlichen Ausgaben in Relation zum Brutto-sozialprodukt in einigen Ländern, wenn auch bei weitem nicht in allen, nicht mehr ausweiten. Doch nirgends hat sich diese Quote auf das Niveau zurückgebildet, das noch bis 1973 vorherrschend war. Inzwischen wird die Steuerlast vielerorts als so hoch erachtet, daß man um die Reagibilität der Volkswirtschaft auf der Angebotsseite fürchtet; Steuersenkungen allein würden jedoch nur die Defizite weiter ansteigen lassen. Verschiedene andere strukturell bedingte Rigiditäten, von denen die des Arbeitsmarktes bereits erörtert wurden, verschärfen diese Situation zusätzlich. Als letztes ist zu nennen, daß das Absinken der Rentabilität auf sehr niedrige Werte in den späten siebziger und frühen achtziger Jahren es dringend notwendig gemacht hat, diesen Trend vor allem in Anbetracht der in jüngster Zeit unzureichenden Ausweitung der Kapazitäten (s. S. 26–28) umzukehren.

Folglich, so wird argumentiert, könne eine Nachfrageankurbelung nur dann Wirkung zeigen, wenn zuvor neue Sachkapazitäten geschaffen worden sind. Andernfalls könne eine expansive Finanzpolitik wohl nur preistreibend wirken. Ohnehin dürften der jüngste Rückgang der Ölpreise und der Anstieg der Wechselkurse der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage einen Schub verleihen.

*Koordinierung der Finanzpolitik.* Außenwirtschaftliche Zwänge würden in den anderen Ländern wahrscheinlich sehr viel stärker und früher zu Buche schlagen, als dies in den USA der Fall war, vor allem wenn es ein Land mit einem Alleingang versuchte. Eine solche im Alleingang betriebene expansive Finanzpolitik würde wohl rasch in einer Wechselkurskrise Schiffbruch erleiden. Befürworter einer Expansion weisen darauf hin, daß die Gefahr außenwirtschaftlicher Schwierigkeiten stark reduziert wäre, wenn viele Länder gemeinsam handelten und auch die Vereinigten Staaten ihren Beitrag in Form einer Eindämmung des Haushaltsdefizits leisteten. Gegenwärtig sind jedoch viele Länder der Auffassung, daß sich ihre Strategie bereits auszahlt oder daß noch mehr zu tun ist, bevor die fundamentalen Bedingun-

Ausgaben der öffentlichen Haushalte

	1962	1973	1982	1983	1984	1985
	in Prozent des nominalen BSP					
USA .....	28,1	30,3	35,1	35,0	33,9	35,1
Japan .....	18,2 <sup>1</sup>	21,0	31,8	32,3	31,5	30,9
Deutschland (BR) .....	33,6	40,0	47,6	46,6	46,1	45,4
Frankreich .....	34,0	35,6	47,9	49,1	49,7	49,3
Großbritannien .....	33,0	37,3	44,3	44,1	45,0	44,2
Italien .....	30,5	36,9	53,2	55,4	55,8	56,4
Kanada .....	28,8	34,5	45,0	45,4	46,2	46,1
Belgien .....	30,3	41,1	59,5	59,3	58,6	58,5
Dänemark .....	29,3 <sup>1</sup>	41,0	59,0	59,5	58,8	57,6
Niederlande .....	33,3	45,6	58,4	59,7	58,5	57,4
Schweden .....	31,1	43,8	66,6	64,9	63,3	63,3
Schweiz .....	21,0 <sup>2</sup>	29,7 <sup>2</sup>	33,4	33,7	33,8	33,5

<sup>1</sup> 1965. <sup>2</sup> Geschätzt.

Quellen: OECD Economic Outlook und Angaben der einzelnen Länder.

gen in ihren Volkswirtschaften umgestaltet sind. Deshalb erscheint es als nicht sehr wahrscheinlich, daß es außerhalb der USA zu einer Vereinbarung über eine abgestimmte expansive Finanzpolitik kommen wird.

### Das Mischungsverhältnis zwischen Finanz- und Geldpolitik

Die zunehmende wirtschaftspolitische Unausgewogenheit sowohl innerhalb der USA selbst als auch zwischen diesem Land und der übrigen Welt bereitet seit einigen Jahren große Sorge. Was die internationale Wirtschaft betrifft, so dürften die Zinsauswirkungen dieser wirtschaftspolitischen Diskrepanzen eine wichtige Ursache für den anhaltenden Kursanstieg des Dollar gewesen sein. Gemeinsam mit der konjunkturellen Disparität zwischen den Vereinigten Staaten und den übrigen Ländern war diese Höherbewertung des Dollar in den letzten Jahren auch für das Anwachsen der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte zwischen den Industrieländern zum großen Teil mitverantwortlich.

*1985: ein Wendepunkt?* Vor diesem Hintergrund könnte sich 1985 als ein bedeutsames Jahr erweisen. Vor allem schien sich bei Politikern wie Wirtschaftsteilnehmern die Erkenntnis durchgesetzt zu haben, daß entschlossenes Handeln geboten sei. In den USA wurde die Geldpolitik nachgiebiger, und die Anstrengungen zur mittelfristigen Konsolidierung des öffentlichen Haushalts wurden intensiviert. Das Umfeld dieser Situation hatte sich schon seit einiger Zeit herausgebildet. In den USA begann es damit, daß 1981 neue haushaltspolitische Beschlüsse zur Senkung der Steuern gefaßt wurden, die – so hoffte man – die Angebotsseite der Wirtschaft stimulieren würden. Doch entgegen den ursprünglichen Absichten entstanden hohe Defizite des öffentlichen Sektors, und, was entscheidender war, deren strukturelle

(im Unterschied zur konjunkturellen) Komponente weitete sich aus, und die Zinsen stiegen real auf ein sehr hohes Niveau.

Wie in Finanzkreisen befürchtet worden war, erwies sich der „policy mix“ in den USA somit letztlich als Kombination einer lockeren Finanzpolitik und einer relativ straffen Geldpolitik. Freilich gab es auch angebotsseitige Elemente, so insbesondere wirksame Anreize für höhere Investitionsausgaben.

Gleichwohl stand die Wirtschaftspolitik der USA in starkem Widerspruch zu der allgemein in den übrigen Ländern verfolgten Linie. Wie bereits erörtert, zielte die dort dominierende Strategie auf ähnliche, wenn auch weniger spektakuläre Angebotseffekte ab. Der Unterschied lag in der Reihenfolge der zu ergreifenden Maßnahmen. Eine Senkung der Steuerlast mußte unter den gegebenen Umständen zunächst durch ein Kürzen der öffentlichen Ausgaben und niedrigere Haushaltsdefizite finanziert werden. Mit der Verringerung der Haushaltsfehlbeträge sollten auch die Zinsen niedrig gehalten und der Aufschwung von den Investitionen her gestärkt werden. In Japan hielt man eine bedeutende Reduzierung der Haushaltsdeckungslücke auch für erforderlich, um ein zu steiles Ansteigen der öffentlichen Verschuldung zu vermeiden.

Finanzpolitisch bewegten sich demnach die Vereinigten Staaten verglichen mit den beiden anderen großen Volkswirtschaften in genau die entgegengesetzte Richtung.

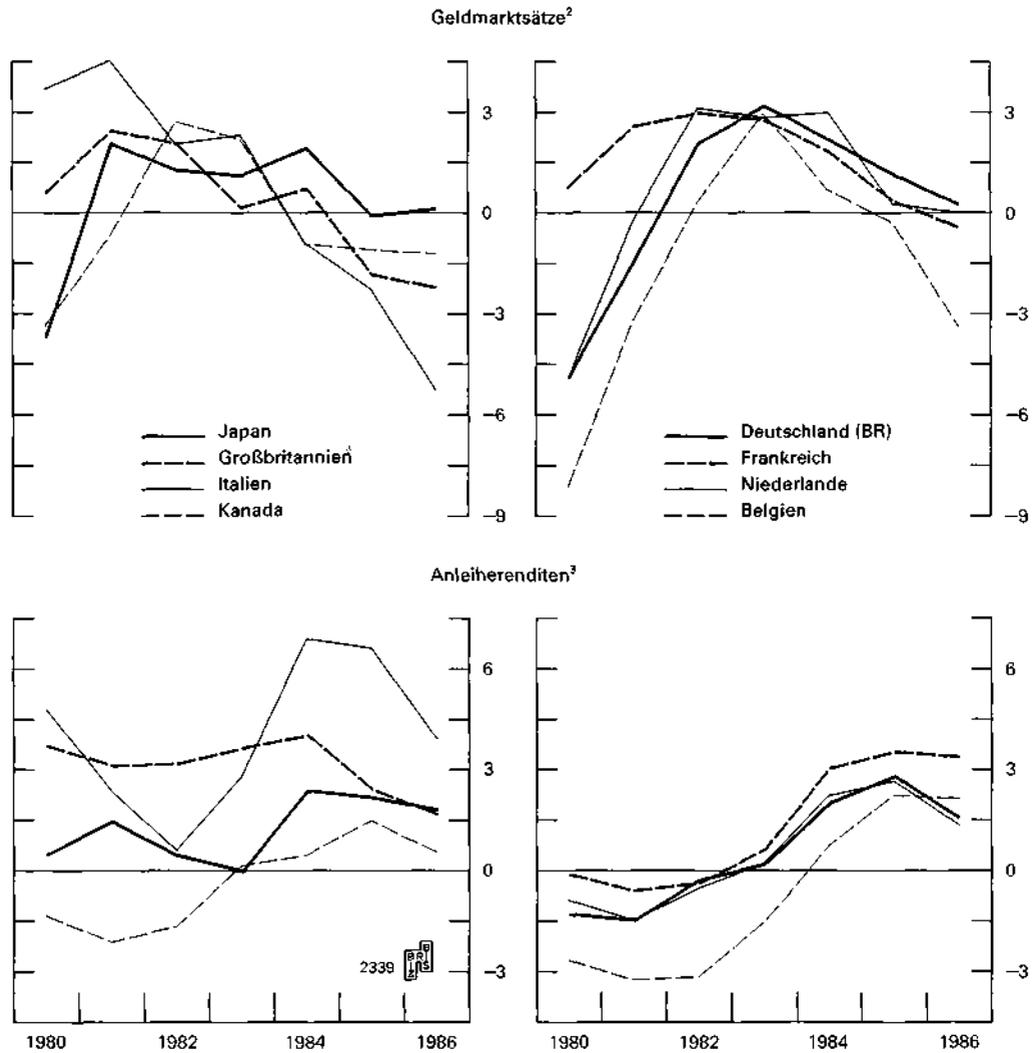
Bei der Geldpolitik waren die Unterschiede weniger stark ausgeprägt, doch wertete sich der Dollar – teilweise infolge des mit dem „policy mix“ in den USA einhergehenden realen Zinsgefälles (s. umstehende Grafik) – vier Jahre lang nahezu kontinuierlich auf. Besonders erstaunlich ist, daß es größtenteils sowohl zu einer realen als auch einer nominalen Aufwertung gekommen war. Das Gegenstück hierzu waren natürlich schwache Währungen andernorts mit dem entsprechenden Inflationspotential, doch gelang es allgemein, die preistreibenden Einflüsse in Schach zu halten.

Da der Rückführung der Inflation eine sehr hohe Priorität eingeräumt worden war, befanden sich die Wirtschaftspolitiker außerhalb der USA in einem Dilemma. Niedrige Zinsen anzustreben, um die Investitionstätigkeit anzuregen, hätte die Währung weiter schwächen und inflationär wirken können. Der Versuch, der Wechselkurschwäche zu begegnen, würde ein hohes und somit wirtschaftsschädigendes Realzinsniveau erfordert haben. In der Folge wurde vor allem in Europa ein Mittelkurs eingeschlagen. Die Zinsen waren wohl höher, als es bei anderer Sachlage wünschenswert gewesen wäre. Andererseits regte die verbesserte Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den Vereinigten Staaten zusammen mit der dort stark zunehmenden Nachfrage die Exporte der anderen Länder an. Nebenbei half diese Entwicklung, die Haushaltskonsolidierung fortzusetzen, ohne daß dadurch das kurzfristige Wirtschaftswachstum sichtbaren Schaden nahm.

Im Jahr 1985 vergrößerten sich die strukturellen finanzpolitischen Diskrepanzen zwischen den drei großen Volkswirtschaften weiter. Trotzdem sank der Dollar, nachdem er im Februar einen Höchststand erreicht hatte, in der Folge nahezu kontinuierlich im Wert. Zwar hatte sich oberflächlich betrachtet der internationale „policy mix“ nicht sehr verändert, aber es setzte sich anscheinend

### Kurz- und langfristiges reales Zinsgefälle zwischen den USA und ausgewählten Ländern 1980–86<sup>1</sup>

Jahresdurchschnitte in Prozentpunkten



<sup>1</sup> Auf der Basis von Monatswerten (die Angaben zu 1986 sind Werte von Ende März). <sup>2</sup> Ausgewählte typische Zinssätze abzüglich der Jahresveränderungsrate der Verbraucherpreise. <sup>3</sup> Ausgewählte typische Zinssätze abzüglich der auf Jahresrate umgerechneten Veränderung der Verbraucherpreise während der vorangegangenen fünf Jahre.

zunehmend die Erkenntnis durch, daß die Regierungen immer unzufriedener über den Verlauf der Dinge waren, besonders über das Entstehen hoher Leistungsbilanzungleichgewichte.

Ein frühzeitiger Ausdruck offizieller Besorgnis war die Reaktion einiger Staaten auf den steilen Höhenflug des Dollar zu Beginn des Jahres. Sie konkretisierte sich in aufeinander abgestimmten Interventionen an den Devisenmärkten, ohne daß jedoch ein deutliches Signal für eine signifikante Änderung des „policy mix“ gesetzt wurde.

Gleichwohl begann der Dollar zu fallen. Später, als das Wachstum der Geldmenge M1 in den USA erheblich über die Zielspanne hinausschoß und die Währungsbehörden darauf so gut wie nicht reagierten (s. Kapitel VI), wurde deutlich, daß die USA ihre Geldpolitik etwas lockerten. Kurz darauf, im März, wurde der Diskontsatz gesenkt. Die Gründe für die Lockerung der geldpolitischen Zügel waren vielfacher Natur. Erstens schwächte sich die Wirtschaftstätigkeit ab. Zweitens war diese Abschwächung maßgeblich darauf zurückzuführen, daß ein Teil der Nachfrage über die sich verschlechternde Handelsbilanz in andere Länder abgeleitet wurde. Drittens wurden die mit dem Ausland in Konkurrenz stehenden Wirtschaftszweige vom Kursanstieg des Dollar hart getroffen, so daß die protektionistische Stimmung im Land immer stärker wurde. Deshalb sahen sich die USA trotz der weiterhin hohen Haushaltsdefizite gezwungen, das Ungleichgewicht in der US-Wirtschaftspolitik von der geldpolitischen Seite her etwas abzubauen. Das Umschwenken auf eine mehr akkommodierende Geldpolitik sollte jedoch nicht zu hoch veranschlagt werden, denn damit ging nach Juni ein Anstieg der Federal-funds-Rate einher. Das Ziel war, die Nachfrage zu stützen und den Dollar weicher zu lassen, um so protektionistischen Forderungen den Wind aus den Segeln zu nehmen.

Es war jedoch klar, daß allein mit dieser Maßnahme die Aufgabe nicht völlig zu bewältigen war. Deshalb kam es im September zu dem bedeutsamen Treffen der Finanzminister und Notenbankgouverneure der fünf größten Industrienationen in New York. Die Zusammenkunft erhielt ihre größte Bedeutung wohl durch die dort erkennbar gewordene veränderte Einschätzung der Leistungsfähigkeit des Systems floatender Wechselkurse. Was das Mischungsverhältnis zwischen Finanz- und Geldpolitik anbelangt, so war das Ergebnis weniger eindeutig. Gewiß, die Vereinigten Staaten ließen sich auf eine deutliche Reduzierung des Defizits ihres Bundeshaushalts festlegen, was die Finanzmärkte dann vor allem ernst zu nehmen begannen, als der Kongreß den Gramm-Rudman-Hollings-Plan zu beraten begann. Die Japaner sprachen auch davon, die Inlandsnachfrage über Maßnahmen zur „Erweiterung der Verbraucher- und Hypothekarkreditmärkte“ ankurbeln zu wollen, und lockerten später sogar vorübergehend ein wenig ihren finanzpolitischen Kurs. Die teilnehmenden europäischen Länder hielten es freilich für das beste, den Abbau der strukturellen Rigiditäten in ihren Volkswirtschaften fortzusetzen.

Auf den ersten Blick schien das Ergebnis des Treffens der „Fünfergruppe“ kein sehr großer Schritt in Richtung auf eine Beseitigung des Ungleichgewichts in der internationalen Wirtschaftspolitik zu sein. Gleichwohl sank der Dollar – flankiert von fortgesetzten Devisenmarktinterventionen und vor dem Hintergrund wachsender Zuversicht, daß die haushaltspolitischen Probleme der USA letztlich doch noch angepackt würden – weiter im Wert.

Japan hielt es nach einem anfänglich steilen Anstieg des Yen-Außenwerts für erforderlich, weiteren Kurssteigerungen seiner Währung mit vorübergehend erhöhten kurzfristigen Zinssätzen gegen Ende des Jahres nachzuhelfen. Da die japanische Regierung einerseits Protektionismus im Ausland fürchtete, andererseits aber auch eine mehr als nur vorübergehend expansive Finanzpolitik scheute, konnte dem starken Wunsch nach einer Verteuerung des Yen – jedenfalls auf kurze Sicht – nur in

dieser Weise entsprochen werden. Glücklicherweise konnten die Zinsen bald danach wieder gesenkt werden, so daß die Gefahr deflationistischer Auswirkungen auf die Inlandsnachfrage vermieden werden konnte.

In ähnlicher Weise hätte in den USA jede deutliche Lockerung der Geldpolitik die Gefahr des Wiederauflebens inflationärer Erwartungen und ungeordneter Verhältnisse auf den Devisenmärkten heraufbeschworen. Im weiteren Verlauf setzte dann jedoch der Dollar seine Talfahrt fort, ohne hierin durch größere wirtschaftspolitische Kursänderungen unterstützt worden zu sein. Ende Februar kam sogar eine gewisse Besorgnis auf, daß es zu einem Überschießen der Kursentwicklung des Dollar in die entgegengesetzte Richtung kommen könnte.

Was die übrigen Industrieländer angeht, so werden die sich aufwertenden Währungen allmählich die Nachfrage über sinkende reale Außenbeiträge schwächer werden lassen; allerdings ist inzwischen wohl der Spielraum für niedrigere Zinsen größer geworden, wie die koordinierten Leitzinssenkungen vom März dieses Jahres bezeugen.

Es kommt nunmehr darauf an, diese Maßnahmen dadurch zu bestätigen, daß in den USA die erhoffte Lösung der Haushaltsprobleme Wirklichkeit wird. Denn ohne eine solche Lösung besteht die Gefahr, daß der Abbau der derzeitigen internationalen Ungleichgewichte nur unzureichend vorankommt. Anders ausgedrückt: Gelingt es nicht, das US-Budgetdefizit zu senken, so steigt das Risiko, daß sich die Bereinigung der gegenwärtigen Situation in ungeordneter und deflationärer Weise vollzieht.

### III. INTERNATIONALER HANDELS- UND ZAHLUNGSVERKEHR

#### Schwerpunkte

Die Entwicklungen im internationalen Handels- und Zahlungsverkehr waren 1985 verglichen mit jenen des Jahres 1984 ungünstig. Der Welthandel verlangsamte sich wesentlich, die Leistungsbilanzungleichgewichte in der entwickelten Welt nahmen weiter zu, und die Leistungsbilanzlage der Entwicklungsländer verbesserte sich nicht mehr.

Nachdem sich das Wachstum des Welthandelsvolumens 1984 stark beschleunigt hatte, flaute es im vergangenen Jahr auf etwa 3% ab. Die Ausweitung konzentrierte sich auf die Industrieländer, während das Handelsvolumen der Entwicklungsländer stagnierte. Diese unausgeglichene und recht unübliche Veränderung der Handelsströme ist hauptsächlich der Entstehung von für die Entwicklungsländer nachteiligen Angebots- und Nachfragebedingungen auf dem Ölmarkt und den anderen Rohstoffmärkten zuzuschreiben. Insbesondere verfielen die Preise für Nichtölrohstoffe in einem Ausmaß, das bislang nur in Zeiten einer ausgedehnten wirtschaftlichen Rezession beobachtet worden war, so daß viele Entwicklungsländer unter beträchtlichen Einbußen durch verschlechterte Terms of trade litten.

Der Prozeß des Ausgleichs wichtiger Zahlungsbilanzungleichgewichte setzte sich 1985 nicht fort. In der Gruppe der Industrieländer nahmen die Leistungsbilanzüberschüsse Japans und Deutschlands beträchtlich zu, und das amerikanische Defizit stieg weiter an.

Viele Entwicklungsländer machten bei der außenwirtschaftlichen Anpassung keine weiteren Fortschritte, und das Leistungsbilanzdefizit der gesamten Ländergruppe weitete sich 1985 geringfügig aus. Diese Entwicklung muß freilich im Lichte der in vielen dieser Länder wieder verschärften Importbeschränkungen und einer sich gleichzeitig verlangsamenden Inlandsproduktion gesehen werden, ohne die sich die Leistungsbilanz der Gruppe zweifellos noch mehr verschlechtert hätte. Einigen Ländern gelang es jedoch mit Hilfe binnenwirtschaftlicher Stabilisierungsprogramme, trotz des allgemein ungünstigen internationalen wirtschaftlichen Umfelds interne und externe Ungleichgewichte zu verringern.

Die internationalen Kapitalbewegungen wurden 1985 von zwei Entwicklungen geprägt: Erstens zogen die USA weiterhin enorme Kapitalbeträge von Gebietsfremden an, die größtenteils, so wie im vorangegangenen Jahr, von japanischen Investoren kamen. Zweitens ersetzten grenzüberschreitende Wertpapiertransaktionen die internationale Bankkreditvergabe als Hauptinstrument der internationalen Kapitalbewegungen (s. Kapitel V).

Der Gesamtfinanzierungsbedarf der Entwicklungsländer nahm im Berichtsjahr beträchtlich ab, da das geringfügig erhöhte Leistungsbilanzdefizit durch rückläufige Kapitalabflüsse mehr als aufgewogen wurde. Die offiziellen Kreditgeber stellten beträchtlich weniger neue Mittel zur Verfügung, und obgleich die Bankausleihungen im Vergleich zum vorangegangenen Jahr etwas zunahm, gab es keine Anzeichen dafür, daß die freiwillige Kreditvergabe des privaten Sektors gegenüber problembehafteten Schuldnerländern wiederaufgenommen wurde.

Für das zukünftige globale Leistungsbilanzgefüge sind seit Ende des Jahres 1985 zwei Hauptentwicklungen bedeutsam. Einerseits dürfte der gegenüber anderen wichtigen Währungen niedriger bewertete Dollar zu gegebener Zeit dazu beitragen, die bestehenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in der entwickelten Welt zu verkleinern. Die Auswirkungen der Dollarabwertung werden sich jedoch erst nach einiger Zeit bemerkbar machen, und sie sollten durch Maßnahmen verstärkt werden, die auf ein ausgeglicheneres Verhältnis von Ersparnissen und Investitionen in den wichtigsten Überschuß- und Defizitländern abzielen. Andererseits vergrößern die beträchtlich gefallen Ölpreise bereits die Ungleichgewichte zwischen den ölexportierenden und den ölimportierenden Ländern und werden die japanischen und deutschen Überschüsse kurzfristig weiter kräftig ansteigen lassen. Niedrigere Ölpreise dürften jedoch auch sinkende Zinsen und ein höheres Nachfragewachstum in der entwickelten Welt ermöglichen, woraus sich längerfristig Vorteile für die außenwirtschaftliche Lage der Entwicklungsländer ergeben.

### Welthandel

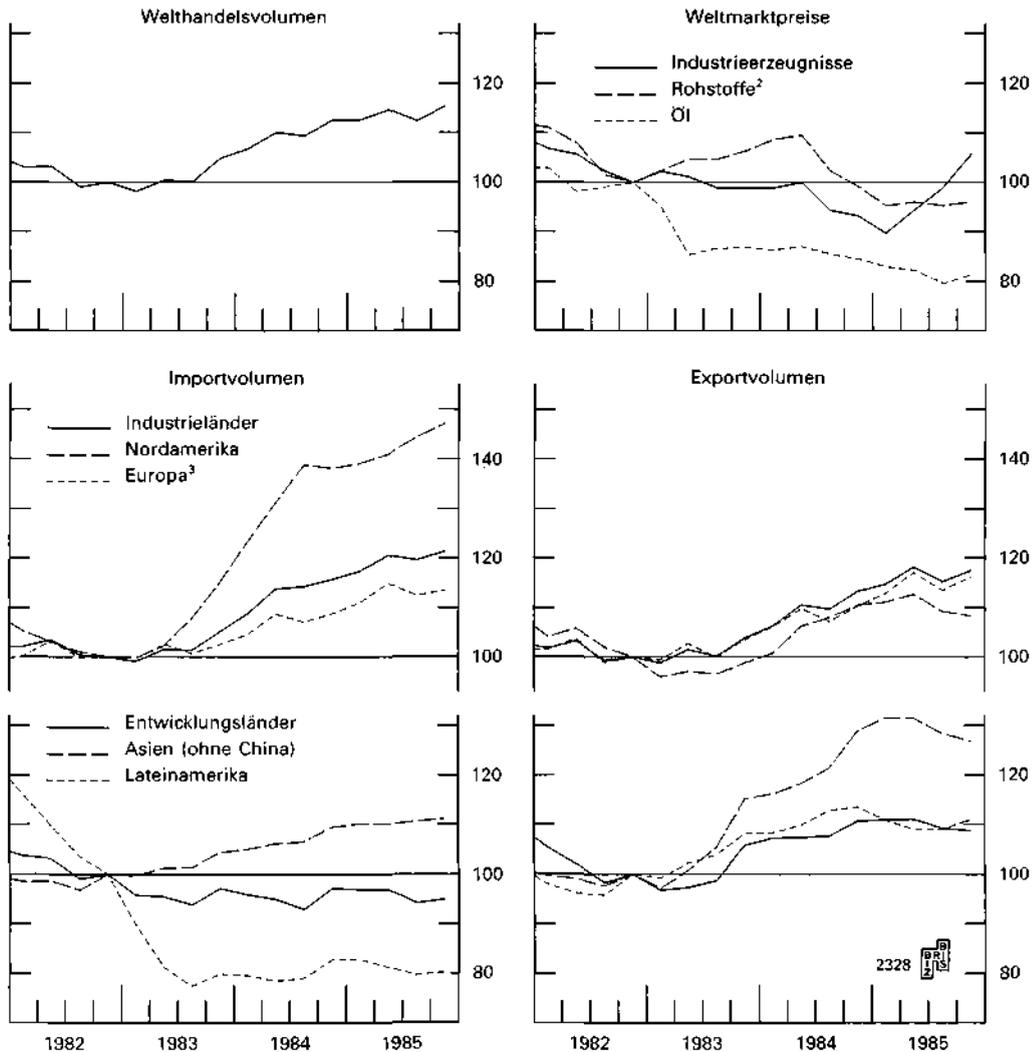
Das Wachstum des Welthandelsvolumens verlangsamte sich von fast 9% im Jahr 1984 auf 3% im vergangenen Jahr. Wegen der rasch verfallenden Rohstoffpreise sanken die in Dollar gerechneten durchschnittlichen Weltmarktpreise um beinahe 2%, weswegen sich der Welthandel in laufenden Dollarwerten nicht weit vom Niveau des Jahres 1984 von knapp unter \$ 2 000 Mrd. entfernte.

Die Verlangsamung des Welthandelwachstums im Jahr 1985 war zwar in gewissem Ausmaß eine normale Folge der verhalteneren weltwirtschaftlichen Tätigkeit, angesichts des von 1984 auf 1985 eher nur leicht von 4½ auf 3% gebremsten globalen Produktionswachstums jedoch ungewöhnlich stark ausgeprägt. In der dritten Welt weitete sich der Handel 1985 praktisch nicht mehr aus, während er zwischen den Industrieländern nach wie vor expandierte, wenn auch langsamer als im vorangegangenen Jahr.

So ist der folgenden Grafik zu entnehmen, daß das zusätzliche Welthandelsvolumen 1985 vollständig dem höheren Handelsvolumen der entwickelten Länder zugeschrieben werden kann. Ihre zusammengefaßten realen Importe nahmen um ungefähr 5% zu, wobei die Importe Nordamerikas und Europas anders als im Jahr 1984 in recht ähnlichem Ausmaß wuchsen. Das Importvolumen Japans jedoch, das 1984 noch stark zugenommen hatte, stagnierte 1985. Auch das Exportvolumen der Industrieländer nahm letztes Jahr weiter zu, und zwar durchschnittlich um ungefähr 4%, was jedoch überwiegend auf die um 5% höheren Exporte Europas und Japans zurückzuführen ist, wogegen die nordamerikanische Wachstumsrate von 12% im Jahr 1984 auf ungefähr 2½% im Jahr 1985 abflaute.

### Welthandel 1982–85<sup>1</sup>

Viertes Quartal 1982 = 100



<sup>1</sup> Volumensdaten; nicht zentrierte gleitende Dreiquartersdurchschnitte. Großbritannien, Italien, Niederlande, Schweden und Schweiz.

<sup>2</sup> Ohne Öl.

<sup>3</sup> Belgien, Deutschland, Frankreich,

Der Handel der Entwicklungsländer verschlechterte sich im vergangenen Jahr sowohl dem Volumen nach als auch – und infolge der Rohstoffpreisschwäche sogar noch stärker – in seinem Wert. Volumensmäßig nahmen die Gesamtexporte der Entwicklungsländer 1985 um 1% ab, verglichen mit einem Anstieg von 6½% im Jahr davor. Die schwache Ölnachfrage hatte zur Folge, daß das Ausfuhrvolumen der ölexportierenden Länder des Nahen Ostens besonders stark zurückging, und zwar um 7½%. Weiter sanken die realen Ausfuhren Lateinamerikas 1985 um 1% nach einem Zuwachs von 7½% im vorangegangenen Jahr. Die Gesamtexporte der

asiatischen Länder expandierten weiter, wenn auch nur um  $2\frac{1}{2}$  gegenüber 14% im Jahr 1984.

Auf der Importseite war der Unterschied zwischen den realen Veränderungen in den Jahren 1984 und 1985 (von einem geringfügigen Zuwachs zu einem Rückgang von 1%) weniger ausgeprägt. Eine Reihe von Entwicklungsländern kürzte 1985 wiederum die realen Importe. Insbesondere ging das Einfuhrvolumen der öllexportierenden Länder des Nahen Ostens im letzten Jahr zurück, und zwar um  $15\frac{1}{2}\%$ . In Lateinamerika nahmen die Gesamtimporte nur um  $1\frac{1}{2}\%$  ab, wogegen sie sich in den asiatischen Entwicklungsländern um  $6\frac{1}{2}\%$  und damit etwa mit der gleichen Rate wie 1984 ausweiteten. Der Großteil des realen Importwachstums der asiatischen Länder im Jahre 1985 ist jedoch auf China zurückzuführen, während es andernorts viel langsamer war als zuvor.

Zusätzlich zu den ungünstigen volumensmäßigen Entwicklungen sank der in Dollar gemessene Durchschnittspreis der Rohstoffe 1985 beträchtlich; diese Entwicklung stand in scharfem Gegensatz zu jener der international gehandelten Industrieprodukte, deren durchschnittlicher Dollarpriß um 1% stieg. Der Preisrückgang bei Rohstoffen (ohne Öl) erreichte 1985 mit 12% eine Dimension, wie sie zuvor nur unter den Bedingungen einer weltweiten Rezession zu beobachten gewesen war. Der durchschnittliche Ölpreis sank zwar gemäßiger, und zwar um  $4\frac{1}{2}\%$ , der internationale Ölmarkt befand sich jedoch während des ganzen Jahres in einem labilen Zustand. Da der internationale Ölkonsum um  $\frac{1}{2}$  Mio. Faß pro Tag leicht zurückging, die Lager etwas abgebaut wurden und die nicht der OPEC angehörenden ölproduzierenden Länder ihre Ölförderung um 1 Mio. Faß pro Tag ausweiteten, hing die weitere Stabilität der Ölmärkte allein von Produktionseinschränkungen Saudi-Arabiens ab. Als ein innerhalb der OPEC den internationalen Ölmarkt ausgleichender Produzent hatte Saudi-Arabien bis August 1985 seinen Ölausstoß auf weniger als  $2\frac{1}{2}$  Mio. Faß pro Tag gekürzt, was nur einem Viertel seiner durchschnittlichen Tagesproduktion in den Jahren 1980/81 entspricht. Im September gab jedoch Saudi-Arabien seine marktausgleichende Rolle auf und übernahm die marktnähere Preispolitik der anderen ölproduzierenden Länder. Demzufolge produzierten die OPEC-Mitglieder im letzten Quartal des Jahres 1985 um fast 3 Mio. Faß Öl pro Tag mehr. Während die höhere saisonale Nachfrage dazu beitrug, die Ölpreise bis zum Ende des Jahres aufrechtzuerhalten, ließen die Auswirkungen des Überangebots und des Kampfes um Marktanteile die Ölpreise 1986 zusammenbrechen.

Die ungünstigen mengen- und wertmäßigen Veränderungen der Exporte in die Länder der dritten Welt im Jahre 1985 können drei Hauptursachen zugeschrieben werden. Hinsichtlich des Volumens war zuallererst die Tatsache ausschlaggebend, daß sich die Ausfuhren dieser Länder in die wichtigsten Industriestaaten, die zwei Drittel der Entwicklungsländerexporte aufnehmen, vornehmlich auf die USA und Japan konzentrieren. Das erwies sich 1985 als besonders ungünstig, als das Mengenwachstum der US-Importe stark zurückging, und zwar von  $25\frac{1}{2}$  auf 4%, während Japans reale Importe überhaupt nicht expandierten. Die Auswirkungen bekamen die Entwicklungsländer Asiens und Lateinamerikas sehr heftig zu spüren, da sie von den Märkten der Vereinigten Staaten und Japans besonders stark abhängen.

Zweitens dürften die Exporte der dritten Welt in die Industriestaaten in zunehmendem Maße von nichttarifären Handelshemmnissen betroffen worden sein. Von der OECD und der Weltbank erstellte Studien deuten eine alarmierende Entwicklung an. Es wird geschätzt, daß in den Industrieländern der Anteil der nichttarifären Einfuhrbeschränkungen unterworfenen verarbeiteten Produkte von 20% im Jahre 1980 auf 30% im Jahre 1983 zugenommen hat; und es gibt kaum Zweifel daran, daß sich diese Entwicklung in den letzten Jahren fortgesetzt hat. Da der Ruf nach Schutzmaßnahmen in erster Linie von relativ arbeitsintensiven Industriezweigen ausgeht, in denen die Entwicklungsländer mit ihrem niedrigen Lohnniveau komparative Vorteile genießen, dürften sie davon mehr in Mitleidenschaft gezogen werden als die Industriestaaten. Einfuhrbeschränkungen für Agrarexporte der Entwicklungsländer sind sogar noch weiter verbreitet. Während innerhalb der Gruppe der Industriestaaten vielleicht rund ein Zehntel der Importe Handelsbeschränkungen unterliegt, dürfte der Prozentsatz bei den Importen der Industrieländer aus den Staaten der dritten Welt doppelt so hoch sein. Zwar ist es so gut wie unmöglich, die Auswirkungen des Protektionismus auf den Handel der Entwicklungsländer zu quantifizieren, doch ist bemerkenswert, daß sich 1985 das Exportwachstum besonders ausgeprägt bei jenen Ländern verlangsamte, die in den letzten Jahren zu bedeutenden Exporteuren von verarbeiteten Produkten wurden.

Die ungünstigen Einflüsse auf die realen Exporte wurden schließlich durch Faktoren verschlimmert, die die Rohstoffpreise drückten, insbesondere die Preise der Nichtölrohstoffe. In den letzten Jahren trug das Zusammentreffen eines vergleichsweise langsamen Wirtschaftswachstums mit strukturellen Veränderungen in den Industriestaaten, in deren Rahmen sich die Gewichte von der Schwer- zur Leichtindustrie und zu einem geringeren Rohmaterialeinsatz je Produkteinheit verlagern, zur Schwächung der Rohstoffpreise bei. Ferner wurden in den Jahren 1984/85 die Preiseffekte dieser Nachfragefaktoren durch ein beispiellos um 7½% erhöhtes Angebot an Nichtölrohstoffen verstärkt. Diese Einflüsse drückten die Rohstoffpreise derart, daß die günstigen Preiseffekte, die normalerweise als Folge des sich abwertenden Dollar zu erwarten gewesen wären, 1985 nicht zum Tragen kamen.

### **Wachsende außenwirtschaftliche Ungleichgewichte in den drei größten Industriestaaten**

Die Leistungsbilanzen der USA, Japans und, in geringerem Ausmaß, Deutschlands wurden 1985 unausgeglicher. Zwar sind die Ungleichgewichte gemessen am Sozialprodukt nicht außergewöhnlich groß, in absoluten Werten sind sie jedoch beträchtlich und stellen für die Weltwirtschaft ein destabilisierendes Element dar, mit potentiell nachteiligen Folgen für den internationalen Handel, die Wechselkurse und die weltwirtschaftliche Entwicklung. Die Leistungsbilanzsalden sind weltweit für einzelne Länder und Ländergruppen in der Tabelle auf S. 56 enthalten.

In den *Vereinigten Staaten* weitete sich das Leistungsbilanzdefizit vergangenes Jahr um \$ 10,3 auf 117,7 Mrd. aus. Obwohl sich das Defizit sehr viel weniger verschlechterte als 1984, als es sich mehr als verdoppelte, deuten zwei Faktoren darauf

hin, daß die außenwirtschaftliche Position der Vereinigten Staaten eigentlich schwächer war, als die ausgewiesenen Leistungsbilanzdaten zum Ausdruck bringen. Erstens nahmen die saisonbereinigten Quartalswerte des Handelsdefizits während des ganzen Jahres beständig zu und übertrafen im letzten Quartal – sowohl in laufenden als auch in konstanten Dollarwerten – den Wert des ersten Vierteljahres um mehr als 50%. Zweitens war im vergangenen Jahr der Überschuß der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz mit \$ 6,6 Mrd. fast ebenso groß wie 1984. Wird dieser Betrag jedoch um den Wertgewinn der amerikanischen Direktinvestitionen im Ausland, der durch den Verfall des Dollarkurses entstand, vermindert (im Gegensatz zu anderen Ländern beinhaltet die US-Zahlungsbilanz bei den Investitionseinkommen und den direkten Auslandsinvestitionen solche Bewertungseffekte), so reduziert sich der Überschuß aus Dienstleistungen und Übertragungen aufgrund höherer Nettozahlungen für Reiseverkehr und Transport, geringerer Nettokapitalerträge und höherer Transferzahlungen von \$ 15 Mrd. im Jahr 1984 auf \$ 1,2 Mrd. im Jahr 1985.

USA: Komponenten der Handelsbilanzveränderung (Schätzung)

	Veränderung des Handelsbilanzsaldos	Basierend auf Veränderungen von					
		Ölimporten	Terms of trade (ohne Öl)	Exportvolumen		Importvolumen (ohne Öl)	
				insgesamt	wegen des Exportmarktwachstums	insgesamt	wegen der Inlandsnachfrage
Milliarden US-Dollar							
1984	-47	- 2½	4½	16	16½	-65	-33
1985	-10	7	- ½	1	6½	-17½	-14

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

Das Leistungsbilanzdefizit wuchs 1985, obwohl sich die Ölimporte um \$ 7 Mrd. verringerten. Die rückläufige Ölrechnung spiegelt wider, daß der Durchschnittswert der Importe um 5% und ihr Volumen um 7½% fielen, wobei die inländischen Öllager angesichts der stagnierenden Nachfrage um 7% abgebaut wurden.

Die Handelsbilanz (ohne Öl) verschlechterte sich 1985 um \$ 17,3 Mrd., was beträchtlich weniger war als die im vorangegangenen Jahr verzeichnete Passivierung um \$ 44,4 Mrd. Der wichtigste Grund für die langsamere Verschlechterung war, daß die nachteiligen Auswirkungen der 1984 außerordentlich ungünstigen relativen internationalen Nachfrageposition der USA im vergangenen Jahr abklingen, als sich die Wachstumsrate der US-Inlandsnachfrage jener der durchschnittlichen Nachfrage anderer Industrieländer näherte. Gleichzeitig blieb jedoch die internationale Wettbewerbsposition der Vereinigten Staaten schwach. Im Jahresdurchschnitt lag 1985 der effektive reale Dollarkurs um 2% höher als im Jahr davor, wenn auch der gegenüber dem Yen und wichtigen europäischen Währungen sinkende Wechselkurs nach dem Februar dazu beitrug, die Wettbewerbsfähigkeit der US-Hersteller im Zeitraum vom ersten bis zum letzten Quartal des Jahres 1985 um 14½% zu stärken. Hinzu kommt, daß das Handelsvolumen normalerweise nur mit einer Verzögerung von einigen Monaten auf veränderte Wettbewerbslagen reagiert, so daß

sich die Folgen des Dollarverfalls erst im Laufe des Jahres 1986 voll und ganz bemerkbar machen dürften.

Das 1985 höhere Defizit im Handel mit Nichtölprodukten erklärt sich praktisch voll aus den Volumensbewegungen. Die veränderten relativen Außenhandelspreise – die Durchschnittswerte der Ausfuhren und der Einfuhren sanken um 3 bzw. 2½% – vergrößerten den Fehlbetrag nur um rund \$ ½ Mrd. Da die USA landwirtschaftliche Produkte und Rohstoffe in großem Umfang sowohl exportieren als auch importieren, zogen sie 1985 im Unterschied zu den meisten anderen Industriestaaten keinen Vorteil aus dem starken Preisrückgang bei Nichtölrohstoffen.

Die realen Ausfuhren nahmen über das ganze Jahr gesehen kaum zu, obwohl die Exportmärkte der Vereinigten Staaten um 3% wuchsen. Das Exportvolumen verringerte sich während der ersten drei Quartale, erhöhte sich jedoch im letzten Quartal des Jahres wieder etwas, nämlich um 2%. Diese Entwicklung wurde von den realen Agrarexporten beträchtlich beeinflusst. Aufgrund der Dollarstärke und des wachsenden Weltangebots sahen sich die USA auf ihren traditionellen Exportmärkten einem starken Wettbewerb sowohl durch Anbieter anderer Länder als auch durch inländische Produzenten ausgesetzt, so daß ihre realen Agrarexporte in der Zeit vom letzten Quartal des Jahres 1984 bis zum dritten Quartal 1985 um 28% fielen, bevor sie in den letzten drei Monaten des Jahres um 17% nach oben schnellten. Den nichtlandwirtschaftlichen Ausfuhren ging es etwas besser. Sie nahmen 1985 zu konstanten Preisen um ungefähr 3½ gegenüber 10% im vorangegangenen Jahr zu. Der ganze Zuwachs war jedoch im Grunde den höheren Flugzeugverkäufen und den unternehmensinternen Exporten von Kraftfahrzeugteilen zu Produktionsstätten in Kanada zuzuschreiben. Die realen Exporte anderer Investitionsgüter stagnierten praktisch, während jene der Konsumgüter um 6% schrumpften.

Das Volumen der Nichtölimporte expandierte 1985 um rund 6½% oder \$ 17½ Mrd. Die Ursache für die so beträchtlich langsamer gestiegenen realen Nichtölimporte, die 1984 noch um 30½% zugenommen hatten, lag hauptsächlich im gebremsten Wachstum der Inlandsnachfrage, das sich von 8½% im Jahr 1984 auf 2½% im Jahr 1985 verlangsamte. Während ferner im Jahr 1984 nur die Hälfte der Importwelle in realer Rechnung den inländischen Nachfragefaktoren zugeschrieben werden konnte, befand sich 1985 auf das Jahr gerechnet die Zunahme des Importvolumens mit jener der realen Inlandsnachfrage in viel besserem Einklang, was darauf hinzuweisen scheint, daß sich die Importdurchdringung 1985 erheblich verlangsamte. Das reale Einfuhrwachstum, das im ersten Halbjahr zunächst moderat war, beschleunigte sich im zweiten Halbjahr recht deutlich, obwohl die Importkosten aufgrund der Kursverluste des Dollar zu steigen anfangen. Dies legt die Annahme nahe, daß die US-Importeure eine weitere Anpassung der Einfuhrpreise nach oben erwarteten und Auslandseinkäufe vorzogen. Die höheren Nichtöleinfuhren erstreckten sich auf alle wichtigen Warengruppen mit Ausnahme industrieller Roh- und Betriebsstoffe und waren im Bereich der verarbeiteten Erzeugnisse besonders ausgeprägt, wobei insbesondere die anhaltend starke Nachfrage nach Kraftfahrzeugen die Importe aufblähte.

Daß der Wert der US-Exporte im vergangenen Jahr um \$ 5,9 auf insgesamt \$ 214 Mrd. zurückging, lag in erster Linie an geringeren Verkäufen nach Westeuropa,

USA: Handelsbilanz gegenüber Ländergruppen

	Gesamte Handelsbilanz	Industrieländer*	darunter:			Entwicklungsländer	darunter:	
			West-Europa	Japan	Kanada		Lateinamerika	Asien
Milliarden US-Dollar								
1984	-114,1	- 63,6	- 15,2	- 37,0	- 16,1	- 50,5	- 18,6	- 25,4
1985	-124,3	- 78,7	- 21,2	- 43,4	- 17,1	- 45,6	- 15,6	- 25,7

\* Einschl. Osteuropa und internationaler Organisationen.

Japan und in die ölexportierenden Länder der dritten Welt. Demgegenüber nahmen die Ausfuhren nach Kanada und Lateinamerika mäßig zu, wobei jedoch ein beträchtlicher Anteil des Anstiegs die expandierenden firmeninternen Exporte von US-Unternehmungen an ihre in diesen Gebieten befindlichen Produktionsstätten wiedergeben dürfte. Diese Exporte umfassen in einem gewissen Ausmaß zugelieferte Teile und Bauelemente, die nach Montage und Fertigstellung für den Reexport auf den US-Markt bestimmt sind. Der Wert der US-Importe stieg 1985 um \$ 4,3 auf 338,3 Mrd. Während von anderen Industrieländern für \$ 12,4 Mrd. mehr gekauft wurde, gingen die Einfuhren aus den Entwicklungsländern um \$ 7,8 Mrd. zurück, was in erster Linie an geringeren Ölkäufen liegt. Diese veränderten Handelsstrukturen hatten zur Folge, daß sich 1985 die aus dem US-Handelsbilanzdefizit resultierenden Überschüsse weiter zu den anderen Industrieländern verlagerten. Während 1983 der Anteil der Entwicklungsländer am US-Handelsbilanzdefizit noch mehr als die Hälfte ausgemacht hatte, sank er 1985 auf rund ein Drittel.

Das höhere Leistungsbilanzdefizit des vergangenen Jahres verursachte keinerlei Finanzierungsprobleme. Trotz des stark rückläufigen Dollarwechsellkurses konnte der Fehlbetrag wieder voll durch spontane private Kapitalzuflüsse finanziert werden. Die Struktur dieser Kapitalströme veränderte sich jedoch bedeutend. Der Nettoerwerb amerikanischer Wertpapiere durch Gebietsfremde stieg sehr kräftig und machte die Hälfte aller Nettokapitalzuflüsse aus, während sich der 1984 noch stark positive Saldo des sonstigen Kapitalverkehrs außerhalb der Banken geringfügig passivierte. Beim übrigen Kapitalverkehr flossen über das Bankensystem wieder netto Mittel zu, und zwar in größerem Ausmaß als 1984. Die im Restposten der Zahlungsbilanz enthaltenen statistisch nicht aufgliederbaren Mittelzuflüsse bewegten sich 1985 in etwa auf dem hohen Niveau des vorangegangenen Jahres.

Der Rekordnettozufluß von Portefeuillevermögen kann zur Gänze auf die annähernde Vervierfachung (von \$ 13 Mrd. im Jahre 1984 auf \$ 50,7 Mrd. im Jahre 1985) der Nettoverkäufe privater US-Wertpapiere an Gebietsfremde zurückgeführt werden. Mehr als 70% der Zunahme spiegeln den Erwerb von durch US-Unternehmungen neu begebenen Anleihen wider, was den Anteil Gebietsfremder auf nahezu ein Drittel vergrößerte. Diese Welle ausländischer Käufe von US-Anleihen ist vor allem die Folge zweier Faktoren. Erstens übertrafen die Renditen festverzinslicher amerikanischer Wertpapiere jene der in anderen wichtigen Währungen denominierten Anleihen, dazu kam, daß insbesondere nach Mitte des Jahres 1985 sinkende Zinsen Kapitalgewinne versprachen. Zweitens deckten US-Unternehmen einen

USA: Kapitalverkehr<sup>1</sup>

	1984	Jahr	1985			
			1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
Milliarden US-Dollar						
Saldo der Kapitalbilanz .....	107,6	123,6	35,1	20,1	26,9	41,5
Statistisch erfaßte Kapitaltransaktionen	77,1	90,8	23,1	15,9	19,6	32,2
Kapitaltransaktionen der US-Regierung <sup>2</sup>	- 5,0	- 2,5	- 1,4	- 0,3	- 0,5	- 0,3
Private Kapitaltransaktionen .....	82,1	93,3	24,5	16,2	20,1	32,5
Wertpapiertransaktionen <sup>3</sup> .....	33,5	61,0	9,9	9,2	16,2	25,8
davon:						
US-Schatzpapiere .....	22,4	20,9	2,6	5,1	7,5	5,7
Sonstige US-Wertpapiere .....	13,0	50,7	9,5	7,1	11,7	22,4
Sonstige Kapitaltransaktionen von Nichtbanken <sup>4</sup> .....	25,3	- 2,4	1,1	2,7	- 1,0	- 5,2
darunter:						
Direktinvestitionen <sup>3,4</sup> .....	4,2	- 8,6	1,5	- 3,8	- 2,3	- 4,0
Kapitaltransaktionen über Banken (netto) .....	23,2	34,7	13,5	4,3	5,0	11,9
Statistische Diskrepanz .....	30,5	32,8	12,0	4,2	7,3	9,3
Veränderung der Nettowährungsreserven (- = Verbesserung) .....	- 0,2	- 5,9	- 10,9	7,5	2,4	- 4,9
Nachrichtlich:						
Leistungsbilanz .....	-107,4	-117,7	- 24,2	- 27,6	- 29,3	- 36,6

Anmerkung: Ein Minuszeichen bedeutet einen Kapitalabfluß.

<sup>1</sup> Die Kapitalverkehrsdaten sind nicht saisonbereinigt. <sup>2</sup> Ohne Transaktionen mit US-Schatzpapieren. <sup>3</sup> Bei Wertpapiertransaktionen mit und bei Direktinvestitionen ohne Nettokapitalbewegungen zwischen US-Unternehmen und ihren Finanzierungsgesellschaften auf den Niederländischen Antillen. <sup>4</sup> Bei sonstigen Kapitaltransaktionen von Nichtbanken mit und bei Direktinvestitionen ohne Kapitalströme zwischen Unternehmen.

beträchtlichen Teil ihres Finanzierungsbedarfs durch Mittelaufnahmen am Euroanleihemarkt. Dieses veränderte Kapitalaufnahmeverhalten wurde dadurch hervorgerufen, daß im Juli 1984 die US-Quellensteuer auf Zinserträge Gebietsfremder aus im Ausland neu begebenen Wertpapieren abgeschafft wurde und der rasch verlaufende finanzielle Innovationsprozeß zusätzliche Möglichkeiten bot, neue Anleihebegebungen den besonderen Bedürfnissen verschiedener ausländischer Investorengruppen anzupassen. Dadurch wurde es den amerikanischen Kreditnehmern möglich, Finanzmittel auf ausländischen Märkten mitunter günstiger aufzunehmen als im Inland. Insbesondere neu eingeführte Kurssicherungstechniken, wie z.B. Teileinzahlungsobligationen und Bezugsrechte für weitere Wertpapiere in der gleichen oder einer anderen Währung, boten Schutz vor schwankenden Wechselkursen und ermöglichten den Anlegern insbesondere gegen Jahresende, bei begrenztem Wechselkursrisiko in den Genuß sinkender US-Zinsen zu kommen.

Die übrigen Wertpapiertransaktionen brachten Nettozuflüsse in Höhe von \$ 10,3 Mrd., der Hälfte des 1984 verzeichneten Betrags. Der Rückgang ergab sich hauptsächlich aus einem Umschwung von \$ 6 Mrd. des wertpapiergebundenen Kapitalverkehrs und spiegelt den Transaktionssaldo zwischen den US-Unternehmen und ihren Finanzierungsgesellschaften auf den Niederländischen Antillen wider. Diese Entwicklung beruht darauf, daß die Begebung neuer Anleihen über die Niederländischen Antillen, die 1984 noch einen Betrag von \$ 9,9 Mrd. erreichten, 1985 im Grunde deswegen zum Erliegen kam, weil die steuerlichen Vorteile, Kapital auf

dem Euroanleihemarkt über solche Finanzierungsgesellschaften aufzunehmen, durch die Abschaffung der US-Quellensteuer beseitigt wurden. Auch der Nettobetrag zusätzlich im Ausland verkaufter US-Schatzpapiere verringerte sich etwas, nämlich um \$ 1,5 Mrd., wengleich die Nachfrage nach diesen Wertpapieren mit \$ 20,9 Mrd. sehr lebhaft blieb.

USA: Kapitaltransaktionen über Banken

	1984	1985				
		Jahr	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
Milliarden US-Dollar						
Kapitaltransaktionen über Banken (netto) . . .	23,2	34,7	13,5	4,3	5,0	11,9
Veränderung der Forderungen . . . . .	- 8,5	- 5,9	0,1	4,1	- 1,5	- 8,6
Veränderung der Verbindlichkeiten . . . . .	31,7	40,6	13,4	0,2	6,5	20,5
Dollartransaktionen für eigene Rechnung (netto) . . . . .	20,6	27,5	13,6	- 0,1	7,3	6,7
mit eigenen Auslandsniederlassungen . . . . .	- 4,6	1,6	2,4	- 4,2	5,3	- 1,7
mit sonstigen Banken . . . . .	14,7	13,6	7,7	0,4	1,2	4,1
mit Nichtbanken . . . . .	10,5	12,3	3,6	3,7	0,8	4,3
Sonstige Transaktionen (netto)* . . . . .	2,6	7,2	- 0,1	4,4	- 2,3	5,2

Anmerkung: Ein Minuszeichen bedeutet einen Kapitalabfluß.

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

Das über den Bankensektor der USA ins Land geflossene Kapital stieg 1985 netto um \$ 11,5 Mrd. auf eine Rekordsumme von \$ 34,7 Mrd. Die Zunahme rührte vor allem daher, daß die US-Banken erneut begannen, sich bei ihren ausländischen Niederlassungen in Dollar zu verschulden, und ihr Fremdwährungsgeschäft von einer Nettokreditvergabe in Höhe von \$ 2,2 Mrd. im Jahr 1984 zu einer Nettokreditaufnahme in Höhe von \$ 2,8 Mrd. im letzten Jahr umschwang. Der Großteil der 1985 über die Banken geleiteten Zuflüsse ergab sich jedoch wieder daraus, daß die Auslandsforderungen der US-Banken gegenüber den von ihnen unabhängigen ausländischen Banken und gegenüber den Nichtbanken netto zurückgingen, und zwar um \$ 13,6 bzw. 12,3 Mrd. Diese Zuflüsse ergaben sich größtenteils aufgrund geringerer Forderungen, worin sich zwei Entwicklungen niederschlugen: Die Banken reduzierten weiter ihr Engagement gegenüber den Entwicklungsländern, und die Kapitalnehmer der Industriestaaten ersetzten das Instrument des Bankkredits in zunehmendem Maße durch internationale Anleihen, kurzfristige Euronotes und Euro-Commercial paper.

Der Umschwung im Kapitalverkehr der Nichtbanken (ohne Portefeuillekapital) von Zuflüssen in Höhe von \$ 25,3 Mrd. im Jahr 1984 zu Abflüssen in Höhe von \$ 2,4 Mrd. im Jahr 1985 kann mit zwei weiter oben diskutierten Entwicklungen in Zusammenhang gebracht werden. Da erstens der amerikanische Unternehmenssektor seine Finanzierungsaktivitäten auf den Euroanleihemarkt verlagerte, sanken die Nettozuflüsse aus den Finanzierungsbeziehungen zwischen Unternehmen und aus anderen Formen der Kapitalaufnahme durch US-Unternehmen im Ausland um \$ 15,1 auf nur noch 6,2 Mrd. im Jahr 1985. Zweitens wendete sich der Saldo der

Direktinvestitionen in Richtung eines Nettoabflusses von \$ 8,6 Mrd., wobei ein beträchtlicher Teil des \$ 10,3 Mrd. betragenden Anstiegs der Direktinvestitionen aus Bewertungseffekten durch den Dollarkursrückgang resultierte.

Im Jahr 1985 trugen die statistisch erfaßten Kapitalströme aus Westeuropa, Japan und anderen Ländern (bei denen es sich fast ausschließlich um Entwicklungsländer handelt) zu annähernd gleichen Teilen zu dem gesamten den Vereinigten Staaten netto zugeströmten Kapital in Höhe von \$ 93,3 Mrd. bei (s. untenstehende Tabelle). Da diese Daten aber auf Territorialitätsbasis zusammengestellt werden und große Teile der Transaktionen eher über aus- als inländische Finanzzentren geleitet werden, können die dargestellten regionalen Kapitalströme kein genaues Bild der Nationalität des endgültigen Investors oder Kapitalnehmers geben. Nichtsdestoweniger gehen aus der Tabelle zwei beachtenswerte Entwicklungen hervor. Erstens schwollen die Nettozuflüsse aus Japan 1985 auf beinahe \$ 29 Mrd. an, wobei sich die Forderungen der in Japan Ansässigen auf \$ 35 Mrd. mehr als verdoppelten. Der größte Teil der Zunahme dürfte Direktkäufe von US-Schatzpapieren und bei Banken in den Vereinigten Staaten getätigte Einlagen widerspiegeln, die vermutlich zusammen von \$ 9 Mrd. im Jahr 1984 auf über \$ 26 Mrd. im Jahr 1985 zugenommen haben. Weiter wird berichtet, daß der Direktverkauf anderer amerikanischer Wertpapiere an Gebietsansässige in Japan von \$ 1,3 Mrd. im Jahr 1984 auf \$ 5,7 Mrd. im Jahr 1985 gestiegen ist, wobei jedoch japanische Kapitalbilanzdaten darauf hindeuten, daß der gesamte in Wertpapiere von US-Unternehmen investierte Betrag wesentlich bedeutender war. Zweitens weiteten sich im vergangenen Jahr die Bruttokapitalströme zwischen Gebietsansässigen der USA und Westeuropas beträchtlich aus. Während die höheren Bruttoabflüsse aus den Vereinigten Staaten nach Westeuropa hauptsächlich auf Bewertungseffekten aus den umfangreichen Direktinvestitionsbeständen in dieser Region beruhen, ergaben sich die zusätzlichen Bruttozuflüsse aus Westeuropa voll aus um \$ 33 Mrd. höheren Verkäufen von US-Wertpapieren (ohne US-Schatzpapiere). Diese enorme Zunahme spiegelt zweifelsohne Westeuropas Rolle als wichtigstes Zentrum für die Begebung internationaler Anleihen wider; so resultierten 80% des Zuwachses, das sind \$ 26 Mrd., aus netto am Londoner Markt getätigten Verkäufen, wenn auch ein beträchtlicher Teil davon auf das Konto von Investoren außerhalb Großbritanniens gehen dürfte.

USA: Regionale Verteilung der statistisch erfaßten Kapitaltransaktionen des privaten Sektors

	Insgesamt		Westeuropa		Japan <sup>1</sup>		Übrige Industrieländer <sup>1,2</sup>		Sonstige Länder	
	1984	1985	1984	1985	1984	1985	1984	1985	1984	1985
	Milliarden US-Dollar									
Forderungen .....	-11,8	-31,7	-13,8	-35,0	0,7	- 6,3	- 1,3	2,1	2,6	7,5
Verbindlichkeiten .....	93,9	125,0	46,5	64,2	14,1	35,0	6,0	0,2	27,3	25,6
Saldo .....	82,1	93,3	32,7	29,2	14,8	28,7	4,7	2,3	29,9	33,1

Anmerkung: Ein Minuszeichen bedeutet einen Kapitalabfluß.

<sup>1</sup> Teilweise geschätzt. <sup>2</sup> Australien, Kanada, Neuseeland und Südafrika.

Das anhaltende und sogar wachsende externe Ungleichgewicht der USA spiegelte sich in gewissem Ausmaß in den sich ausweitenden Leistungsbilanzüberschüssen Japans und Deutschlands wider.

In Japan verbesserte sich die Leistungsbilanz 1985 weiterhin, obwohl Japans Exportmärkte deutlich langsamer wuchsen. Der Überschuss stieg um \$ 14,3 Mrd. – ein Betrag, der praktisch den jeweiligen Ergebnissen der beiden vorangegangenen Jahre entspricht – und erreichte damit ein Rekordniveau von \$ 49,3 Mrd. Der überwiegende Teil des Anstiegs ergab sich aus einem um \$ 11,7 Mrd. höheren Handelsbilanzüberschuß. Das traditionelle Defizit aus Dienstleistungen und Übertragungen schrumpfte zudem um \$ 2,6 Mrd., was größtenteils den höheren Erträgen aus Japans wachsenden Nettoauslandsinvestitionen zuzuschreiben ist.

Japan: Mengen- und Preiskomponenten der Handelsbilanzveränderung (Schätzung)<sup>1</sup>

	1984	1985 <sup>2</sup>				
	Jahr	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal	
	Milliarden US-Dollar					
Veränderung des Handelsbilanzsaldos . . . . .	13,1	12,5	1,5	2,7	3,9	4,4
wegen Veränderung des Volumens . . . . .	8,9	7,3	2,4	2,9	2,5	- 0,5
der Exporte . . . . .	23,0	6,2	3,0	2,4	0,9	- 0,1
der Importe <sup>3</sup> . . . . .	-14,1	1,1	- 0,6	0,5	1,5	- 0,4
wegen Veränderung der Terms of trade	4,2	5,2	- 0,9	- 0,3	1,4	5,0

<sup>1</sup> Auf Basis der Zollstatistik. <sup>2</sup> Veränderungen gegenüber dem entsprechenden Quartal des Vorjahres. <sup>3</sup> Ein Minuszeichen bedeutet eine Zunahme des Importvolumens.

Der höhere Handelsbilanzüberschuß im Jahr 1985 resultierte wie im vorangegangenen Jahr aus günstigen Entwicklungen sowohl des Volumens als auch der realen Austauschverhältnisse. Während sich jedoch die Veränderung der realen Handelsbilanz im großen und ganzen in derselben Größenordnung bewegte wie im vorangegangenen Jahr, unterschieden sich die zugrundeliegenden Volumensentwicklungen auffallend. Im Jahr 1984 waren die Exporte, gerechnet in konstanten Dollarwerten, um \$ 23 Mrd. hochgeschwungen, wogegen sie letztes Jahr vergleichsweise mäßig (um \$ 6,2 Mrd.) stiegen. Angesichts einer praktisch unveränderten internationalen Wettbewerbsposition muß die Tatsache, daß sich das Wachstum des Exportvolumens von 13% im Jahr 1984 auf 4% im Jahr 1985 verlangsamte, im wesentlichen der von ungefähr 9% im Jahr 1984 auf 3½% im Jahr 1985 verringerten Expansion der Exportmärkte Japans zugeschrieben werden. Daß sich die Handelsbilanz trotz des schwächer wachsenden Exportvolumens wieder erheblich verbesserte, ist weitestgehend auf die 1985 erfolgten Entwicklungen im Importvolumen zurückzuführen. Nahmen die realen Importe 1984 noch um 11% zu, das sind \$ 14,1 Mrd., so verharrten sie 1985 praktisch auf dem Vorjahresniveau. Zwar kann diese Entwicklung teilweise dem schwächeren Wachstum der realen Inlandsnachfrage und der Industrieproduktion im Jahre 1985 zugeschrieben werden, doch dürften zwei zusätzliche Faktoren die Importe gedämpft haben. Erstens wurden anscheinend – wohl in Erwartung weiter sinkender Rohstoffpreise – Rohstoff- und

Öllager abgebaut. Zweitens dürfte das von über 20% im Jahr 1984 auf nur noch 2% im Jahr 1985 verlangsamte reale Wachstum importierter Industrieerzeugnisse in gewissem Ausmaß damit zusammenhängen, daß die Exportentwicklung schwächer wurde, da ja viele zur Herstellung von Exportprodukten verwendete Zubehör- und Ersatzteile von im Ausland liegenden Produktionsstätten importiert werden.

Während der ersten drei Quartale des Jahres 1985 dominierten in der Handelsbilanz die Mengeneffekte. Im letzten Quartal jedoch, als sich die reale Handelsbilanz nicht mehr verbesserte, blähten sehr viel günstigere reale Austauschverhältnisse den Überschuß um nicht weniger als \$ 5 Mrd. auf. Diese außergewöhnlich große Verbesserung der Terms of trade spiegelte sowohl erhöhte Exportpreise in Dollarwerten im Gefolge der Yen-Aufwertung als auch die günstige Auswirkung sinkender Rohstoffpreise auf die Einfuhrdurchschnittswerte wider.

Wertmäßig erhöhten sich die Exporte Japans 1985 um \$ 5,6 auf 173,9 Mrd. Wesentlich nahmen die Verkäufe aber nur auf zwei Märkten zu: Die Exporte in die USA stiegen um \$ 5,4 Mrd., und die Verkäufe an China, wo ein ehrgeiziges Programm zur Reform der Wirtschaft außergewöhnlich große Importe nach sich zog, erhöhten sich um einen ähnlichen Betrag. Demgegenüber sanken im allgemeinen die Exporte in andere Entwicklungsländer, insbesondere in jene, die Ölexporteur sind. Japans Importe gingen im vergangenen Jahr wertmäßig um \$ 6,1 auf 117,9 Mrd. zurück. Dieser Rückgang erfaßte weit gestreut verschiedene Länder. Neben geringeren Ölimporten aus den Ländern des Nahen Ostens nahmen die Käufe aus den Ländern Südostasiens am meisten ab.

Der Leistungsbilanzüberschuß wurde durch die Kapitalabflüsse mehr als aufgewogen, die einschließlich der statistischen Diskrepanz ein Rekordniveau von \$ 50,7 Mrd. erreichten, und die Nettowährungsreserven verminderten sich um \$ 1,4 Mrd. Erneut beeinflussten Zinsfaktoren und Portefeuilleanpassungen, die durch Liberalisierung und Entregulierung der Finanzmärkte ausgelöst wurden, wie Japans Überschuß an inländischen Ersparnissen im Ausland angelegt wurde. Das Dollaranlagen begünstigende Gefälle der langfristigen Zinsen blieb 1985 beträchtlich, obwohl es sich von über 5 Prozentpunkten zu Jahresbeginn auf knapp unter 4 Prozentpunkte am Jahresende verengte. Ferner dürften die mit einem möglichen Zinsrückgang verknüpften Kapitalgewinnerwartungen im zweiten Halbjahr 1985 einen zusätzlichen Anreiz für Kapitalabflüsse dargestellt haben.

Die massiven Nettokapitalabflüsse aus Japan wurden weiterhin vom Export langfristigen Kapitals durch Gebietsansässige dominiert, der von \$ 56,8 Mrd. im Jahr 1984 auf \$ 81,8 Mrd. im Jahr 1985 zunahm (s. umstehende Tabelle). Noch eindrucksvoller ist die Tatsache, daß sich im letzten Jahr der Nettoerwerb ausländischer Wertpapiere auf \$ 59,8 Mrd. verdoppelte, was mehr als 70% der Gesamtexporte von langfristigem Kapital durch Gebietsansässige entspricht. Diese Entwicklung spiegelt überwiegend die weitere Auffächerung der Portefeuilles der institutionellen Anleger wider. So weisen Bestandsgrößen der Bilanzen darauf hin, daß der Betrag der von Versicherungsunternehmen und im Rahmen von Treuhandkonten bei Banken gehaltenen ausländischen Wertpapiere, der 1984 um \$ 10,2 Mrd. zugenommen hatte, im Jahr 1985 um weitere \$ 16,6 Mrd. stieg. Gleichzeitig vergrößerten

Japan: Kapitalverkehr

	1984	Jahr	1985			
			1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
Milliarden US-Dollar						
Saldo der Kapitalbilanz .....	-36,4	-54,6	- 8,4	-14,1	-13,5	-18,6
Langfristiger Kapitalverkehr (netto) .....	-49,7	-64,8	-10,3	-17,2	-18,3	-19,0
Kapital Gebietsansässiger .....	-56,8	-81,8	-14,6	-19,6	-22,7	-24,9
darunter:						
<i>Direktinvestitionen im Ausland</i> .....	- 6,0	- 6,5	- 1,3	- 1,7	- 1,7	- 1,8
<i>Handelskredite</i> .....	- 4,9	- 3,0	- 1,5	- 0,4	- 0,4	- 0,7
<i>Sonstige Kredite</i> .....	-11,9	-10,4	- 3,3	- 1,0	- 2,6	- 3,5
<i>Wertpapiere</i> .....	-30,8	-59,8	- 8,4	-15,9	-17,1	-18,4
Kapital Gebietsfremder .....	7,1	17,3	4,2	2,5	4,4	6,2
darunter:						
<i>Auslandsanleihen</i> .....	7,4	12,9	3,5	2,4	3,7	3,3
<i>sonstige Wertpapiere</i> .....	- 0,2	3,9	0,7	- 0,1	0,7	2,6
Kurzfristiger Kapitalverkehr (netto) .....	13,3	10,2	1,9	3,1	4,8	0,4
darunter:						
<i>Kapitaltransaktionen über Banken</i> .....	17,6	10,8	2,5	3,0	3,8	1,5
Statistische Diskrepanz .....	3,7	3,9	1,7	1,8	- 0,4	0,8
Veränderung der Nettowährungsreserven (- = Zunahme) .....	- 2,3	1,4	- 0,1	- 1,1	0,9	1,7

Anmerkung: Ein Minuszeichen bedeutet einen Kapitalabfluß.

die Banken und der Unternehmenssektor 1985 ihre Bestände an ausländischen Wertpapieren um einen zweimal so großen Betrag wie im Jahr davor. Wie 1984 bestand der überwiegende Teil der neu erworbenen Wertpapiere aus Fremdwährungsanleihen, die mit einem Gesamtwert von \$ 53,5 Mrd. fast 90% des Gegenwerts aller im Jahr 1985 durch Gebietsansässige erworbenen ausländischen Wertpapiere ausmachten. Im Vergleich dazu ging der Abfluß sonstiger langfristiger Mittel von Gebietsansässigen um \$ 4 auf 22 Mrd. zurück, vor allem deswegen, weil sich die neugewährten Handelskredite und die Yen-Kredite japanischer Banken gegenüber 1984 etwas verringerten.

Auch der Betrag der von Gebietsfremden in Japan investierten langfristigen Finanzmittel, wobei es sich traditionell fast ausschließlich um den Erwerb von Wertpapieren handelt, nahm 1985 beträchtlich zu, und zwar um \$ 10,2 auf 17,3 Mrd. Der größte Teil der Zunahme stammte aus dem Verkauf von Auslandsanleihen japanischer Unternehmen, der sich merkbar erhöht hat, seit die Richtlinien über die Begebung von Fremdwährungsanleihen, die mit Vereinbarungen über einen Umtausch in Yen gekoppelt sind, im April 1984 gelockert worden waren. Hinzu kommt, daß die Quellensteuer auf Zinserträge Gebietsfremder aus Euro-Yen-Anleihen im April 1985 abgeschafft wurde. Bislang fanden es die japanischen Kapitalnehmer jedoch vorteilhafter, mit Swaps gekoppelte Fremdwährungsanleihen zu begeben. Euro-Yen-Emissionen stellten nur einen geringen Teil aller 1985 verkauften Auslandsanleihen dar.

So wie im Jahr 1984 glichen die Bewegungen kurzfristigen Kapitals den Nettoexport langfristigen Kapitals teilweise aus. Der Betrag der über die Banken netto abgeflossenen kurzfristigen Mittel sank um \$ 6,8 Mrd., ihr Gesamtumfang in Höhe

von \$ 10,8 Mrd. war aber noch beträchtlich größer als vor dem Zeitpunkt im Jahr 1984, zu dem die Restriktionen aufgehoben wurden, denen die Banken beim Umtausch von Fremdwährungen in Yen unterworfen gewesen waren. Eine Ursache für die geringeren kurzfristigen Kapitalimporte über Banken dürfte die Aufnahme von Dollarkrediten durch die Banken gewesen sein, um damit den Erwerb langfristiger Dollaraktiva einschließlich variabel verzinslicher Obligationen zu finanzieren. Die aus anderen Transaktionen resultierenden Nettoabflüsse – darin eingeschlossen kurzfristige Handelskredite von Nichtbanken und Geschäfte mit kurzfristigen Wertpapieren – kamen im letzten Jahr praktisch zum Stillstand.

Deutschland verdoppelte seinen Leistungsbilanzüberschuß vor allem aufgrund seiner Stärke im Außenhandel auf \$ 13,9 Mrd. Die Tatsache, daß der Handelsbilanzüberschuß um \$ 6,9 auf 28,1 Mrd. (der höchste jemals verzeichnete Überschuß in laufenden Dollarwerten) zunahm, kann auf günstige Volumensveränderungen zurückgeführt werden, die durch um 1½% verbesserte reale Austauschverhältnisse verstärkt wurden. Die anteiligen Beiträge der Mengen- und der Preiskomponente zur Entwicklung der Handelsbilanz veränderten sich jedoch im Laufe des Jahres 1985 beachtlich. Während der ersten Jahreshälfte führten lebhaft exportmärkte zusammen mit der ausgesprochen starken Wettbewerbsposition Deutschlands zu einem beträchtlich erhöhten Exportvolumen, wodurch der Handelsbilanzüberschuß real spürbar anstieg. Als diese positiven Bedingungen nach der Jahresmitte ausklangen und das Exportvolumen in der zweiten Jahreshälfte 1985 sehr viel langsamer expandierte, begann die Handelsbilanz von den sich stark verbessernden relativen Außenhandelspreisen zu profitieren.

Deutschland: Mengen- und Preiskomponenten der Handelsbilanzveränderung (Schätzung)<sup>1</sup>

	1984	Jahr	1985 <sup>2</sup>			
			1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
	Milliarden US-Dollar					
Veränderung des Handelsbilanzsaldos . . . . .	2,2	6,7	- 0,1	2,8	2,0	2,0
wegen Veränderung des Volumens . . . . .	7,4	3,9	1,3	3,2	0,4	- 1,0
der Exporte . . . . .	15,6	10,1	2,4	4,1	2,8	0,8
der Importe <sup>3</sup> . . . . .	- 8,2	- 6,2	- 1,1	- 0,9	- 2,4	- 1,8
wegen Veränderung der Terms of trade	- 5,2	2,9	- 1,4	- 0,3	1,6	3,0

<sup>1</sup> Auf der Basis der Zollstatistik. <sup>2</sup> Veränderungen gegenüber dem entsprechenden Quartal des Vorjahres. <sup>3</sup> Ein Minuszeichen bedeutet eine Zunahme des Importvolumens.

Über das ganze Jahr gesehen nahm das Exportvolumen um 6% zu und übertraf damit das Wachstum der Exportmärkte in Höhe von 4% deutlich. Der damit einhergehende Gewinn von Marktanteilen dürfte in erster Linie der internationalen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands zuzuschreiben sein, die während des Jahres 1985 trotz der ab Februar sich aufwertenden D-Mark weitgehend unverändert blieb. Das Volumen der Industriegüterexporte, die 90% der deutschen Gesamtausfuhren ausmachen, weitete sich besonders deutlich aus, wobei der Absatz in den USA (16,1%), Großbritannien (10,4%) und Italien (7,6%) am stärksten zunahm. Der Absatz auf Deutschlands wichtigstem Exportmarkt, Frankreich, stieg jedoch nur

um 1,2%, da dieses Land bis Mitte 1985 eine die Nachfrage beschränkende Politik verfolgte. Das deutsche Einfuhrvolumen wuchs um mehr als 4%, was angesichts der eher mäßigen Expansion der realen Inlandsnachfrage auf eine weiterhin recht hohe Einkommenselastizität der Importe schließen läßt. So verteilte sich das höhere Importvolumen, von Brennstoffen abgesehen, recht gleichmäßig auf alle Hauptwarengruppen. Veränderungen der regionalen Verteilung des Handels deuten an, daß die EG-Länder am meisten von den höheren deutschen Güterkäufen im Ausland profitierten.

Deutschland: Kapitalverkehr

	1984	Jahr	1985			
			1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
Milliarden US-Dollar						
Statistisch erfaßter Kapitalverkehr (netto) . . .	-10,7	-16,2	- 4,8	- 3,1	- 0,2	- 8,1
Langfristiger Kapitalverkehr (netto) . . . . .	- 5,3	- 2,1	- 0,9	0,0	- 0,7	- 0,5
Wertpapiere . . . . .	0,6	3,7	0,9	1,3	0,9	0,6
Ausländische Wertpapiere . . . . .	- 5,4	-10,9	- 1,7	- 1,9	- 3,3	- 4,0
Inländische Wertpapiere* . . . . .	6,0	14,6	2,6	3,2	4,2	4,6
Sonstiges langfristiges Kapital (netto)	- 5,9	- 5,8	- 1,8	- 1,3	- 1,6	- 1,1
Direktinvestitionen . . . . .	- 2,1	- 2,8	- 0,3	- 0,4	- 0,7	- 1,4
Kapitalverkehr über Banken (netto) . . .	- 1,8	- 0,6	- 1,1	0,3	0,0	0,2
Sonstiges (netto) . . . . .	- 2,0	- 2,4	- 0,4	- 1,2	- 0,9	0,1
Kurzfristiger Kapitalverkehr (netto) . . . . .	- 5,4	-14,1	- 3,9	- 3,1	0,5	- 7,6
Kapitalverkehr über Banken (netto) . . . .	0,3	-10,0	- 2,0	- 1,4	0,2	- 6,8
Sonstiges . . . . .	- 5,7	- 4,1	- 1,9	- 1,7	0,3	- 0,8

Anmerkung: Ein Minuszeichen bedeutet einen Kapitalabfluß.

\* Einschl. Schuldscheine inländischer öffentlicher Stellen.

Dem Anstieg des Leistungsbilanzüberschusses entsprach in der Kapitalbilanz ein ähnlich großer Nettoabfluß aus Deutschland, wobei sich die Nettowährungsreserven, ohne Wertberichtigungen, nur mäßig um \$ 1,2 Mrd. vermehrten. Wie der obenstehenden Tabelle entnommen werden kann, veränderte sich die Struktur der statistisch erfaßten Transaktionen der Kapitalbilanz im Vergleich der beiden letzten Jahre deutlich. Im Jahr 1984 hatten sich die Nettoabflüsse in Höhe von \$ 10,7 Mrd. annähernd gleichmäßig auf den kurz- und den langfristigen Kapitalverkehr verteilt. Dagegen bestanden sie 1985 größtenteils aus kurzfristigen Mitteln, und der Nettobetrag der langfristigen Kapitalexporte sank um \$ 3,2 auf 2,1 Mrd.

Die interessanteste Entwicklung in der Bilanz des langfristigen Kapitalverkehrs war jedoch, daß Wertpapierkapital in beträchtlich größerem Umfang sowohl herein- als auch hinausfloß. Der Erwerb ausländischer Wertpapiere durch Gebietsansässige in Deutschland verdoppelte sich 1985 auf einen Betrag von \$ 10,9 Mrd., wovon fast zwei Drittel Fremdwährungsanleihen waren. Wertpapiere mit vergleichsweise hohem Ertrag lenkten weiterhin das Interesse der deutschen Anleger auf sich, obwohl die D-Mark sichtbar an Wert gewann. Gleichzeitig übten sowohl günstige Erwartungen über die zukünftige Entwicklung der D-Mark als auch steuerliche und regulatorische Veränderungen – dazu zählen die Abschaffung der

Kuponsteuer im Herbst 1984 und die Zulassung neuer Finanzierungsinstrumente wie Nullkuponanleihen und variabel verzinsliche Obligationen – einen starken Anreiz auf die Nachfrage Gebietsfremder nach deutschen Wertpapieren aus, deren Erwerb von \$ 6 Mrd. im Jahr 1984 auf einen Rekordbetrag von \$ 14,6 Mrd. im Jahr 1985 stieg. Die im Rahmen der Wertpapiertransaktionen deutlich erhöhten Zu- und Abflüsse gingen mit wesentlichen Veränderungen in der regionalen Verteilung einher. Nach dem Frühjahr verlagerten Gebietsansässige in Deutschland ihre Nachfrage auf Anlageformen in Nichtdollarwährungen, wobei die Portefeuilleinvestitionen, insbesondere in den europäischen Ländern, und zwar sowohl im EG-Bereich als auch außerhalb, kräftig zunahmen. Die höhere Nachfrage nach deutschen Wertpapieren kam fast ausschließlich aus europäischen Ländern.

Der Nettoabfluß kurzfristigen Kapitals stieg 1985 hauptsächlich infolge der Kapitalexporte des Bankensektors auf mehr als das Doppelte, und zwar auf \$ 14,1 Mrd. Während sich die Auslandsverbindlichkeiten der Banken um \$ 2,7 Mrd. erhöhten, nahmen ihre Auslandsforderungen um \$ 12,7 Mrd. zu. Diese kräftige Zunahme der Aktiva, die überwiegend höhere Zwischenbankforderungen widerspiegelt, dürfte in gewissem Ausmaß mit einem Passivtausch ausländischer Banken in Zusammenhang stehen: Gebietsfremde finanzierten den Erwerb langfristiger DM-Aktiva anscheinend teilweise dadurch, daß sie bei ausländischen Banken angelegte kurzfristige Mittel abzogen, worauf diese Institute die Passivseite ihrer Bilanz durch ausgleichende kurzfristige Geldaufnahmen bei deutschen Banken wieder verlängerten.

### Zahlungsbilanzentwicklung in den übrigen Ländern der Zehnergruppe

Bei den anderen Ländern der Zehnergruppe veränderten sich 1985 die Leistungsbilanzen bedeutend weniger als in den drei größten Volkswirtschaften dieser Gruppe. Allgemein gilt, daß das Handelsvolumen wesentlich langsamer zunahm und fast alle Länder in unterschiedlichem Ausmaß von einer günstigen Entwicklung der realen Austauschverhältnisse profitierten.

Die stärkste Verbesserung verzeichnete *Großbritannien*, wo sich 1985 das Handelsbilanzdefizit auf einen Betrag von \$ 2,5 Mrd. mehr als halbierte und der Leistungsbilanzüberschuß um \$ 2,9 auf 4,1 Mrd. zunahm. Das geringere Handelsbilanzdefizit spiegelt wider, daß der Ölhandelsüberschuß um \$ 1,4 Mrd. zunahm und das Defizit aus dem übrigen Handelsverkehr um \$ 1,8 Mrd. sank. Beide Entwicklungen sind größtenteils auf das Ende des Grubenarbeiterstreiks zurückzuführen, der das Handelsbilanzergebnis des Jahres 1984 schätzungsweise um \$ 2 Mrd. verschlechtert hatte. Hinzu kam, daß sich in der britischen Wirtschaft die verzögerten Folgen des Rückgangs des realen gewogenen Außenwerts des Pfundes im Jahr 1984 bemerkbar machten. Die Nichtölexporte nahmen 1985 mengenmäßig um über 5% zu, was das Wachstum der britischen Exportmärkte beträchtlich übertraf, wogegen die Wachstumsrate der realen Nichtölimporte trotz weitgehend unveränderter inländischer Nachfragebedingungen im Jahresvergleich von 10% im Jahr 1984 auf 3½% zurückging. Der traditionelle Überschuß in der Bilanz der „unsichtbaren“ Transaktionen nahm 1985 etwas ab, da höhere Nettoeinkünfte aus

Leistungsbilanzsalden

	Handelsbilanz (fob)			Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz			Leistungsbilanz		
	1983	1984	1985	1983	1984	1985	1983	1984	1985
Milliarden US-Dollar									
Belgien-Luxemburg	- 1,9	- 1,2	- 0,3	1,4	1,2	0,9	- 0,5	0,0	0,6
Deutschland (BR)	20,7	21,2	28,1	- 16,4	- 14,5	- 14,2	4,3	6,7	13,9
Frankreich	- 8,7	- 4,7	- 4,5	3,5	3,8	5,1	- 5,2	- 0,9	0,6
Großbritannien	- 1,3	- 5,7	- 2,5	6,1	6,9	6,6	4,8	1,2	4,1
Italien	- 3,2	- 6,1	- 7,0	3,8	3,2	2,8	0,6	- 2,9	- 4,2
Japan	31,5	44,3	56,0	- 10,7	- 9,3	- 6,7	20,8	35,0	49,3
Kanada	14,9	16,5	13,3	- 13,5	- 14,6	- 15,2	1,4	1,9	- 1,9
Niederlande	4,3	5,5	5,6	0,0	- 0,3	- 0,1	4,3	5,2	5,5
Schweden	2,0	3,5	2,5	- 3,0	- 3,1	- 3,5	- 1,0	0,4	- 1,0
Schweiz	- 2,8	- 2,9	- 2,4	6,6	6,7	6,9	3,8	3,8	4,5
USA	- 67,2	- 114,1	- 124,3	21,2	6,7	6,6	- 46,0	- 107,4	- 117,7
<i>Zehnergruppe</i>	<i>- 11,7</i>	<i>- 43,7</i>	<i>- 35,5</i>	<i>- 1,0</i>	<i>- 13,3</i>	<i>- 10,8</i>	<i>- 12,7</i>	<i>- 57,0</i>	<i>- 46,3</i>
Australien	0,0	- 0,8	- 1,6	- 5,9	- 7,5	- 7,0	- 5,9	- 8,3	- 8,6
Dänemark	0,2	- 0,2	- 1,0	- 1,4	- 1,4	- 1,6	- 1,2	- 1,6	- 2,6
Finnland	0,2	1,5	1,0	- 1,1	- 1,5	- 1,6	- 0,9	0,0	- 0,6
Griechenland	- 4,3	- 4,2	- 5,0	2,4	2,1	1,7	- 1,9	- 2,1	- 3,3
Irland	- 0,2	0,2	0,5	- 1,0	- 1,1	- 1,1	- 1,2	- 0,9	- 0,6
Island	0,0	0,0	0,0	- 0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1
Jugoslawien	- 1,2	- 1,7	- 1,6	1,5	2,2	2,4	0,3	0,5	0,8
Neuseeland	0,2	- 0,1	0,1	- 1,3	- 1,3	- 1,3	- 1,1	- 1,4	- 1,2
Norwegen	4,2	5,1	4,5	- 2,2	- 1,9	- 1,5	2,0	3,2	3,0
Österreich	- 3,4	- 3,5	- 3,1	3,6	2,9	3,0	0,2	- 0,6	- 0,1
Portugal	- 2,4	- 2,1	- 1,5	1,4	1,6	1,8	- 1,0	- 0,5	0,3
Spanien	- 7,4	- 4,1	- 3,9	4,9	6,4	6,9	- 2,5	2,3	3,0
Südafrika	4,1	2,1	6,0	- 3,7	- 3,2	- 2,9	0,4	- 1,1	3,1
Türkei	- 3,0	- 2,9	- 2,7	1,1	1,5	1,9	- 1,9	- 1,4	- 0,8
<i>Sonstige Industrieländer</i>	<i>- 13,0</i>	<i>- 10,7</i>	<i>- 8,3</i>	<i>- 1,8</i>	<i>- 1,3</i>	<i>0,6</i>	<i>- 14,8</i>	<i>- 12,0</i>	<i>- 7,7</i>
<i>Industrieländer zusammen</i>	<i>- 25</i>	<i>- 54</i>	<i>- 44</i>	<i>- 3</i>	<i>- 15</i>	<i>- 10</i>	<i>- 28</i>	<i>- 69</i>	<i>- 54</i>
Ölexportierende Länder des Nahen Ostens <sup>1</sup>	33	34	33	- 45	- 47	- 40	- 12	- 13	- 7
Übrige Entwick- lungsländer	- 10	21	10	- 33	- 40	- 38	- 43	- 19	- 28
Lateinamerika	29	37	34	- 39	- 40	- 38	- 10	- 3	- 4
Asien	- 18	- 4	- 14	4	- 1	- 1	- 14	- 5	- 15
Sonstige	- 21	- 12	- 10	2	1	1	- 19	- 11	- 9
<i>Entwicklungsländer zusammen</i>	<i>23</i>	<i>55</i>	<i>43</i>	<i>- 78</i>	<i>- 87</i>	<i>- 78</i>	<i>- 55</i>	<i>- 32</i>	<i>- 35</i>
Osteuropa <sup>2</sup>	8	10	3	- 3	- 3	- 2	5	7	1
Insgesamt	6	11	2	- 84	- 105	- 90	- 78	- 94	- 88

<sup>1</sup> Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Oman, Saudi-Arabien und die Vereinigten Arabischen Emirate. <sup>2</sup> Bulgarien, DDR, Polen, Rumänien, Tschechoslowakei, UdSSR und Ungarn.

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

Dienstleistungen durch rückläufige Nettokapitalerträge und höhere Nettotransferzahlungen an die EG mehr als aufgewogen wurden.

In *Frankreich* verbesserte sich die Leistungsbilanz um \$ 1,5 Mrd. auf einen Überschuß von \$ 0,6 Mrd., was fast gänzlich aus einer durch höhere Einnahmen im Dienstleistungsverkehr verbesserten Bilanz der „unsichtbaren“ Transaktionen resultiert. Das Handelsbilanzdefizit sank geringfügig auf \$ 4,5 Mrd., da die mengenmäßige Verschlechterung in der Handelsbilanz durch die Wirkung sich günstig entwickelnder realer Austauschverhältnisse mehr als aufgewogen wurde. Die auseinanderstrebenden Preis- und Mengeneffekte machten sich insbesondere in der zweiten Hälfte des abgelaufenen Jahres deutlich bemerkbar, als der nachteilige Einfluß der schwachen internationalen Wettbewerbsposition durch eine sich erholende Inlandsnachfrage verstärkt wurde, so daß sich die Handelsbilanz zu konstanten Preisen gegenüber dem zweiten Halbjahr 1984 um mehr als \$ 3 Mrd. verschlechterte. Das Wachstum des Importvolumens beschleunigte sich im zweiten Halbjahr auf über 6%, wogegen die realen Exporte nur um 1% zunahmen. Gleichzeitig führte in der zweiten Jahreshälfte die effektive Aufwertung des französischen Franc gemeinsam mit den sinkenden Rohstoffpreisen zu sehr beträchtlichen Terms-of-trade-Gewinnen. In *Belgien/Luxemburg* veränderte, so wie in Frankreich, eine im Jahr 1985 verbesserte Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz zusammen mit vorteilhafteren realen Austauschverhältnissen die ausgeglichene Leistungsbilanz des Jahres 1984 zu einer mit einem Überschuß in Höhe von \$ 0,6 Mrd.

Die Leistungsbilanzlage verbesserte sich auch in jenen zwei Ländern der Zehnergruppe weiter, die auf das Sozialprodukt bezogen die höchsten Überschüsse ausweisen. In der *Schweiz* war ein mit 8% besonders stark wachsendes Exportvolumen der wichtigste Grund dafür, daß der Ertragsbilanzüberschuß um \$ 0,7 Mrd. zunahm, der 1985 mit \$ 4,5 Mrd. einen Anteil von 4½% am Bruttosozialprodukt erreichte. In den *Niederlanden* nahm 1985 der Leistungsbilanzüberschuß nur mäßig zu, er stieg auf \$ 5,5 Mrd., das sind 4% des Bruttosozialprodukts; der entsprechende Wert für Deutschland und Japan beträgt 2 bzw. mehr als 3½%.

Drei Länder verzeichneten 1985 schwächere Außenwirtschaftspositionen. Die größte Beeinträchtigung wies *Kanada* auf, wo sich die Leistungsbilanz 1985 um \$ 3,8 Mrd. zu einem Defizit von \$ 1,9 Mrd. verschlechterte. Dieser Umschwung spiegelt im wesentlichen einen um \$ 3,2 Mrd. verringerten Handelsbilanzüberschuß wider, wofür größtenteils die lebhaftere Inlandsnachfrage verantwortlich war. Das Importvolumen expandierte um 8%, wogegen die realen Exporte, durch die wirtschaftliche Verlangsamung in den USA beeinträchtigt, nur um 4% wuchsen. Hinzu kommt, daß sich die realen Austauschverhältnisse geringfügig verschlechterten. Gleichartige Faktoren zeichneten auch dafür verantwortlich, daß sich in *Schweden* wieder ein Leistungsbilanzdefizit – in Höhe von \$ 1 Mrd. – einstellte. Insbesondere war es die Dynamik der Inlandsnachfrage, die die realen Importe um 9% ansteigen ließ, was die günstigen Folgen eines um 3% gewachsenen Exportvolumens und um 1% verbesserter realer Austauschverhältnisse mehr als aufwog.

In *Italien* weitete sich 1985 das Leistungsbilanzdefizit hauptsächlich infolge des zunehmenden Handelsbilanzfehlbetrags um \$ 1,3 auf 4,2 Mrd. aus. Der Großteil

des Handelsdefizits ergab sich jedoch im ersten Halbjahr. In der zweiten Jahreshälfte bewirkte die sich verlangsamende Inlandsnachfrage zusammen mit einer Umkehr der Wechselkursenerwartungen nach der Leitkursanpassung der Lira im EWS-Wechselkursmechanismus im Juli, daß das Wachstum des Importvolumens nachließ und die realen Exporte steil anstiegen. Entsprechend verkehrte sich die Leistungsbilanz von einem Defizit in Höhe von \$ 5,4 Mrd. im ersten Halbjahr 1985 in einen Überschuß von \$ 1,2 Mrd. im zweiten Halbjahr.

Das den Ländern der Zehnergruppe netto zugeflossene Kapital verringerte sich beträchtlich, nämlich von \$ 65,2 Mrd. im Jahr 1984 auf \$ 48,2 Mrd. im Jahr 1985 (s. untenstehende Tabelle). Diese Entwicklung ist jedoch hauptsächlich auf höhere Nettokapitalabflüsse aus Japan und Deutschland zurückzuführen, die den Anstieg der Nettokapitalimporte in die USA mehr als aufwogen. Diese Kapitalbewegungen wurden im einzelnen im vorangegangenen Abschnitt erörtert.

Hinsichtlich der Struktur der Kapitalbewegungen in den übrigen Ländern der Zehnergruppe wird in der Tabelle zwischen zwei Gruppen unterschieden. Die Gruppe der „Überschußländer“ umfaßt Großbritannien, die Niederlande und die Schweiz, die alle in den beiden vergangenen Jahren Leistungsbilanzüberschüsse aufwiesen. In der Gruppe der „Sonstigen Länder“, das sind Belgien, Frankreich, Italien, Kanada und Schweden, war die Leistungsbilanz in dieser Periode entweder defizitär oder nahezu ausgeglichen.

Die drei Länder mit relativ starker Leistungsbilanzposition exportierten in jedem der beiden vergangenen Jahre beträchtliche Beträge langfristigen Kapitals. In Großbritannien nahm der Nettoexport langfristigen Kapitals 1985 leicht um \$ 1,8 auf 17,9 Mrd. zu. Ein um \$ 1,5 Mrd. verringerter Nettoabfluß bei den Direktinvestitionen wurde durch um \$ 4 Mrd. höhere Nettoexporte von Portefeuillekapital mehr als aufgewogen. Gebietsfremde erhöhten den Erwerb britischer Wertpapiere um \$ 4 auf 5,5 Mrd., wobei jedoch gleichzeitig die Banken und die institutionellen Anleger in Großbritannien ihre Käufe ausländischer Wertpapiere deutlich um \$ 8 Mrd. auf

Zehnergruppe: Kapitalverkehrsstruktur

	1984	1985
	Milliarden US-Dollar	
Zehnergruppe insgesamt (netto) .....	65,2	48,2
USA <sup>1</sup> .....	107,6	123,6
Japan und Deutschland (BR) <sup>1</sup> .....	-40,3	-63,5
Übrige Länder der Zehnergruppe .....	- 2,1	-11,9
Langfristiger Kapitalverkehr (netto) .....	-28,6	-31,1
Überschußländer <sup>2</sup> .....	-31,1	-35,6
Sonstige Länder <sup>2</sup> .....	2,5	4,5
Kurzfristiger Kapitalverkehr (netto) <sup>4</sup> .....	26,5	19,2
Überschußländer <sup>2</sup> .....	19,9	22,0
Sonstige Länder <sup>3</sup> .....	6,6	- 2,8

Anmerkung: Ein Minuszeichen bedeutet einen Kapitalabfluß.

<sup>1</sup> Lang- und kurzfristiges Kapital einschl. des Restpostens. <sup>2</sup> Großbritannien, Niederlande und Schweiz. <sup>3</sup> Belgien, Frankreich, Italien, Kanada und Schweden. <sup>4</sup> Einschl. des Restpostens.

ein neues Rekordniveau von \$ 19,8 Mrd. steigerten. In der *Schweiz* nahm 1985 der Nettoerwerb ausländischer Wertpapiere, die einzige statistisch erfaßte Form langfristiger Kapitalbewegungen, um \$ 2 auf 14 Mrd. zu. Im Vergleich dazu bleiben die Nettobewegungen bei den Portefeuilletransaktionen in den *Niederlanden* vernachlässigbar, und der 1985 um \$ 0,7 auf 3,7 Mrd. gestiegene Gesamtabfluß langfristigen Kapitals ist das Ergebnis höherer Nettodirektinvestitionen im Ausland. In jenen Ländern, die während der beiden vergangenen Jahre eine schwächere Leistungsbilanzposition aufwiesen, veränderte sich der Gesamtsaldo der langfristigen Kapitalbewegungen von 1984 auf 1985 vergleichsweise wenig.

Der beträchtliche Umfang der den „übrigen Ländern der Zehnergruppe“ 1984/85 zugeflossenen kurzfristigen Mittel (einschl. des Restpostens in der Zahlungsbilanz) spiegelte vor allem sowohl die anhaltend großen Zuflüsse nicht identifizierbaren Kapitals in die Schweiz wider als auch die über die Banken geleiteten Mittel und, im Jahre 1985, auch solche, die über Nichtbanken Großbritannien zufließen. Am deutlichsten veränderten sich jedoch 1985 die Bewegungen kurzfristigen Kapitals in Italien, wo auf Nettoimporte von \$ 5,6 Mrd. 1984 Nettoabflüsse von schätzungsweise \$ 5,5 Mrd. folgten. Diese Kapitalexporte fanden in erster Linie in der zweiten Jahreshälfte statt, und zwar teilweise, weil die Banken ihre Nettoauslandsverbindlichkeiten gemäß den ein Jahr zuvor erlassenen Beschränkungen verringerten, und teilweise wegen eines zeitweiligen Abwertungsdrucks auf die Lira. Um diesem Druck zu begegnen, intervenierten die Währungsbehörden auf den Devisenmärkten kräftig, so daß Italiens Nettowährungsreserven um \$ 7,2 Mrd. zurückgingen; dies ist die einzige Verschlechterung größeren Ausmaßes, die von einem Land der Zehnergruppe 1985 verzeichnet wurde.

### Zahlungsbilanzentwicklung in anderen Ländergruppen

In den *Industrieländern außerhalb der Zehnergruppe* halbierte sich das zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit im Jahr 1985 nahezu; mit \$ 7,7 Mrd. wies das Defizit den niedrigsten Betrag seit dem ersten Ölpreisschock auf. Im großen und ganzen waren die Länder dieser Gruppe in der Lage, das Mengenwachstum der Exporte aufrechtzuerhalten, das mit durchschnittlich ungefähr 5% fast doppelt so stark expandierte wie der Welthandel. Die realen Importe nahmen durchschnittlich beträchtlich weniger zu, und zwar vermutlich um nicht mehr als 2½%, was aber weitgehend die Folge der stark gekürzten realen Einfuhren Südafrikas war, wogegen das Importvolumen in den meisten anderen Ländern annähernd im Ausmaß der realen Exporte stieg.

Demnach gab die stärkere gemeinsame Leistungsbilanzposition dieser Länder im Jahr 1985 vorwiegend den Umschwung in der Leistungsbilanz Südafrikas in Höhe von \$ 4,2 Mrd. zu einem Überschuß von \$ 3,1 Mrd. wieder. Der Großteil dieser Veränderung ergab sich aus einer verbesserten Handelsbilanz, wobei die um \$ 4,3 Mrd. beträchtlich verringerten Importe den Rückgang der Exporterträge um \$ 0,4 Mrd., der in erster Linie auf geringere Einnahmen aus Goldverkäufen zurückzuführen ist, mehr als aufwog. Die wichtigsten Faktoren hinter dieser Entwicklung waren eine restriktive Nachfragepolitik und eine 50%ige Abwertung des Rand infolge von Schuldendienstproblemen.

In dieser Ländergruppe verschlechterte sich die griechische Leistungsbilanz 1985 am stärksten, wobei sich das Defizit um \$ 1,2 auf 3,3 Mrd. oder auf 10% des Bruttosozialprodukts ausweitete. Eine durch die rasche Expansion der öffentlichen Ausgaben ausgelöste Importwelle ließ zusammen mit schrumpfenden Exporteinnahmen das Handelsdefizit um \$ 0,8 Mrd. ansteigen; zusätzlich fielen die Nettoeinnahmen aus den „unsichtbaren“ Transaktionen um \$ 0,4 Mrd. Konfrontiert mit einer unhaltbaren außenwirtschaftlichen Lage, beschloß die griechische Regierung im Oktober 1985 ein Stabilisierungsprogramm, das verschiedene Maßnahmen zur Eindämmung der Nachfrage und eine Abwertung der Drachme um 15% beinhaltete.

Bei den anderen Ländern der Gruppe waren die Veränderungen der Leistungsbilanzen 1985 vergleichsweise mäßig und beeinflussten kaum das allgemeine Erscheinungsbild von Überschüssen und Defiziten. Spanien und Norwegen verzeichneten wieder beträchtliche Leistungsbilanzüberschüsse (je \$ 3 Mrd.), und Australiens Leistungsbilanzdefizit (\$ 8,6 Mrd.) belief sich auf mehr als 5% des Bruttosozialprodukts.

Die verbesserte Leistungsbilanzlage der entwickelten Länder außerhalb der Zehnergruppe ging mit Nettokapitalzuflüssen einher, die zusammengenommen von annähernd \$ 19 Mrd. im Jahr 1984 auf \$ 14 Mrd. im Jahr 1985 sanken. Für den Rückgang zeichneten anscheinend voll die Kapitalimporte der Nichtbanken verantwortlich. Ihre um die Einlagenveränderungen korrigierte Kapitalaufnahme bei den an die BIZ berichtenden Banken stieg im vergangenen Jahr um \$ 2,8 Mrd. Demgegenüber hatten diese Länder 1984 ihre um Bewertungsveränderungen bereinigte Nettoneuverschuldung gegenüber den berichtenden Banken um \$ 4,9 Mrd. verringert. Die zu Wechselkursen vom Jahresende bewerteten offiziellen Nichtgoldreserven nahmen 1985 um \$ 7 Mrd. zu, was dem Betrag des vorangegangenen Jahres gleichkommt.

In *Osteuropa* dürfte der zusammengefaßte Leistungsbilanzüberschuß von \$ 7 Mrd. im Jahr 1984 auf unter \$ 1 Mrd. zurückgegangen sein. Diese Veränderung ergab sich zur Gänze aus dem Handelsverkehr und ist hauptsächlich den beträchtlich rückläufigen Exporten in die westlichen Industriestaaten zuzuschreiben. Die Exporte in diese Länder sanken von \$ 42 Mrd. im Jahr 1984 auf \$ 34 Mrd. im Jahr 1985, wogegen die Importe vergleichsweise wenig nachgaben, nämlich um \$ 1 auf 33 Mrd. Am stärksten wurde die Sowjetunion betroffen, wo sich in der Leistungsbilanz ein Defizit im Ausmaß von ungefähr \$ 1½ Mrd. auftat, da sich die Handelsbilanz sowohl gegenüber den östlichen als auch gegenüber den westlichen Ländern unter dem Einfluß geringerer Einnahmen aus dem Energieexport verschlechterte. Nach einer Periode von zwei Jahren, in der Osteuropa seine Nettoverschuldung gegenüber den der BIZ berichtenden Banken abbaute, lebte 1985 zusammen mit der veränderten Leistungsbilanz wieder die Kreditaufnahme im Ausland auf. Im abgelaufenen Jahr stiegen die Nettoforderungen der berichtenden Banken gegenüber Osteuropa bereinigt um Bewertungseffekte um \$ 2,7 Mrd. Die Neukreditvergabe der Banken belief sich auf \$ 5,4 Mrd., wovon \$ 3,7 Mrd. neue Forderungen an die Sowjetunion darstellen. Gleichzeitig stockten 1985 sowohl die UdSSR als auch die anderen osteuropäischen Länder ihre Einlagen weiter auf, und zwar um \$ 0,9 bzw. 1,7 Mrd.

### Zahlungsbilanzentwicklung in den Entwicklungsländern

Nach zwei Jahren ausgeprägter Verbesserungen schwächte sich die außenwirtschaftliche Position der *Entwicklungsländer* im letzten Jahr erneut ab. Der Anstieg des zusammengefaßten Leistungsbilanzdefizits um \$ 3 auf insgesamt 35 Mrd. war relativ gering, doch lag dies vor allem an dem verlangsamten Einkommenswachstum. Die Verschlechterung war hauptsächlich ungünstigeren Exportmarktbedingungen zuzuschreiben, die zu einem Rückgang des gemeinsamen Handelsüberschusses um \$ 12 auf 43 Mrd. führten. Die realen Exporte, die 1984 um 6½% gewachsen waren, sanken um 1%, und die Terms of trade verschlechterten sich aufgrund stark rückläufiger Rohstoffpreise um 2%. Der Einfluß der einschneidend verringerten Exporterlöse auf die Leistungsbilanzposition wurde teilweise durch eine Kürzung der realen Warenimporte um 1%, womit praktisch der Anstieg des vorangegangenen Jahres rückgängig gemacht wurde, und teilweise durch eine Reduktion des Defizits bei den Dienstleistungen und Übertragungen um \$ 9 Mrd. abgeschwächt. Das geschrumpfte Defizit der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz spiegelte in geringem Ausmaß den Effekt niedrigerer Zinszahlungen für den Schuldendienst wider, war aber hauptsächlich das Ergebnis rückläufiger Ausgaben für Dienstleistungen und gestiegener Nettoeinnahmen aus Übertragungen.

Wie in den vergangenen Jahren führten die Zusammensetzung der Ausfuhren, die Auslandsmarktorientierung und nicht zuletzt der unterschiedliche Grad externer Finanzierungszwänge zu deutlich unterschiedlichen Leistungsbilanzergebnissen der einzelnen Länder dieser Gruppe. Einige dieser divergierenden Entwicklungen sind aus der folgenden Tabelle ersichtlich, in welcher für die Jahre 1984/85 die Veränderungen der zusammengefaßten Leistungsbilanzen verschiedener Entwicklungsländergruppen in drei Komponenten zerlegt sind: den Effekt von Veränderungen der Kaufkraft der Exporte (d.h. der Exportwerte deflationiert mit den Importdurchschnittswerten, womit der kombinierte Effekt von Veränderungen des Exportvolumens und der Terms of trade gemessen wird), von Veränderungen des Importvolumens und von Veränderungen der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz. Die Länder sind nach Regionen zusammengefaßt, mit Ausnahme der nichtölexportierenden Länder des Nahen Ostens, die zusammen mit den afrikanischen Ländern in der Gruppe „Sonstige Entwicklungsländer“ enthalten sind. Auch wenn diese Gruppierung der Unterschiedlichkeit der einzelnen Volkswirtschaften nicht voll gerecht werden kann, so spiegelt sie doch bis zu einem gewissen Grad eine Anzahl ökonomischer Strukturmerkmale wider, die der Mehrheit der Länder in den verschiedenen Regionen gemeinsam ist.

Die *ölexportierenden Länder des Nahen Ostens* waren die einzige Gruppe von Entwicklungsländern, die 1985 eine beachtliche Leistungsbilanzverbesserung registrierten. Konfrontiert mit einem beträchtlichen Kaufkraftverlust ihrer Exporte im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr, strafften diese Länder ihre Politik der Importbeschränkungen weiter und waren in der Lage, ihr gemeinsames Leistungsbilanzdefizit 1985 um \$ 5½ auf 7½ Mrd. zu verringern. Der Kaufkraftverlust in Höhe von \$ 6 Mrd. 1984 und \$ 15 Mrd. 1985 war hauptsächlich auf die rückläufige Ölnachfrage und einen weiteren Verlust an Exportmarktanteilen zurückzuführen. Das Ausfuhrvolumen sank in diesen beiden Jahren um 4½ und 7½%, und darüber

Entwicklungsländer: Komponenten der Leistungsbilanzveränderungen (Schätzung)<sup>1</sup>

	Veränderung der Leistungsbilanzsaldo		Beiträge von Veränderungen der					
	1984	1985	Kaufkraft der Exporte <sup>2</sup>		Importvolumen		Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz	
			1984	1985	1984	1985	1984	1985
Milliarden US-Dollar								
Alle Entwicklungsländer . . . . .	23	- 3	38	-16	- 6½	4	- 8½	9
Ölexportierende Länder des Nahen Ostens . . . . .	- ½	5½	- 6	-15	8	14	- 2½	6½
Lateinamerika . . . . .	6½	- 1	11	- 5	- 2½	1	- 2	3
Asien . . . . .	9½	-10	27	3	-13½	-12½	- 4	- ½
Sonstige Entwicklungsländer	7½	3	6	1	1½	1½	0	½

<sup>1</sup> Die Daten basieren auf Angaben des IWF-World Economic Outlook, April 1986. <sup>2</sup> Die Exportwerte sind mit Einfuhrdurchschnittswerten deflationiert.

hinaus verschlechterten sich die Terms of trade 1985 um 4½%. Als Reaktion darauf wurde das Importvolumen drastisch gestutzt, um 9% im Jahr 1984 und 15½% im Jahr 1985, was die Handelsbilanz um etwa \$ 8 bzw. 14 Mrd. verbesserte. Im letzten Jahr wurden die Kürzungen auch auf Dienstleistungen und die Auslandsüberweisungen der Gastarbeiter ausgedehnt, was zu einer Verbesserung der Bilanz der „unsichtbaren Transaktionen“ um \$ 6½ Mrd. beitrug. Das Bild der Gruppe als Ganzes wird jedoch von Saudi-Arabien dominiert, das die Hauptlast der Ölproduktionskürzungen trug und ein Leistungsbilanzdefizit von schätzungsweise \$ 24 Mrd. 1984 und \$ 20 Mrd. 1985 hinnehmen mußte. Im Unterschied hierzu scheint Kuwait einen beruhigenden Leistungsbilanzüberschuß aufrechterhalten zu haben, der in jedem der beiden letzten Jahre ungefähr \$ 5 Mrd. betrug.

Ungeachtet einiger bedeutsamer Unterschiede in ihrer Exportstruktur weisen die *Staaten Lateinamerikas* einschließlich der Länder des karibischen Raums drei gemeinsame Merkmale auf: Erstens ist die Mehrheit dieser Länder stark auf den Export von Grundstoffen (ohne Öl) angewiesen, wengleich Mexiko und Venezuela auch wichtige Ölexporteur sind; zweitens ist der Handel der lateinamerikanischen Länder vor allem auf den nordamerikanischen Markt ausgerichtet; und drittens sind viele Länder dieser Region auf Schuldendienstprobleme und Finanzierungsschwierigkeiten gestoßen. Infolgedessen ist die Gruppe der lateinamerikanischen Länder besonders exponiert gegenüber Rohstoffpreisschwankungen und Veränderungen der wirtschaftlichen Aktivität in den USA und hat im allgemeinen nur sehr begrenzte Möglichkeiten, Exporterlösausfälle zu finanzieren. Diese außenwirtschaftlichen Zwänge wurden im letzten Jahr neuerlich deutlich, als sich die Leistungsbilanz um \$ 1 Mrd. verschlechterte, nachdem sie sich im vorangegangenen Jahr um \$ 6½ Mrd. verbessert hatte. Im Jahr 1984 haben günstige Rohstoffpreise zu einem Gewinn bei den Terms of trade von 4% beigetragen, und die Welle der US-Importnachfrage ließ das Exportvolumen um 7% nach oben schnellen. Entsprechend stieg die Kaufkraft der Exporte um beinahe 12% oder \$ 11 Mrd., was nicht nur eine Leistungsbilanzverbesserung um \$ 6½ Mrd. ermöglichte, sondern auch eine vorsichtige Lockerung der Importbeschränkungen im Gegenwert von \$ 2½ Mrd. erlaubte. Im Jahr 1985 hat sich die Situation umgekehrt. Die Abschwächung der wirtschaftlichen Aktivität in den Vereinigten Staaten ließ das Ausfuhrvolumen der lateinamerikanischen

Länder um 1% schrumpfen, und die realen Austauschverhältnisse verschlechterten sich hauptsächlich aufgrund schwächerer Rohstoffpreise um 3%. Wegen der dadurch um beinahe 5% gesunkenen Kaufkraft der Exporte, dies entspricht \$ 5 Mrd., blieb den Ländern dieser Region im großen und ganzen kaum eine andere Wahl, als erneut auf eine restriktivere Nachfragepolitik umzuschwenken und das Importvolumen um 1½% zu reduzieren. Es gab jedoch einige bemerkenswerte Abweichungen vom durchschnittlichen Abschneiden innerhalb dieser Gruppe. Brasilien erlebte 1985 einen vom Konsum getragenen Aufschwung mit einem realen Wachstum des Bruttoinlandsprodukts von rund 8%. Trotzdem verschlechterte sich der Leistungsbilanzsaldo nur wenig, teilweise wegen des relativ kleinen Exportgütersektors der brasilianischen Wirtschaft und teilweise wegen der Beibehaltung der Importbeschränkungen. In Mexiko schnellten die Importe um 19% nach oben, und die Exporterlöse sanken um 10%. Die entsprechende Verschlechterung der Handelsbilanz beseitigte den vorjährigen Leistungsbilanzüberschuß von \$ 4 Mrd. Im Unterschied hierzu half in Argentinien die Einführung von Stabilisierungsmaßnahmen, das Leistungsbilanzdefizit um rund \$ 0,5 auf 2 Mrd. zu verringern.

Die wichtigsten gemeinsamen Merkmale der meisten *asiatischen Länder* sind ihre konsequente Exportausrichtung, speziell bei Fertigerzeugnissen, und die erfolgreiche Vermeidung von Schuldendienstproblemen, wodurch ihre Kreditwürdigkeit im wesentlichen unbeeinträchtigt blieb. Infolgedessen haben die Länder dieser Region – zumindest kurzfristig – einen gewissen Handlungsspielraum und einen weniger dringlichen Bedarf, ihre Politik eng an außenwirtschaftlichen Erfordernissen auszurichten. Dies hat sich in den letzten zwei Jahren klar gezeigt, als die Leistungsbilanzverbesserung in Höhe von \$ 9½ Mrd. im Jahr 1984 von einer Verschlechterung ähnlicher Größenordnung im Jahr 1985 abgelöst wurde. Der Anstieg der realen Exporte um 14% und geringfügig verbesserte Terms of trade hatten die Kaufkraft der Exporte im Jahr 1984 um 15% oder \$ 27 Mrd. gesteigert und eine Ausweitung der realen Importe um 7% oder \$ 13½ Mrd. ermöglicht; hinzu kamen bedeutend höhere Dienstleistungseinfuhren. Im Jahr 1985 schwächten sich die Ausfuhren im Zusammenhang mit dem ungünstigeren Wachstum der Exportmärkte ab. Obwohl sich die Kaufkraft der Ausfuhren mit \$ 3 Mrd. nur wenig verbesserte, wobei 2½% auf einen realen Zuwachs und 1% auf eine Verschlechterung der Terms of trade zurückzuführen sind, wurde das Wachstum der realen Einfuhren in Höhe von 6½% aufrechterhalten. Wie jedoch bereits erwähnt wurde, war das außenwirtschaftliche Abschneiden der Gruppe insgesamt im letzten Jahr stark von Entwicklungen in China beeinflusst. Zum einen war der mit 60% außergewöhnlich hohe Zuwachs der chinesischen Importe für den größten Teil des Anstiegs des zusammengefaßten Importvolumens dieser Region verantwortlich; zum andern erklärt die Umkehrung der chinesischen Leistungsbilanz von einem Überschuß in Höhe von \$ 2½ Mrd. zu einem Defizit von über \$ 10 Mrd. mehr als zur Gänze die im letzten Jahr eingetretene Verschlechterung der zusammengefaßten Leistungsbilanzposition der asiatischen Länder.

In den *sonstigen Entwicklungsländern* – den nichtölproduzierenden Volkswirtschaften des Nahen Ostens und den afrikanischen Staaten – war die Entwicklung im Jahr 1984 von Nigeria geprägt worden, dessen Leistungsbilanz sich um \$ 4,5 Mrd. zu einem kleinen Überschuß verbessert hatte, da gestiegene Ölverkäufe

mit Importbeschränkungen zusammentrafen. Im Jahr 1985 konzentrierten sich die Leistungsbilanzverbesserungen in Höhe von \$ 3 Mrd. auf die nichtölproduzierenden Nahostländer und die Staaten Nordafrikas.

Wie aus der nachstehenden Tabelle hervorgeht, war der Anstieg des Leistungsbilanzdefizits der Entwicklungsländer (ohne die Ölexportländer des Nahen Ostens) von einem noch größeren Rückgang der Kapitalabflüsse begleitet. Das weniger rasche Wachstum der Auslandsaktiva (einschl. nichtidentifizierter Kapitalabflüsse) war auf eine sehr ausgeprägte Verlangsamung des Zuwachses an offiziellen Devisenreserven und einen Rückgang der sonstigen Kapitalabflüsse zurückzuführen, was nahelegt, daß die Maßnahmen zur Eindämmung der Kapitalflucht im letzten Jahr einigen Erfolg hatten. Im Ergebnis ging der externe Finanzierungsbedarf weiter zurück – von \$ 54 Mrd. 1984 auf \$ 36 Mrd. 1985, das ist nur die Hälfte des Werts von 1983.

Entwicklungsländer: Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits (Schätzung)<sup>1</sup>

	1983	1984	1985
	Milliarden US-Dollar		
Leistungsbilanzdefizit .....	43	19	28
Zunahme der Auslandsaktiva .....	29	35	8
davon: Devisenreserven .....	9	18	2
Sonstige Aktiva <sup>2</sup> .....	20	17	6
Finanzierungsbedarf .....	72	54	36
Direktinvestitionen (netto) .....	9	9	9
Zunahme sonstiger Auslandsverbindlichkeiten .....	63	45	27
davon gegenüber:			
Offiziellen Kreditgebern (langfristig) .....	33	27	18
IWF .....	10	5	1
Banken <sup>3</sup> .....	14	8	10
Sonstigen .....	6	5	- 2
davon nach Fristigkeit:			
langfristig .....	37	44	39
kurzfristig .....	-24	1	-12

<sup>1</sup> Ohne ölexportierende Länder des Nahen Ostens. <sup>2</sup> Einschl. des Restpostens in der Zahlungsbilanz. <sup>3</sup> An die BIZ berichtende Banken, ohne Positionen gegenüber Offshore-Finanzplätzen.

Die Finanzierungsstruktur spiegelte weiterhin die Erschütterungen der Schuldenkrise wider. Die Aufschlüsselung nach Kreditgebern zeigt, daß die Neuausleihungen durch offizielle Kreditgeber, obwohl um ein Drittel geringer als 1984, für sich genommen die wichtigste Finanzierungsquelle blieben; auf sie entfielen \$ 18 Mrd. oder zwei Drittel der gesamten Neuausleihungen. Es ist bemerkenswert, daß im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr etwa 40% der Ausleihungen offizieller Kreditgeber von asiatischen Ländern beansprucht wurden, die, obwohl vom Zugang zu privaten Märkten nicht ausgeschlossen, zunehmend diese kostengünstigere und vielleicht weniger unstete Finanzierungsquelle zu bevorzugen schienen. Das verbleibende Drittel der Neuverschuldung stammt im wesentlichen von den an die BIZ berichtenden Banken, die ihre Forderungen an die Entwicklungsländer um \$ 2 Mrd. mehr als 1984 auf \$ 10 Mrd. erhöhten. Die Hälfte dieser Summe wurde freilich China bereitgestellt, während die Neuausleihungen der Banken an die übrigen Ent-

wicklungsländer 1985 weiter zurückgingen. Die ausstehenden Verbindlichkeiten gegenüber „sonstigen privaten Kreditgebern“ haben sich schätzungsweise um \$ 2 Mrd. verringert, wobei der größte Teil des Rückgangs offenbar auf Rückzahlungen von Lieferantenkrediten beruht. Die Aufgliederung der Neuausleihungen nach Fälligkeiten zeigt, daß ein beträchtlicher Teil der neu gewährten langfristigen Mittel benutzt wurde, um kurzfristige Schulden zurückzuzahlen, und daß der Prozeß der Verlängerung der durchschnittlichen Fälligkeiten durch Schuldenumstrukturierungsvereinbarungen, der 1984 zum Stillstand gekommen war, im letzten Jahr wieder aufgenommen wurde.

Was die Finanzierung des zusammengefaßten Leistungsbilanzdefizits der öl-exportierenden Länder des Nahen Ostens angeht, so scheinen im letzten Jahr einige Verschiebungen in der Finanzierungsstruktur stattgefunden zu haben. Im Jahr 1984 war ungefähr ein Drittel des Leistungsbilanzdefizits in Höhe von \$ 12½ Mrd. durch Entnahmen aus den offiziellen Devisenreserven gedeckt worden, während der Rest im wesentlichen den Abzug sonstiger Auslandsanlagen widerspiegelte. Im Unterschied dazu wurden 1985 die offiziellen Devisenreserven trotz eines Leistungsbilanzdefizits in Höhe von \$ 7½ um 4½ Mrd. aufgestockt, und die Bruttoverschuldung gegenüber den an die BIZ berichtenden Banken nahm um \$ 2,5 Mrd. ab. Die Finanzierung erfolgte somit durch den Verkauf sonstiger Auslandsaktiva, wobei es sich bei einem bedeutenden Teil davon um Anlagen in den USA gehandelt zu haben scheint.

Die gesamte Auslandsverschuldung der Entwicklungsländer (ohne die öl-exportierenden Länder des Nahen Ostens) hat 1985 – bewertet zu jeweiligen Dollarkursen – um \$ 41 Mrd. schätzungsweise auf rund \$ 780 Mrd. zugenommen; das ist etwas mehr als der im vorangegangenen Jahr registrierte Anstieg um \$ 38 Mrd. Ein beträchtlicher Teil dieser Veränderungen geht jedoch auf Bewertungseffekte aufgrund von Dollarkursbewegungen zurück; zu konstanten Dollarkursen gerechnet verlangsamte sich der Schuldenanstieg von etwa \$ 45 Mrd. 1984 auf rund \$ 27 Mrd. im letzten Jahr. Ungeachtet eines beträchtlichen Rückgangs der Marktzinsen – beispielsweise fiel der jahresdurchschnittliche Londoner Interbanksatz (LIBOR) für sechsmonatige Dollareinlagen von 11,3% im Jahr 1984 auf 8,6% im Jahr 1985 – gingen die gemeldeten Zinszahlungen nur unwesentlich von \$ 63 Mrd. 1984 auf \$ 62½ Mrd. 1985 zurück. Die Gründe für diesen überraschend mäßigen Rückgang sind nicht vollständig klar; da auf etwa die Hälfte der Gesamtverschuldung variable Zinssätze zu zahlen sind, hätte der Einfluß der niedrigeren Zinsen größenordnungsmäßig bei \$ 7 Mrd. liegen müssen. Zum Teil dürfte die Erklärung darin bestehen, daß die Berichterstattung über Zinszahlungen umfassender wird, weil Schuldnerländer besonders im Zusammenhang mit mehrjährigen Umschuldungsabkommen die Erstellung von Schulden- und Schuldendienststatistiken verbessern. Hinzu kommt, daß 1985 zum ersten Mal seit 1979 keine neuen Rückstände aufgebaut wurden, was implizieren könnte, daß die tatsächlichen Zinszahlungen größer waren als 1984. Mit beträchtlich rückläufigen Waren- und Dienstleistungsausfuhren stieg 1985 das durchschnittliche Verhältnis von Zinszahlungen zu Exporten leicht auf 13,6% an. Diese Verschlechterung der Zinsaufwandquote ergab sich für die Gruppe der Entwicklungsländer ohne die Staaten Lateinamerikas. In den lateinamerikanischen Ländern selbst ist zwar das Verhältnis der Zinszahlungen zu den Ausfuhren von Gütern und Diensten seit 1982 um beinahe 2½ Prozentpunkte

auf 29,6% gefallen, doch bleibt ihre durchschnittliche Zinsaufwandquote weiterhin nahezu zweieinhalbmal größer als im Durchschnitt der anderen Regionen.

*Der Stand des Anpassungsprozesses in den Entwicklungsländern.* Ungeachtet einiger bemerkenswerter Anpassungsbemühungen einzelner Länder blieb für die Gruppe als Ganzes der Fortschritt auf dem Weg zu größerem internen und externen ökonomischen Gleichgewicht im letzten Jahr hinter den Erwartungen zurück. Auch wenn 1985 eine Reihe positiver Entwicklungen zu verzeichnen war – das zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit vergrößerte sich nur geringfügig, eine bescheidene Aufstockung der offiziellen Devisenreserven setzte sich fort, die privaten Kapitalabflüsse gingen beträchtlich zurück, und zum ersten Mal seit vielen Jahren wurden beim Schuldendienst insgesamt gesehen keine neuen Zahlungsrückstände aufgebaut –, so ist doch das Ergebnis insgesamt charakterisiert durch eine Verlangsamung des Wachstums der inländischen Produktion, eine Beschleunigung der Inflation und eine Verschlechterung der Schuldendienstindikatoren. Diese Entwicklungen waren zu einem großen Teil auf schwächere Exportmarktbedingungen und Einbußen bei den realen Austauschverhältnissen zurückzuführen, die die außenwirtschaftlichen Zwänge verstärkten und wenig Raum für eine Expansion im Inland ließen.

Gleichzeitig scheinen die Bemühungen, die internen Ungleichgewichte und strukturellen Rigiditäten anzugehen, im letzten Jahr nachgelassen zu haben. Im Durchschnitt wurden keine weiteren Fortschritte bei der Erhöhung der inländischen Ersparnis erzielt, nicht zuletzt, weil die öffentlichen Defizite nicht weiter gekürzt wurden und adäquate Anreize zur Stimulierung der privaten Ersparnisbildung fehlten. Die Bruttokapitalbildung – ausgedrückt als Prozentsatz des Bruttoinlandsprodukts – stagnierte 1985 und blieb um  $4\frac{1}{2}$  Prozentpunkte unter dem durchschnittlichen Niveau vor der Schuldenkrise. Zugegeben, es gibt große Unterschiede zwischen einzelnen Ländern und Regionen innerhalb der dritten Welt, und einige Länder waren in der Lage, mit den Problemen ungünstigerer internationaler Bedingungen vergleichsweise gut fertig zu werden. Trotzdem, der Handlungsspielraum bleibt im allgemeinen angesichts der schweren externen Schuldenlast und des relativ bescheidenen Exportmarktewachstums sehr begrenzt. Gesteigerte Anstrengungen in Form einer realistischeren Preispolitik, struktureller Reformen und eines größeren Vertrauens in den Marktmechanismus sind erforderlich, wenn die Grundlagen für dauerhafte außenwirtschaftliche Positionen gelegt werden sollen.

Der Rückgang der Ölpreise wird die Terms of trade der ölimportierenden Länder verbessern und ihre Anpassungsbemühungen unterstützen. Der Großteil der realen Einkommenseffekte niedrigerer Ölpreise wird jedoch den Industrieländern zufallen, und die direkte Entlastung durch reduzierte Ölrechnungen wird in der dritten Welt, mit wenigen bemerkenswerten Ausnahmen, relativ bescheiden sein. Trotzdem, die vorteilhaften indirekten Effekte – eine ölpreisinduzierte Beschleunigung des Wachstums in den Industrieländern und niedrigere Zinssätze – könnten sich längerfristig als bedeutsam erweisen. Andererseits wird sich die Lage in jenen Entwicklungsländern ernstlich verschlechtern, deren Exporterlöse hauptsächlich von Ölverkäufen abhängen. Insbesondere die Länder mit sehr schwerer Schuldenlast werden sich aufgrund der riesigen Kaufkraftverluste ihrer Exporte gezwungen sehen, die Importe beträchtlich zu kürzen, sofern sich keine zusätzlichen externen Finanzierungsmöglichkeiten eröffnen.

## IV. FINANZMARKTENTWICKLUNG

### Schwerpunkte

Für die Finanzmärkte der großen Industrieländer war 1985 ein ereignisreiches Jahr. Weiter sinkende Inflationsraten ließen nun doch die langfristigen Marktzinsen auf breiter Front zurückgehen. Der Zinsrückgang und höhere Unternehmensgewinne führten zu einem starken Anstieg der Aktienkurse. Die Zinsabschwächung setzte sich – beeinflusst durch sinkende Ölpreise und wachsende Zuversicht am Markt hinsichtlich der längerfristig zu erwartenden Inflationsentwicklung – zu Beginn des Jahres 1986 fort. Der lang erwartete Kursrückgang des Dollar begann im Februar 1985 und beschleunigte sich im Anschluß an das Treffen der „Fünfergruppe“ im September.

So willkommen Zinsrückgang und Wechselkursanpassung auch sind, es ist nicht zu erwarten, daß sie die beträchtlichen finanziellen Ungleichgewichte, die einige größere Volkswirtschaften aufweisen, rasch beseitigen werden. Das hohe außenwirtschaftliche Defizit der Vereinigten Staaten, in dem sich das beträchtliche öffentliche Defizit und ein stagnierendes privates Sparaufkommen niederschlagen, besteht ebenso weiter wie der hohe Leistungsbilanzüberschuß Japans. Auch die sektoralen Finanzierungsprobleme bestehen aufgrund der größeren Veränderungen, denen Wechselkurse, Zinssätze und Rohstoffpreise in den letzten Jahren unterworfen waren, weiter. Die USA sind erstmals seit Ende des Zweiten Weltkriegs netto betrachtet eine Schuldnation geworden. Es ist schwierig, vorherzusagen, wie lange die übrige Welt noch bereit ist, finanzielle Forderungen gegenüber den USA anzuhäufen, und wie es sich auf Zinssätze und Wechselkurse auswirken würde, sollten sich einmal die internationalen Anlagepräferenzen deutlich ändern. Diese Ungewißheit verringert die Aussichten auf einen zukünftigen Beitrag niedrigerer Zinsen und sehr beträchtlicher Kapitalgewinne an den bedeutendsten Aktienbörsen der Welt zur gesamtwirtschaftlichen Nachfrage.

Veränderungen auf den Weltfinanzmärkten führten im vergangenen Jahr zu einer beträchtlichen Ausweitung der Transaktionen in Wertpapieren und wertpapierähnlichen Instrumenten. Dieser Aufschwung ist teilweise den fallenden Marktzinsen zuzuschreiben, die eine Umstrukturierung der Verbindlichkeiten der Unternehmen auslösten. Aber auch säkulare Trends in der Bank- und Finanzwelt spielten eine wichtige Rolle. Dazu gehörte die weitere Verbreitung von Zins- und Währungsswaps, die zunehmende Bedeutung der Wertpapierbegebung für die Bankenrefinanzierung und die Ausweitung des provisionsträchtigen Wertpapiergeschäfts durch die Banken. Die langfristige Expansion institutioneller Anlagen verstärkte zudem den Rückgriff einer Vielfalt von Schuldnern auf die Emission marktfähiger Wertpapiere.

Obwohl sich in vielen Ländern die Ertragslage der Banken gebessert hat, hielten die Spannungen im Finanzsystem im abgelaufenen Jahr vor allem in Nordamerika an. Zu den wesentlichen Ursachen gehörten die relativ zu den Erwartungen

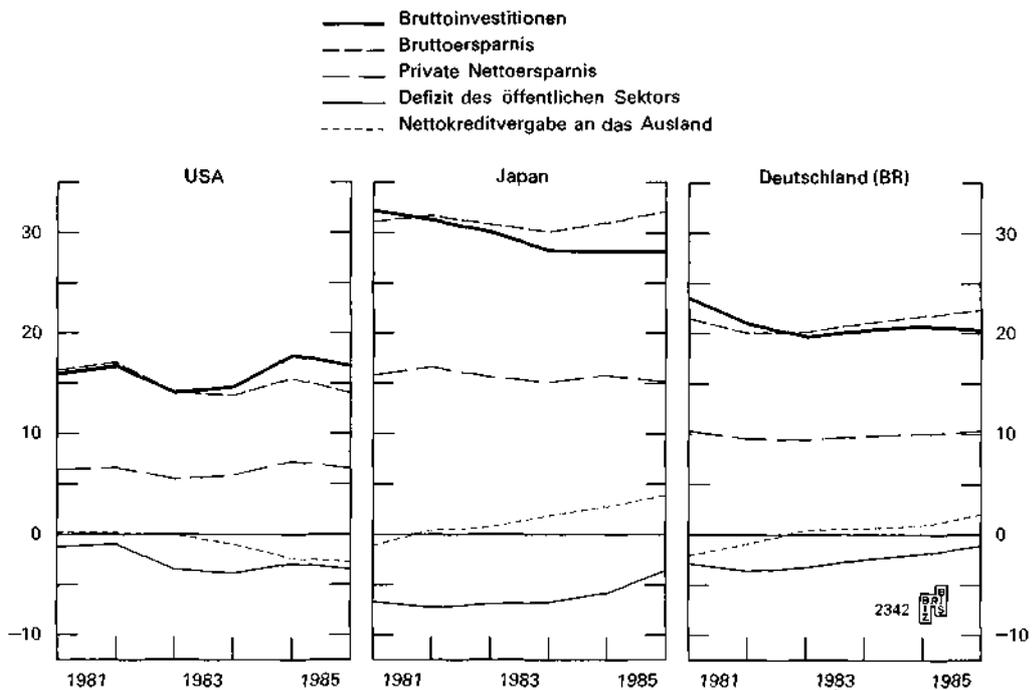
weiter rückläufigen Inflationsraten und größere Preisveränderungen bei den Rohstoffen. Diese und auch allgemeinere Entwicklungen an den Wertpapier- und Kreditmärkten haben die Aufmerksamkeit der Öffentlichkeit auf die Notwendigkeit gelenkt, die geltenden Systeme der Bankengesetzgebung und Bankenaufsicht einer Revision zu unterziehen sowie Marktstrukturen zur Förderung finanzieller Stabilität zu schaffen. Auch verstärkte internationale Konsultationen könnten sich in diesen Angelegenheiten als notwendig erweisen.

### Sparverhalten des privaten und des öffentlichen Sektors in den großen Volkswirtschaften

*Ungleichgewichte zwischen Ersparnis und Investitionen.* Seit der ersten Ölkrise hat die Weltwirtschaft hohe internationale Nettokapitalströme erlebt, die das Resultat eines zunehmenden Ungleichgewichts zwischen der Ersparnis und den Investitionen in den einzelnen Ländern sind. Sie haben ihrerseits das Realzinsniveau und die Wechselkurse maßgeblich beeinflusst. Das weltweite Muster der strukturellen Finanzierungsüberschüsse und -defizite hat sich jedoch seit Mitte der siebziger Jahre, als die Ungleichgewichte im wesentlichen eine übermäßige Ersparnisbildung bei den erdölexportierenden Ländern und die hohe Neuverschuldung der Entwicklungsländer widerspiegeln, beträchtlich verändert. Der Rückgang des Realzins-

Investitionen und Ersparnis in den USA, Japan und Deutschland 1980–85\*

In Prozent des Bruttonationalprodukts



niveaus nach dem ersten Ölpreisschub beruhte teilweise auf der hohen Ersparnisbildung in den Ölexportländern und der relativ schwachen Investitionsnachfrage in den Industrieländern. Der hohe Ersparnisüberschuß der Ölexportländer schmolz nach der zweiten großen Ölpreiserhöhung dahin, was zusammen mit einer restriktiveren Geldpolitik weltweit zum Anstieg der Realzinsen beitrug. Die Ungleichgewichte der jüngeren Zeit bestanden hauptsächlich zwischen den Industriestaaten, namentlich den USA mit ihren hohen Haushalts- und Leistungsbilanzdefiziten, und den übrigen OECD-Ländern, besonders Japan, wo die inländische Ersparnis die Investitionen bei weitem übersteigt.

In letzter Zeit konzentrierte sich die Aufmerksamkeit in erster Linie auf die Vereinigten Staaten, wo sich das Haushaltsdefizit nach 1981 sehr stark ausweitete. Dafür waren teilweise konjunkturelle, teilweise aber auch strukturelle Gründe verantwortlich, wie die Tatsache belegt, daß es trotz eines seit 1982 anhaltenden, kräftigen Wirtschaftsaufschwungs eine Größenordnung von 3 bis 4% des Bruttosozialprodukts beibehielt. Zwar ist das Defizit relativ zum Sozialprodukt nicht sehr groß, seine absolute Höhe stellt jedoch das anderer Länder in den Schatten und liefert eine Erklärung für den Anstieg des realen Zinsniveaus in den USA und die Höherbewertung des US-Dollar. Die fehlende Sensitivität gegenüber konjunkturellen Einflüssen und die Höhe des Defizits geben zu besonderer Sorge Anlaß, denn die private Ersparnis in den USA hat sich seit 1981 in Relation zum Sozialprodukt vergleichsweise wenig erhöht und ging 1985 sogar zurück, so daß sie nicht ausreichte, um sowohl die privaten Investitionen wie das Defizit des Bundes zu finanzieren. Folglich waren die Vereinigten Staaten in der letzten Zeit zunehmend auf einen hohen Zufluß von Auslandskapital angewiesen.

Bis Anfang 1985 ging mit den Kapitalzuflüssen eine Aufwertung der Währung einher. Die Zunahme der Nettokreditnachfrage in einem großen, eine nicht akkommodierende Geldpolitik betreibenden Land ließ das inländische Realzinsniveau ansteigen und löste einen Zustrom ausländischen Kapitals und einen Anstieg des Währungsaußenwerts aus. Anregend auf Kapitalzuflüsse wirkte auch die erwartete hohe Rendite von Anlageinvestitionen. Das hohe Leistungsbilanzdefizit der USA, das sich 1985 auf \$ 118 Mrd. belief, spiegelte dieses große Ungleichgewicht zwischen der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis und den inländischen privaten Investitionen wider. Dieser Vorgang ließ auch weltweit die Realzinsen beträchtlich ansteigen, indem er die Nachfrage an den inzwischen international stark verflochtenen Kreditmärkten erhöhte.

Die internationale Besorgnis über das große finanzielle Ungleichgewicht in den Vereinigten Staaten gründet sich darauf, daß die anderen Länder Dollarforderungen ansammeln müssen, sowie auf mögliche Zins- und Wechselkurseffekte, die eine veränderte Präferenz des Auslands in bezug auf das Halten von Geldvermögen in den USA hätten. Die weite Spanne, die nach wie vor zwischen den langfristigen Zinssätzen in den USA und dem Ausland, namentlich Deutschland und Japan, besteht, kann teilweise als Ausdruck einer erwarteten langfristigen Abwertung des US-Dollar angesehen werden. Den staatlichen Organen geht es darum, daß eine solche Veränderung des Außenwerts des Dollar, die ja fundamental gerechtfertigt ist, im Februar 1985 begonnen hatte und nach dem Treffen der „Fünfergruppe“ im

Investitionen, Ersparnis und ihre Komponenten<sup>1</sup>

	Zeitraum	Inländische Bruttoinvestitionen <sup>2</sup>	Inländische Bruttoersparnis <sup>2</sup>	Private Nettoersparnis <sup>3</sup>	Defizit des öffentlichen Sektors <sup>4</sup>	Nettokreditvergabe an das Ausland <sup>5</sup>
		in Prozent des Bruttonationalprodukts				
USA .....	1971-79	16,8	17,0	8,1	- 0,8	0,2
	1980	16,0	16,3	6,4	- 1,3	0,3
	1981	16,9	17,1	6,6	- 1,0	0,2
	1982	14,1	14,1	5,5	- 3,5	0,0
	1983	14,8	13,8	5,9	- 3,9	- 1,0
	1984	17,9	15,5	7,3	- 2,9	- 2,4
Japan .....	1971-79	33,5	34,2	20,3	- 6,3	0,7
	1980	32,2	31,1	15,8	- 6,7	- 1,1
	1981	31,3	31,7	16,6	- 7,3	0,4
	1982	30,1	30,8	15,6	- 6,9	0,7
	1983	28,3	30,1	15,1	- 6,8	1,8
	1984	28,2	31,0	15,8	- 5,8	2,8
Deutschland (BR) .....	1971-79	23,0	23,8	11,6	- 1,9	0,8
	1980	23,5	21,5	10,3	- 2,9	- 2,1
	1981	21,0	20,0	9,5	- 3,7	- 1,0
	1982	19,7	20,1	9,4	- 3,3	0,4
	1983	20,4	21,0	9,8	- 2,5	0,5
	1984	20,8	21,7	10,0	- 1,9	0,8
Frankreich .....	1971-79	24,0	23,6	10,6	- 0,6	- 0,4
	1980	23,6	22,2	8,2	- 0,2	- 1,4
	1981	21,2	19,7	7,5	- 1,8	- 1,5
	1982	21,7	18,6	6,7	- 2,6	- 3,1
	1983	19,8	18,1	6,7	- 3,2	- 1,7
	1984	19,3	18,6	7,5	- 2,8	- 0,7
Großbritannien .....	1971-79	23,8	23,1	14,5	- 4,8	- 0,6
	1980	19,8	21,2	11,8	- 4,7	1,4
	1981	17,6	19,8	10,0	- 3,3	2,2
	1982	17,5	19,8	9,5	- 2,7	2,3
	1983	18,1	19,7	9,9	- 3,7	1,6
	1984	18,7	20,7	11,5	- 4,2	2,0
Italien .....	1971-79	21,8	21,6	15,7	- 8,6	- 0,2
	1980	25,0	22,0	16,0	- 8,0	- 3,0
	1981	21,5	19,5	15,5	-11,9	- 2,0
	1982	20,2	17,9	15,1	-12,5	- 2,2
	1983	17,8	18,0	13,7	-12,5	0,2
	1984	19,0	17,8	14,1	-13,5	- 1,2
Kanada .....	1971-79	23,7	21,9	10,2	- 1,3	- 1,9
	1980	23,2	23,3	12,8	- 2,4	0,1
	1981	24,8	23,1	11,5	- 1,6	- 1,7
	1982	19,6	19,5	10,7	- 5,1	- 0,1
	1983	19,3	19,7	12,7	- 6,2	0,4
	1984	19,0	19,9	13,0	- 6,4	0,9
1985	19,8	18,9	12,0	- 6,3	- 0,9	

<sup>1</sup> Die Angaben zu 1985 sind geschätzt. <sup>2</sup> USA: private Bruttoinvestitionen und private Bruttoersparnis abzüglich des jeweiligen Staatsdefizits. <sup>3</sup> Bruttoersparnis abzüglich der öffentlichen Ersparnis und einer geschätzten Wertminderung. <sup>4</sup> Japan und Großbritannien: Das Defizit des öffentlichen Sektors unterscheidet sich von dem in der Tabelle auf S. 29 ausgewiesenen Defizit der öffentlichen Haushalte. <sup>5</sup> Einschl. der statistischen Diskrepanz in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung.  
Quelle: Angaben und Definitionen der einzelnen Länder.

September an Dynamik gewann, sich mit einem Tempo vollzieht, das keine externen und internen Anpassungsprobleme für die Weltwirtschaft entstehen läßt und ein neuerliches „Überschießen“ der Wechselkurse vermeidet.

Im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten mit ihrem hohen Bedarf an Auslandsfinanzierung sind Japan, Deutschland und Großbritannien international netto als Kreditgeber aufgetreten. Japans Kreditvergabe war bei weitem die größte. Zum Teil schlägt sich in der Expansion der Auslandsforderungen nieder, daß es diesen Ländern gelang, die Ausweitung der öffentlichen Defizite einzudämmen. Zwei Faktoren haben Japan zu einem bedeutenden Inhaber von Geldforderungen an den privaten und öffentlichen Sektor der USA gemacht: der hohe strukturelle Überschuß der privaten Ersparnis gegenüber den privaten Investitionen und die Entschlossenheit der Regierung, das öffentliche Defizit zu verringern.

Somit trug das in den großen Industrieländern bestehende Mischungsverhältnis zwischen Finanz- und Geldpolitik zu international veränderten Nettogeldvermögenspositionen bei. Während in Deutschland und Japan eine restriktive Finanz- und Geldpolitik die Nettoausleihungen an das Ausland zunehmen ließ, mußten die USA aufgrund eines hohen Staatsdefizits und einer antiinflationären Geldpolitik auf ausländische Finanzierungsmittel zurückgreifen. Da die Vereinigten Staaten ein großes Land sind, vermochten sie in dieser Situation das reale Zinsniveau anzuheben und sich problemlos über Zuflüsse privaten Kapitals zu finanzieren. Diesen Luxus können sich kleinere Volkswirtschaften, in denen ein hohes Staatsdefizit häufig Werteinbußen der Währung nach sich zieht, offenbar nicht leisten. Kanada hat hierfür ein neueres Beispiel geliefert, als hohe inländische Realzinsen nicht ausreichten, um ein gewisses Abwärtsgleiten der Währung zu vermeiden.

Es muß betont werden, daß kein notwendiger direkter Zusammenhang zwischen dem Defizit im öffentlichen Haushalt eines Landes und dessen außenwirtschaftlichem Ungleichgewicht besteht. Die außenwirtschaftliche Position hängt von den Bestimmungsgrößen der privaten Ersparnis und der Investitionen ab sowie vom Umfang und der konjunkturell bedingten Variabilität des öffentlichen Finanzierungsbedarfs und vom Kurs der Geldpolitik. Sowohl Japan als auch Großbritannien wiesen 1985 ein Defizit im öffentlichen Haushalt auf, das gemessen am Sozialprodukt vergleichbar mit dem in den Vereinigten Staaten ist, und doch waren beide Länder Kapitalexporteure.

Ein Faktor, der es den USA in den letzten Jahren erleichterte, ihren Finanzierungsbedarf im Ausland zu decken, war, daß institutionelle Anleger weltweit und vor allem in Japan zunehmend dazu übergingen, internationale Wertpapiere zu kaufen. Schätzungen zufolge haben Japaner 1985 ihren Nettoerwerb von auf US-Dollar lautenden Wertpapieren mehr als verdoppelt. Ein hohes Ungleichgewicht zwischen der inländischen Ersparnis und den Investitionen in einigen großen Industrieländern hat somit zu der teilweisen Verlagerung der Finanzintermediation von den Banken zu den Wertpapiermärkten beigetragen.

*Ausgleichende Marktmechanismen.* Das Leistungsbilanzdefizit der USA ist in den letzten Jahren so groß geworden, daß seine Finanzierung durch „freiwillige“ Kapitalzuflüsse vielerorts als langfristig nicht aufrechtzuerhalten eingeschätzt wird, wengleich niemand vorhersehen kann, wie lange und bis zu welcher Höhe die übrige Welt noch bereit sein wird, weitere Forderungen an die USA in ihre Bestände zu nehmen. Es gibt mehrere Marktmechanismen, die helfen könnten, ein Gleichgewicht zwischen der inländischen Nachfrage nach und der inländischen

Bereitstellung von Finanzierungsmitteln in den USA ebenso wie in jenen Ländern wiederherzustellen, in denen die Ersparnis die Investitionen bei weitem übersteigt. Dazu gehören die Reagibilität der privaten Ersparnis und der Investitionen gegenüber Zins-, Wechselkurs- und Produktionsveränderungen sowie die Reaktion der privaten Ersparnis auf Veränderungen der ausstehenden öffentlichen Verschuldung.

Die private Ersparnis in den USA hat seit 1980 auffallend wenig auf den sehr beträchtlichen Anstieg des realen Zinsniveaus reagiert. Im Jahr 1984 stieg die private Nettoersparnis in Relation zum Sozialprodukt, fiel jedoch 1985 erneut auf nur noch 6,5%. In der Tat lag die private Nettosparquote in den Jahren 1980–85 mit durchschnittlich 6,4% erheblich unter dem in den siebziger Jahren verzeichneten Durchschnittswert von 8,1%. Auch auf den Anstieg der Staatsverschuldung und die dadurch implizierte zukünftige Steuerlast reagierte die private Ersparnis nicht nennenswert. Das Argument, der private Sektor würde seine Ersparnis als Reaktion auf eine Zunahme des öffentlichen Defizits erhöhen, um für künftige Steuererhöhungen zur Finanzierung des Schuldendienstes vorzusorgen, hat durch das jüngst beobachtete Sparverhalten in den USA keine Stütze gefunden. Noch hat, im Gegensatz zu dem Geschehen in Kanada, die private Ersparnis in den USA als Folge der Umverteilung der Einkommen zugunsten der Zinsempfänger, die gewöhnlich eine größere Sparneigung als der Durchschnitt der privaten Haushalte zeigt, zugenommen. In Japan allerdings gab es eine gewisse Abnahme der privaten Ersparnis im Gleichschritt mit dem Rückgang des öffentlichen Defizits.

Die aggregierten Angaben zu den USA deuten auch darauf hin, daß das hohe Realzinsniveau kein nennenswertes „crowding out“ bei den Investitionen der Unternehmen bewirkte. Das Zurückdrängen der privaten Nachfrage durch die öffentlichen Defizite fand vielmehr über einen Anstieg des Währungsaußenwerts statt, der die Nachfrage nach den im Wettbewerb mit Importen stehenden Inlandsgütern dämpfte und die Ausfuhren zurückgehen ließ. Im Ergebnis kam es zu einer ziemlich ungleichgewichtigen konjunkturellen Erholung.

Bis Wechselkursanpassungen zur Wiederherstellung einer ausgewogeneren Zahlungsbilanz der Vereinigten Staaten beitragen, wird auf jeden Fall noch einige Zeit vergehen. Der Dollar hatte seinen Kursanstieg gegenüber den anderen Währungen bis Ende Februar 1985 fortgesetzt. Die danach eingetretene Abwertung hat inzwischen größere Proportionen angenommen, was im wesentlichen darauf beruht, daß sich die USA und die anderen bedeutenden Industrieländer der Notwendigkeit eines konzertierten Vorgehens auf den Devisenmärkten bewußt geworden sind.

Zusammenfassend kann man sagen, daß die Marktmechanismen das Ungleichgewicht zwischen der Ersparnis und den Investitionen in den USA bisher nicht verringert haben. Somit ist mit einem Weiterbestehen des hohen US-Leistungsbilanzdefizits und der Abhängigkeit des Landes von Kapitalzuflüssen aus dem Ausland, die sich 1985 auf 2,8% des Bruttosozialprodukts beliefen, im Jahr 1986 und darüber hinaus zu rechnen. Infolgedessen wird zunehmend erkannt, daß das Defizit des US-Bundshaushalts eine wichtige Ursache für das strukturelle finanzielle Ungleichgewicht des Landes ist und es – neben einer Anpassung des Außenwerts des Dollar nach unten – größerer Anstrengungen zur Verringerung des Budgetdefizits bedarf. Diese Erkenntnis führte gegen Ende des letzten Jahres zur Verabschie-

derung des Gramm-Rudman-Hollings Act, der eine schrittweise Beseitigung des Defizits innerhalb der nächsten fünf Jahre vorschreibt. Wenn der Vollzug dieses Gesetzes oder ähnlicher Maßnahmen auch nicht leicht sein dürfte, so besteht jetzt doch eine Chance für eine Wende in der amerikanischen Haushaltspolitik.

### Portfolioverhalten und Anlagerenditen

*Forderungen und Verpflichtungen gegenüber dem Ausland.* Als Folge des seit Einsetzen des Wirtschaftsaufschwungs sich verstärkenden Ungleichgewichts zwischen der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis und den Investitionen wurden die Vereinigten Staaten 1985 erstmals in der Nachkriegsära netto gesehen ein Schuldnerland. Aus der folgenden Tabelle geht hervor, daß der Umschwung beträchtlich ist und auf eine langsamere Zunahme der Auslandsforderungen der USA und eine deutliche Beschleunigung des Wachstums der Verpflichtungen seit 1982 zurückzuführen ist.

Forderungen und Verpflichtungen gegenüber dem Ausland\*

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1985 in Prozent des BSP
Milliarden US-Dollar									
<b>USA</b>									
Forderungen .....	448	511	607	720	839	894	915	934	0,23
Verpflichtungen .....	372	416	501	579	692	788	887	999	0,25
Nettoauslandsforderungen	76	95	106	141	147	106	28	- 64	- 0,02
tausend Milliarden japanischer Yen									
<b>Japan</b>									
Forderungen .....	23	33	32	46	54	63	86	90	0,28
Verpflichtungen .....	16	26	30	44	48	54	67	63	0,20
Nettoauslandsforderungen	7	7	2	2	6	9	19	27	0,08
Milliarden D-Mark									
<b>Deutschland (BR)</b>									
Forderungen .....	427	450	489	546	584	627	714	820	0,45
Verpflichtungen .....	330	368	432	498	531	562	628	698	0,38
Nettoauslandsforderungen	97	82	57	48	53	65	86	122	0,07
Milliarden Pfund Sterling									
<b>Großbritannien</b>									
Forderungen .....	67	77	90	115	147	176	222	249	0,71
Verpflichtungen .....	55	65	73	85	104	118	149	172	0,49
Nettoauslandsforderungen	12	12	17	30	43	58	73	77	0,22
tausend Milliarden Lire									
<b>Italien</b>									
Forderungen .....	73	91	127	152	154	202	236	241	0,35
Verpflichtungen .....	59	68	94	135	150	189	233	253	0,37
Nettoauslandsforderungen	14	23	33	17	4	13	3	- 12	- 0,02
Milliarden kanadischer Dollar									
<b>Kanada</b>									
Forderungen .....	67	81	105	124	134	146	165	173	0,38
Verpflichtungen .....	155	181	212	257	270	293	323	336	0,74
Nettoauslandsforderungen	- 88	-100	-107	-133	-136	-147	-158	-163	- 0,36

\* Die Angaben beruhen auf voneinander abweichenden Konzepten. Für Japan sind die Angaben aus dem US-Dollar zum Wechselkurs am Jahresende umgerechnet; bei den USA, Großbritannien und Kanada sind die Angaben zu 1985 geschätzt und lassen Wertveränderungen des Forderungsbestands, die auf Veränderungen von Wechselkursen oder sonstigen Preisen von Finanzaktiva im Jahresverlauf beruhen, unberücksichtigt.

Quellen: Angaben und Definitionen der einzelnen Länder.

Deutschland, Japan und Großbritannien haben allesamt in den letzten Jahren ihre Nettoforderungsposition gegenüber dem Ausland ausgebaut, wodurch sie ein Gegengewicht zu dem Wechsel der USA in die Verschuldung bildeten. Japans Nettoausleihungen an das Ausland sind in den achtziger Jahren gemessen am Sozialprodukt stark gestiegen und beliefen sich 1985 schätzungsweise auf 3,9% des Brutto Sozialprodukts (s. Tabelle auf S.70). Die zusammengefaßten Daten unterscheiden nicht zwischen Portfolioanlagen und Direktinvestitionen und sagen somit nichts über die Liquidität der Aktiva aus. Die Auslandsforderungen Japans sind bei weitem am stärksten portfolioorientiert; hingegen hatten Direktinvestitionen Ende 1984 nur einen Anteil von 11% an den Bruttoauslandsforderungen, verglichen mit 33% in Großbritannien. Diese Anlagestruktur bedeutet, daß die Auslandsaktiva Japans leichter von einem Land in ein anderes verlagert werden können.

*Geldvermögensbildung, Bewertung und Portfolioverlagerungen.* Zwar basiert die oben angestellte Analyse weitgehend auf Transaktionen bei der Ersparnis und den Finanzanlagen, doch sind derartige Bewegungen nicht allein ausschlaggebend für Geldvermögensänderungen. Schwankungen im Wert der bestehenden in- wie ausländischen Forderungen sind ebenfalls bedeutsam und waren es 1985 vor allem in bezug auf die inländischen Aktiva in sehr hohem Maße.

Bei der Nettoforderungsposition gegenüber dem Ausland können Bewertungsveränderungen aufgrund von Wechselkursbewegungen entstehen. Die Bedeutung dieser Einflüsse hängt von der Währungszusammensetzung der Forderungen und Verpflichtungen ab, über die genaue Angaben nicht immer verfügbar sind. Ein weiterer Bestimmungsfaktor ist die Höhe der Nettoauslandsforderungen (sowohl absolut als auch bezogen auf das gesamte Geldvermögen), die generell nicht so bedeutend ist. Wenn man all diese Faktoren bei den Schätzungen in Rechnung stellt, so kann man davon ausgehen, daß die auf Wechselkursveränderungen beruhenden Vermögenseffekte im Vergleich zu dem durch steigende Aktienkurse bewirkten Zuwachs an inländischem Vermögen 1985 in den einzelnen Industrieländern relativ gering waren. Die Höherbewertung des Yen und der D-Mark im Jahresverlauf dürften gleichwohl in heimischer Währung gerechnet eine gewisse Wertminderung der Nettoauslandsforderungen japanischer und deutscher Anleger verursacht haben.

Die Stärke und Veränderlichkeit von Bewertungseinflüssen auf inländische Vermögenswerte können der nachfolgenden Tabelle entnommen werden, die Angaben zur Realrendite von Aktien, Wohnhäusern und Staatsanleihen enthält. Aus den Angaben läßt sich der Schluß ziehen, daß Aktienanlagen in den letzten Jahren generell eine beachtliche Realrendite boten, die über der von Sachkapital (Wohnhäuser) und von Anleihen lag. Hinsichtlich des Wertzuwachses bei Aktien ist jeweils der Umfang und die Verteilung der Wertpapierbestände des privaten Sektors in den großen Volkswirtschaften zu berücksichtigen. Wie der folgenden Tabelle zu entnehmen, ist der Anteil der Aktien am Portfoliovermögen des privaten Sektors in den USA, Großbritannien und Kanada größer als in Deutschland und Japan, wenn man den indirekt über Kapitalsammelstellen gehaltenen Anteil in Rechnung stellt. Aus diesem Grund dürfte der Einfluß, den eine gegebene Wertveränderung bei Aktien auf den Stand des Gesamtvermögens hat, in den erstgenannten Ländern größer als

Realrendite von Vermögenswerten\*

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
	Prozent					
<b>USA</b>						
Aktien .....	15	- 9	13	18	1	25
Wohnbauten .....	- 1	- 3	- 2	0	- 1	2
Anleihen .....	-13	- 5	27	0	10	25
<i>Nachrichtlich: landwirtschaftliche Grundvermögen .....</i>	2	- 1	- 6	- 9	- 5	-15
<b>Japan</b>						
Aktien .....	2	13	3	20	24	15
Wohnbauten .....	5	6	6	3	1	1
Anleihen .....	- 3	10	9	9	9	7
<b>Deutschland (BR)</b>						
Aktien .....	1	- 2	11	36	10	63
Wohnbauten .....	5	0	- 2	- 1	0	- 1
Anleihen .....	- 4	- 2	16	3	13	9
<b>Frankreich</b>						
Aktien .....	4	-20	0	56	14	27
Wohnbauten .....	- 2	- 3	- 2	- 2	- 2	- 2
Anleihen .....	-10	- 8	9	10	11	13
<b>Großbritannien</b>						
Aktien .....	16	0	21	21	23	15
Wohnbauten .....	- 2	- 8	0	6	5	2
Anleihen .....	4	- 9	42	7	4	6
<b>Italien</b>						
Aktien .....	45	-12	-17	13	10	103
Wohnbauten .....	11	- 3	13	- 7	- 2	- 9
Anleihen .....	- 4	3	3	4	5	5
<b>Kanada</b>						
Aktien .....	16	-19	- 5	28	- 6	19
Wohnbauten .....	0	- 4	-12	- 4	- 4	- 1
Anleihen .....	- 7	-13	29	6	11	20

\*Die Rendite der Aktien enthält die Jahresveränderung des Nominalwerts des Aktivums (bzw. des Aktienindex) zuzüglich des Dividendenertrags, deflationiert mit der Veränderung der Verbraucherpreise. Bei den Anleihen (Staatsanleihen bzw. Anleihen des öffentlichen Sektors) umfaßt die ausgewiesene Rendite den Gesamtertrag (Prozentveränderung des Kurses zuzüglich Zinskupons), deflationiert mit der Veränderung der Verbraucherpreise, außer bei Italien, wo die Rendite auf Endfälligkeit anstelle des Gesamtertrags ausgewiesen ist. Bei Wohnbauten (USA, Großbritannien und Italien: Verkaufspreis von Wohnhäusern; Deutschland, Frankreich und Kanada: Kosten eines Neubaus; Japan: Preisindex von städtischen Grundstücken) und landwirtschaftlichem Grundvermögen sind die angegebenen Werte Nominalpreis- oder Wertveränderungen, deflationiert mit den Verbraucherpreisen.

Quellen: Angaben und Definitionen der einzelnen Länder, OECD Financial Statistics und Salomon Brothers International Bond Market Performance Indices.

in den letztgenannten sein. Die Wertveränderungen bei Aktien im Jahr 1985 werden für die meisten der großen Länder auf nicht weniger als 5–10% des Sozialprodukts veranschlagt.

Die umstehende Tabelle gibt einen Überblick über die Zusammensetzung des Portfoliovermögens des nichtfinanziellen privaten Sektors, aufgeschlüsselt nach den wichtigsten Anlageinstrumenten. Die Zusammensetzung des Portfoliovermögens läßt in den meisten Ländern für die letzten Jahre eine gewisse Präferenz des privaten Sektors für institutionelle Anlagen und Aktien erkennen, während der Anteil der Einlagen stagnierte oder zurückging. Diese Verschiebung kann weitgehend mit den relativen Renditen erklärt werden, wengleich institutionelle Anlagen auch durch steuerliche Vergünstigungen und das Altern der Bevölkerung angeregt wurden.

Zusammensetzung des Portfoliovermögens des nichtfinanziellen privaten Sektors<sup>1</sup>

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
	Anteil am Bruttogeldvermögen in Prozent									
<b>USA</b>										
Einlagen .....	33	34	35	33	32	33	33	32	34	32
Anleihen <sup>2</sup> .....	10	10	10	10	9	9	9	9	10	11
Aktien .....	20	18	17	18	20	18	18	18	16	17
Institutionelle Anlagen <sup>3</sup> ..	20	20	20	20	21	21	22	23	24	25
<b>Japan</b>										
Einlagen .....	51	53	53	52	51	51	52	51	49	49 <sup>4</sup>
Anleihen <sup>2</sup> .....	4	5	5	5	5	6	6	6	7	6 <sup>4</sup>
Aktien .....	9	8	9	8	8	8	8	9	10	12 <sup>4</sup>
Institutionelle Anlagen <sup>3</sup> ..	7	7	8	8	8	8	9	10	11	11 <sup>4</sup>
<b>Deutschland (BR)</b>										
Einlagen .....	57	57	58	57	57	55	54	53	51	48
Anleihen <sup>2</sup> .....	9	9	9	10	10	11	11	11	13	13
Aktien .....	12	12	12	10	10	10	10	11	11	15
Institutionelle Anlagen <sup>3</sup> ..	9	9	9	10	11	12	12	12	12	12
<b>Großbritannien</b>										
Einlagen .....	33	32	32	32	32	33	31	30	29	29 <sup>5</sup>
Anleihen <sup>2</sup> .....	6	6	5	5	5	4	5	4	4	4 <sup>5</sup>
Aktien .....	12	14	13	12	12	11	11	12	13	12 <sup>5</sup>
Institutionelle Anlagen <sup>3</sup> ..	19	21	23	23	25	25	28	29	30	30 <sup>5</sup>
<b>Kanada</b>										
Einlagen .....	31	32	32	32	32	31	31	29	29	29 <sup>4</sup>
Anleihen <sup>2</sup> .....	8	8	8	7	6	6	7	8	8	9 <sup>4</sup>
Aktien .....	17	17	18	17	18	17	17	17	16	16 <sup>4</sup>
Institutionelle Anlagen <sup>3</sup> ..	15	16	15	15	15	16	16	17	18	18 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Auf der Basis nichtkonsolidierter Bilanzen der privaten Haushalte und der Unternehmen; USA: nur Kapitalgesellschaften (ohne Landwirtschaftsbetriebe). Die Zwischensummen addieren sich nicht zu 100, da in ihnen einige Aktiva wie Handelskredite und Direktinvestitionen im Ausland nicht enthalten sind. <sup>2</sup> Ohne Hypotheken im Direktbesitz. <sup>3</sup> Investmentfonds, Pensionsfonds sowie Treuhand- und Versicherungsvermögen, die keinen Einlagencharakter haben. <sup>4</sup> Geschätzt. <sup>5</sup> Drittes Quartal.

Quellen: Bilanzdaten der einzelnen Länder.

Der Anteil der von Privaten und Unternehmen in ihren Portefeuilles gehaltenen Anleihen ist in Deutschland und Japan gestiegen, in Großbritannien jedoch zurückgegangen. Diese Portfolioverschiebungen gehen zwar verglichen mit Veränderungen der Finanzierungsströme im allgemeinen langsam vonstatten, zeigen jedoch einen bedeutsamen Wandel der Vermögensdispositionen auf den Finanzmärkten an, nämlich Umschichtungen von Einlagen auf Marktinstrumente und von einem Direktbesitz solcher Instrumente zu einem indirekten Halten über institutionelle Anleger (Lebensversicherungen, Pensionsfonds, Investmentgesellschaften).

Ein starker Anstieg der Aktienkurse, wie er 1985 stattfand, dürfte anregend auf die Ausgaben wirken, besonders dann, wenn er als dauerhaft gilt und nicht nur einen Inflationsausgleich gewährt. Die Stimulanz wird über Verbrauchseffekte des Vermögens und über den Einfluß wirksam, den die veränderte Relation zwischen dem Marktwert eines Unternehmens und den Wiederbeschaffungskosten des Kapitalstocks auf die Anlageinvestitionen hat. Tendenziell könnten Vermögenseffekte – unter ansonsten gleichbleibenden Bedingungen – auch die Spartätigkeit verringern, wenn im Wertanstieg des Geldvermögens ein Ersatz für den Erwerb weiterer Aktiva gesehen wird. Wenn das so ist, könnten diese vom Inlandsvermögen ausgehenden Einflüsse den Ausgleichsmechanismus zwischen Ersparnis und Investi-

tionen in den Vereinigten Staaten geschwächt haben, denn sie reduzieren das Sparen aus dem laufenden Einkommen und erhöhen die Investitionsausgaben. Andernorts könnten sie freilich den Ausgleichsmechanismus gestärkt haben.

Relation Verbindlichkeiten/Eigenkapital bei nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften<sup>1</sup>

	1966-73	1974-79	1980	1981	1982	1983	1984	1985
USA .....	0,54	0,96	0,77	0,92	0,87	0,78	0,90	0,83
Japan .....	3,08	3,31	3,14	2,91	2,92	2,68	2,11	1,82
Deutschland (BR) <sup>3</sup> .....	2,38	3,36	3,85	4,13	4,11	3,48	3,42	2,39
Frankreich .....	1,17 <sup>4</sup>	1,33	1,23	1,40	1,55	1,56	.	.
Großbritannien .....	0,67	1,38	1,13	1,23	1,03	0,87	0,74	0,70 <sup>2</sup>
Kanada .....	0,99	1,22	1,14	1,27	1,34	1,14	1,12	1,08 <sup>2</sup>

<sup>1</sup> Bruttoverbindlichkeiten ohne Eigenkapital und Handelskredite gemessen in Relation zum Eigenkapital zu Marktpreisen, ausgenommen Frankreich und Kanada, wo das Eigenkapital zum Buchwert angesetzt ist. <sup>2</sup> Schätzungen. <sup>3</sup> Unternehmen insgesamt (ohne Wohnungsbau). <sup>4</sup> 1970-73.

Quellen: Bilanzdaten der einzelnen Länder und OECD Financial Statistics.

Steigende Aktienkurse beeinflussen auch die Relation der Verbindlichkeiten zu den Eigenmitteln (Verschuldungskoeffizient) der Unternehmen. Gewöhnlich wird ein niedriger Verschuldungskoeffizient als Zeichen einer eher stabilen Finanzlage eines Unternehmens gewertet. Es bestehen jedoch von Land zu Land sehr unterschiedliche Auffassungen hinsichtlich dessen, was als ein „akzeptables“ Niveau der Fremdfinanzierung bezeichnet werden kann, und diese Unterschiede rühren von der jeweiligen Besonderheit des Finanz- und Steuersystems und von den Wachstumserwartungen her. Die in den letzten Jahren dynamische Entwicklung der Aktienmärkte hat in den meisten Ländern zu einer Stärkung der Unternehmensbilanzen geführt (s. obige Tabelle). In Deutschland, Japan und Großbritannien ist der für die Relation Fremd-/Eigenkapital ausgewiesene Wert seit 1981 um über ein Drittel gesunken. Im Verein mit sinkenden Zinsen hat sich damit auch das Verhältnis des Ertrags zum Nettozinsaufwand gebessert. In den USA hingegen haben die Einziehung von Aktien durch das eigene Unternehmen und ein hoher Grad an Fremdfinanzierung verhindert, daß sich in den letzten Jahren die Relation Fremd-/Eigenkapital verringert hat.

Der abnehmende Verschuldungskoeffizient außerhalb der Vereinigten Staaten und der starke Anstieg der Aktienrenditen ist Ausdruck einer allgemeinen Verbesserung der Finanzlage von Kapitalgesellschaften, wie sie in den letzten Jahren in vielen Ländern zu beobachten war. Wie in Kapitel II beschrieben, sind die Gewinnquoten in Europa gestiegen, und in allen größeren Ländern hat sich die Realrendite des eingesetzten Sachkapitals seit den frühen achtziger Jahren sowohl absolut als auch gemessen am Realzinsniveau wieder gebessert. Zusammengenommen lassen diese Entwicklungen den Schluß zu, daß sich – vor allem in Europa – in letzter Zeit die finanzielle Lage der Unternehmen beträchtlich gebessert hat und auch mehr Anreize für Investitionen bestehen.

## Finanzmärkte im Jahr 1985

*Zinssätze.* In den USA sanken die kurzfristigen Zinsen im ersten und zweiten Quartal 1985, stiegen dann aber im zweiten Halbjahr wieder leicht an. Der anfängliche Rückgang stand größtenteils mit einer Lockerung der Geldpolitik als Maßnahme gegen das schwache reale Wirtschaftswachstum im Zusammenhang. Die kurzfristigen Sätze wiesen Anfang 1986 erneut sinkende Tendenz auf, teilweise parallel zu Zinsrückgängen in den anderen großen Industrieländern. Die langfristigen Zinsen gaben das ganze Jahr hindurch weiter nach, was zu einer deutlichen Abflachung der Renditenkurve führte. Binnenwirtschaftlich spielten Erwartungen hinsichtlich einer Reduzierung des Defizits im US-Bundshaushalt aufgrund der erwähnten Gesetzesinitiative (Gramm-Rudman-Hollings) zusammen mit dem kurzfristig akkommodierenden Kurs der amerikanischen Geldpolitik eine Rolle bei dem Zinsrückgang, während das Abklingen der Inflationserwartungen sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in den anderen Ländern dazu beitrug, daß die Nominalzinsen weltweit zurückgingen. Angesichts stabiler Preissteigerungsraten gaben 1985 in den USA auch die Realzinsen etwas nach.

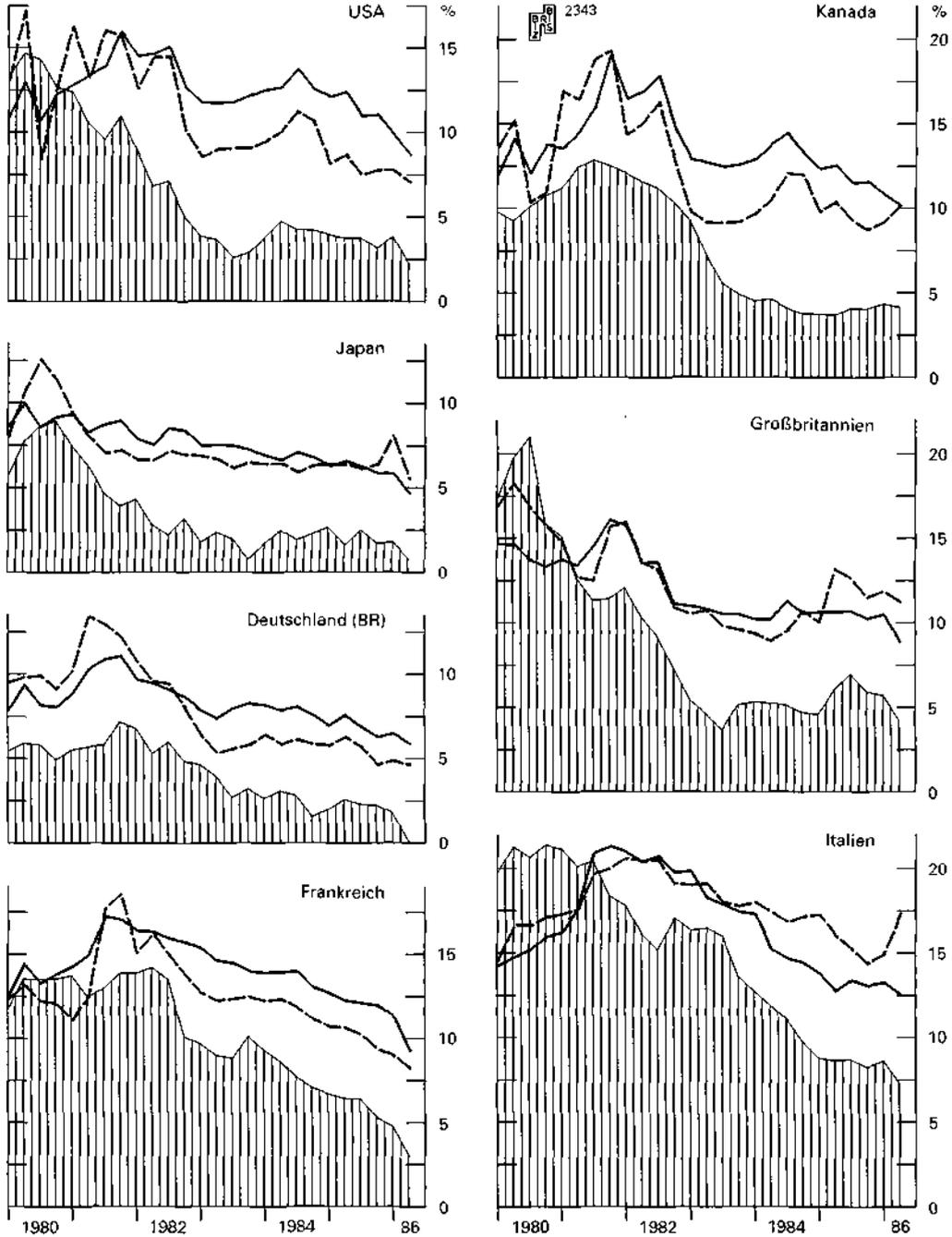
In Japan gaben die langfristigen Zinsen ebenfalls sowohl nominal wie real leicht nach. Die Realzinsdifferenz gegenüber US-Staatsanleihen blieb allerdings erheblich. Für japanische Anleger bestanden demnach weiterhin zinsbedingte Anreize, den USA Kredite zu gewähren. Die Entwicklung der kurzfristigen Zinsen verlief in Japan ganz anders als die der langfristigen Sätze. Nach der Übereinkunft der „Fünfergruppe“ und entsprechend dem Wunsch, den Außenwert des Yen anzuhoben, führten die japanischen Behörden im vierten Quartal einen Anstieg der kurzfristigen Zinsen herbei und stoppten damit die seit 1982 bestehende Abwärtsbewegung. Infolge dieser Veränderungen kam es zu einer beträchtlichen Umkehrung der Renditenkurve, und es wuchs die Sorge, daß die Restriktion die Inlandsnachfrage schwächen könnte. Deshalb wurde der geldpolitische Kurs, nachdem eine gewisse Währungsaufwertung erreicht worden war, wieder gelockert, und die kurzfristigen Zinsen begannen Anfang des Jahres 1986 erneut zu fallen.

Auch in Großbritannien und Italien beeinflussten Wechselkursüberlegungen die Zinsen am kurzen Ende. Spekulationen gegen das englische Pfund Anfang 1985 hatten zu einem starken Anstieg der Basisausleihesätze der Banken geführt, die sich dann bis zu Beginn des Jahres 1986, als das Pfund einmal mehr unter Abwertungsdruck geriet, zurückbildeten. Diesmal war der Grund für die Werteinbußen der englischen Währung – niedrigere Ölpreise – offensichtlich fundamental. Die Basiszinsen wurden trotz einer beträchtlichen Abwertung nur um 1 Prozentpunkt angehoben, und der Anstieg der kurzfristigen Zinsen kehrte sich in der Folge um. Unterdessen bildeten sich die langfristigen Sätze in Großbritannien leicht zurück, was auf eine stärkere Inversion der Renditenkurve hinauslief. Der Rückgang der langfristigen Zinsen könnte durch eine verringerte Nachfrage des öffentlichen Sektors nach langfristigen Finanzierungsmitteln begünstigt worden sein, nachdem die Regierung ihre Politik des „overfunding“ am Markt für Staatspapiere aufgegeben hatte. In Italien sanken die kurzfristigen Zinsen bis November; dann erzwangen Kapitalabflüsse eine Verschärfung der Geldpolitik, um den Leitkurs der Lira innerhalb der EWS-Schwankungsbreite halten zu können. Die langfristigen Zinsen gingen

### Nominalzinssätze und Inflation 1980–86\*

Quartalsendwerte

- Langfristige Zinsen
- - - Kurzfristige Zinsen
- ▨ Anstieg der Verbraucherpreise



\*Auf der Basis monatlicher Daten. Renditen ausgewählter typischer langfristiger Schuldverschreibungen und Geldmarktsätze; Inflation gemessen als Jahresveränderungsrate der Verbraucherpreise.

leicht zurück und blieben deutlich unterhalb des Niveaus der kurzfristigen Sätze, wie dies seit 1982 der Fall ist.

In Deutschland gaben die kurzfristigen Zinsen, die zunächst im ersten Quartal gestiegen waren, während des größten Teils des Jahres nach, wohingegen sich die langfristigen Zinsen etwas weniger zurückbildeten. Da sich die Inflationsrate zunächst nur wenig veränderte, sanken auch die realen Kreditkosten. Bis zu einem gewissen Grad waren diese Veränderungen durch den Zinsrückgang in den Vereinigten Staaten bedingt. In Frankreich sanken die Zinsen 1985 ebenfalls, besonders am kurzen Ende. Auch diese Rückgänge können mit dem internationalen Zinstrend und besonders mit der Entwicklung in Deutschland, Frankreichs wichtigstem Partner im EWS, in Zusammenhang gebracht werden. Sie können aber auch, anders als in den anderen aufgeführten Ländern, auf das erhebliche Sinken der Teuerungsrate im Jahresverlauf zurückgeführt werden.

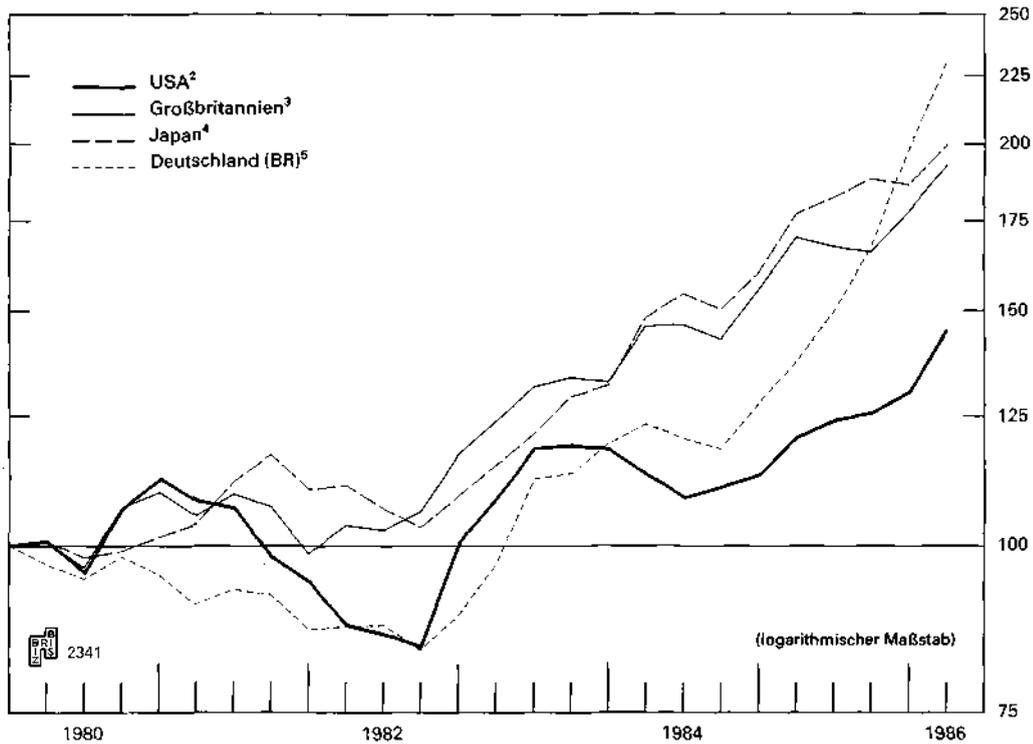
Für den allgemeinen Zinsrückgang können einige gemeinsame Ursachen genannt werden. Als erstes begünstigte die in vielen großen Volkswirtschaften weiterhin niedrige Inflationsrate den Rückgang der Marktzinsen. Vor allem die langfristige Orientierung der Geldpolitik trug vielerorts dazu bei, daß Erwartungen hinsichtlich eines Wiederauflebens der Inflation gedämpft wurden. Fallende Rohstoffpreise und vor allem die Schwäche des OPEC-Kartells führten mit Sicherheit ebenfalls zu einer gewissen Verringerung der Inflationserwartungen, auch wenn dies womöglich nicht lange anhalten mag. In den USA scheinen weder der geringere Nachdruck, der auf die Geldmengengröße M1 gelegt wird, noch die bisherige Abwertung der Währung einen nennenswerten Einfluß auf die Inflationserwartungen auf kurze Sicht gehabt zu haben, während die Lockerung der Geldpolitik die Zinsen auf direktem Weg reduziert hat.

Obwohl sich die Realzinsen im vergangenen Jahr zurückbildeten, sind sie im Vergleich zu den sechziger und siebziger Jahren noch immer recht hoch. Da im letztgenannten Jahrzehnt die Realzinsen infolge der anziehenden Inflation und des stagnierenden Wirtschaftswachstums gedrückt waren, überrascht das gegenüber den sechziger Jahren derzeit höhere Niveau vielleicht mehr. Die Inflation war in beiden Perioden ähnlich hoch, wohingegen der Nachfragedruck zumindest in Europa in der früheren Periode größer war. Der bedeutsamste Einfluß war vielleicht die größere Kreditnachfrage in den letzten Jahren, die durch die weiter oben erörterten Verschiebungen bei der Ersparnis, den Investitionen und den öffentlichen Defiziten bedingt war.

*Aktivität auf den Aktienmärkten.* Die Aktienkurse sind an vielen der großen Börsenplätze real betrachtet stark gestiegen. Wie aus der Tabelle auf S. 75 und der gegenüberstehenden Grafik ersichtlich ist, herrschten hausseartige Verhältnisse an den Aktienbörsen in New York, Tokio, London, Frankfurt, Toronto, Paris und Mailand sowie an anderen Börsenplätzen. Kursveränderungen bei Aktien können nur schwer auf ursächliche Faktoren zurückgeführt werden, denn sie hängen von zukünftigen Ertragsersparungen ebenso ab wie von Emissionsaktivitäten und einer Vielzahl kurzfristiger spekulativer Einflüsse. Der 1985 zu beobachtende Zinsrückgang hat jedoch sicherlich die Nachfrage nach Aktien angeregt. Zudem haben die rückläufigen Rohstoffpreise die Ertragsersparungen im verarbeitenden

Reale Aktienkurse an wichtigen Börsenmärkten 1980–86<sup>1</sup>

Viertes Quartal 1979 = 100



<sup>1</sup> Bereinigt auf der Basis von Veränderungen der Verbraucherpreise. <sup>2</sup> Standard and Poor's Corporate Share-Index. <sup>3</sup> Financial Times Ordinary Share-Index. <sup>4</sup> Tokyo General-Index. <sup>5</sup> F.A.Z.-Aktien-Gesamtindex.

Gewerbe verbessert – ein spiegelbildlicher Vorgang zu dem realen Rückgang der Aktienkurse Mitte der siebziger Jahre. Ferner hat die wachsende Bereitschaft der Anleger zu Geschäften in ausländischen Wertpapieren zu einer verstärkten Auslandsnachfrage nach Aktien an zuvor vergleichsweise umsatzschwachen Märkten, wie sie beispielsweise in zahlreichen europäischen Ländern anzutreffen sind, geführt. Auch die jüngst gestiegene Bedeutung inländischer institutioneller Anleger ließ die Umsätze an einigen dieser Märkte, beispielsweise in Italien, deutlich steigen. In mehreren europäischen Ländern wurden zudem die Stempelabgabe und die Börsenumsatzsteuer in den letzten Jahren gesenkt.

Die Aktienkurse erhielten möglicherweise durch Übernahmeaktivitäten („take-overs“) zusätzlichen Auftrieb. Derartige Aktivitäten waren 1985 vor allem in den USA und in Großbritannien verbreitet, aber auch in Italien und Deutschland feststellbar. Ferner kam es in Großbritannien und den Vereinigten Staaten zu zahlreichen Aufkäufen von Kapitalgesellschaften durch Mitglieder der Geschäftsleitung („buy-outs“). „Take-overs“ und „buy-outs“ ähneln sich insofern, als in beiden Fällen das Anteilskapital eines Unternehmens von Privaten erworben wird, die der Ansicht sind, daß der Markt dieses Unternehmen gemessen an dessen Ertragspotential niedrig bewertet.

Rückblickend verliefen die Übernahmeaktivitäten – vor allem Ende der sechziger und Anfang der siebziger Jahre – in einer wellenförmigen Bewegung. Jede stand mit einem Anstieg der realen Aktienkurse in Zusammenhang und wies eine starke zyklische Komponente auf. Eine notwendige Voraussetzung ist aber auch die Verfügbarkeit ausreichender Finanzierungsmittel. Die neueste Welle von Übernahmen wurde teilweise mit Fremdmitteln – Bonds in den Vereinigten Staaten und Bankkrediten andernorts – sowie mit eigenen Mitteln der jeweiligen Gesellschaft finanziert. Frühere Übernahmewellen waren in größerem Umfang durch Aktienemissionen finanziert worden. Ein Merkmal der gegenwärtigen Übernahmewelle in den USA ist die Verwendung von nur geringe Bonität aufweisenden „junk bonds“, die von kleinen Unternehmen mit dem Vermögen der zur Übernahme ausersehenen Gesellschaft gesichert werden. Auf diesem Weg können mit geringem Kapitaleinsatz Firmenaufkäufe von enormer Größenordnung getätigt werden. Diese Finanzierungsart stand früher nicht so allgemein zur Verfügung. Weitere wichtige Bestimmungsfaktoren für die derzeitige Übernahmewelle sind die hohen Liquiditätsüberschüsse der Unternehmen sowie die Mittel der Pensionskassen, die gemessen an den Verpflichtungen kräftig gewachsen sind. Vielfach verfügen diese über sehr leicht verwertbare Aktiva und sind deshalb ein begehrtes Objekt für feindselige Übernahmeaktivitäten.

Im allgemeinen verbessern steigende Aktienkurse die finanzielle Lage der Kapitalgesellschaften und erhöhen das Vermögen von Aktienbesitzern. Soweit beide Verbesserungen bestehen bleiben, dürften die Aussichten auf wirtschaftliches Wachstum für die nächsten Jahre günstig sein. Stimulierend auf die Wirtschaftstätigkeit sollten auch die jüngsten Zinsrückgänge wirken, allerdings insoweit nicht, wie sie netto die Zinseinkünfte der privaten Haushalte schmälern und damit die Ausweitung der Verbrauchsausgaben dämpfen.

*Mittelbeschaffung an den Finanzmärkten.* In den USA expandierte 1985 das insgesamt ausstehende Kreditvolumen um 14%, verglichen mit einem Wachstum des nominalen Bruttosozialprodukts von 5,7%. Der starke Anstieg der Relation der ausstehenden Verschuldung zum Bruttosozialprodukt hielt somit ungebrochen an und weckte bei den verantwortlichen Stellen Besorgnis in bezug auf die sich hieraus für die finanzielle Stabilität ergebenden Folgen.

Die Mittelaufnahme des öffentlichen Sektors in den USA stieg von 1984 auf 1985 relativ zum Bruttosozialprodukt stark an. Im selben Zeitraum verschuldeten sich die privaten Haushalte kräftig, um angesichts geringerer Einkommenszuwächse die Ausgaben auf gleicher Höhe halten zu können, während die US-Unternehmen weiterhin in beträchtlichem Umfang im Umlauf befindliches Aktienkapital einzogen. Obwohl sich die Unternehmen weniger verschuldeten, wurde gelegentlich ihre Kreditwürdigkeit in Frage gestellt, besonders im Zusammenhang mit der weiter oben erwähnten wachsenden Bedeutung der niedrig eingestuften „junk bonds“, die im letzten Jahr 30% der von US-Unternehmen insgesamt emittierten Schuldverschreibungen auf sich vereinigten. Die US-Währungsbehörden, die diesen Markt mit Sorge betrachten, verfügten eine Mindestdeckung für mit Schuldtiteln finanzierte Aktienkäufe, die im wesentlichen mit dem zu erwerbenden Anteilskapital gesichert sind.

Mittelbeschaffung inländischer nichtfinanzieller Schuldner<sup>1</sup>

	Jahr	Kreditnehmer <sup>2</sup>							Ins- gesamt
		Unternehmen				Haushalte		Öffent- licher Sektor	
		Aktien	Anleihen	Dar- lehen <sup>3</sup>	Zu- sammen	Woh- nungs- bau- kredite	Andere		
in Prozent des BSP/BIP									
USA .....	1982	0,4	1,1	2,7	4,2	1,6	1,2	5,9	12,9
	1983	0,8	0,8	3,1	4,7	3,2	2,3	6,6	16,8
	1984	- 2,0	1,7	5,8	5,5	3,4	2,9	6,5	18,3
	1985	- 2,0	2,3	3,5	3,8	3,8	3,7	8,8	20,1
Japan .....	1982	0,8	0,6	7,6	9,0	1,7	1,9	8,2	20,9
	1983	0,5	0,6	7,4	8,5	1,3	2,3	9,4	21,5
	1984	0,6	0,8	7,3	8,7	1,1	2,0	7,1	18,9
	1985 <sup>4</sup>	0,5	0,9	8,5	9,9	0,9	1,2	6,3	18,3
Deutschland (BR) .....	1982	0,3	0,2	4,2	4,7	2,8	0,6	4,3	12,4
	1983	0,3	0,0	4,3	4,6	3,5	0,7	3,4	12,3
	1984	0,3	0,1	4,3	4,7	3,1	0,6	2,7	11,1
	1985	0,4	0,3	4,0	4,7	1,9	0,7	2,4	9,7
Frankreich .....	1982	1,2	0,9	6,7	8,9	4,2		7,2	20,3
	1983	1,7	0,8	5,9	8,4	3,9		4,7	17,0
	1984	1,8	0,7	4,0	6,5	3,1		5,0	14,6
	1985	2,2	0,8	3,8	6,8	4,0		4,5	15,3
Großbritannien .....	1982	0,3	0,0	3,1	3,4	5,1	1,6	3,4	13,5
	1983	0,6	0,1	1,7	2,4	4,8	1,8	3,7	12,7
	1984	0,3	0,1	2,7	3,1	5,3	1,3	4,2	13,9
	1985 <sup>4</sup>	0,9	0,2	1,9	3,0	5,1	2,0	2,9	13,0
Italien .....	1982	1,5	1,0	5,0	7,5	1,0		16,3	24,8
	1983	2,3	0,4	6,8	9,5	0,8		17,0	27,3
	1984	1,9	0,3	7,5	9,7	1,0		16,7	27,4
	1985 <sup>4</sup>	2,3	0,3	6,5	9,1	0,9		16,6	26,6
Kanada .....	1982	1,1	0,8	1,9	3,8	0,9	- 2,9	10,1	11,9
	1983	1,6	0,8	- 1,3	1,1	3,0	0,9	9,4	14,4
	1984	2,1	0,4	0,9	3,4	2,0	1,7	9,3	16,4
	1985	2,2	0,3	2,4	4,9	3,1	1,7	9,3	19,0

<sup>1</sup> Die Angaben beruhen auf ländermäßig voneinander abweichenden Konzepten. <sup>2</sup> In Japan, Großbritannien und Kanada ist die Verschuldung der öffentlichen Unternehmen in der öffentlichen Verschuldung und in Deutschland die Kreditaufnahme des Wohnungsbaus in der Verschuldung der privaten Haushalte enthalten. <sup>3</sup> Einschl. Geldmarktpapieren und Kreditaufnahmen im Ausland. <sup>4</sup> Vorläufig oder geschätzt.

Quelle(n): Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung der einzelnen Länder.

Bemerkenswert ist, daß sich die US-Unternehmen – verglichen mit 1984 – mehr Mittel im Wege der Anleihefinanzierung und weniger über Bankkredite beschafften. Der Schwerpunkt der Anleihefinanzierung verschob sich überdies zu den Euromärkten, an denen 30% der Emissionen getätigt wurden. Bis zu einem gewissen Grad war diese Hinwendung zu Wertpapierbegehungen eine natürliche Folge sinkender Kapitalzinsen, die einen Anreiz zur Konsolidierung der kurzfristigen Verbindlichkeiten bildeten. Es gab jedoch auch grundlegende trendmäßige Entwicklungen, welche die Begebung marktfähiger Wertpapiere begünstigten; sie werden weiter unten erörtert.

Die kanadischen Finanzmärkte hatten mit denen in den USA einige Merkmale gemeinsam, namentlich die weiterhin hohe staatliche Neuverschuldung sowie die lebhaftere Kreditnachfrage der privaten Haushalte zur Finanzierung von Wohnungseigentum und langlebigen Verbrauchsgütern. Der Unternehmenssektor verhielt sich

dagegen eher anders als der in den USA. Er weitete seine Kreditaufnahme 1985 stark aus, worin sich sowohl eine Aufstockung der Vorräte als auch die Bildung von Sachkapital niederschlugen. Es gab auch eine beträchtliche Zahl von Aktienemissionen, was im Gegensatz zum Geschehen in den Vereinigten Staaten stand.

In Japan spiegelte die Mittelaufnahme auf den Finanzmärkten hauptsächlich den anhaltenden konjunkturellen Aufschwung im Unternehmenssektor wider. Die höhere Mittelbeschaffung erfolgte weitgehend in der Form von Bankkrediten, aber auch die Anleihebegebungen stiegen. In den meisten europäischen Ländern ermöglichten höhere Unternehmenserträge eine Finanzierung der Investitionen, ohne daß es hierfür einer starken Ausweitung der Mittelaufnahme des Unternehmenssektors bedurfte. In Großbritannien diente ein bedeutender Teil der Kreditaufnahme des Unternehmenssektors der Finanzierung von Übernahmeangeboten. Die britischen Währungsbehörden gaben gegenüber den Banken eine Grundsatzerklärung ab, in der diese aufgefordert wurden, ihr Engagement in diesen Fällen zu begrenzen. Die Mittelaufnahme der privaten Haushalte in Großbritannien war ebenfalls sehr umfangreich, wobei die neu aufgenommenen Wohnungsbaukredite allein die gesamte Neuverschuldung des Unternehmenssektors überstiegen. Es gibt Hinweise dafür, daß ein großer Teil der Wohnungsbaudarlehen für andere Zwecke verwendet wurde. Die Kreditaufnahme der privaten Haushalte in Deutschland, Japan und Frankreich blieb demgegenüber vergleichsweise niedrig. In Übereinstimmung mit dem haushaltspolitischen Konsolidierungskurs ging die Neuverschuldung des öffentlichen Sektors namentlich in Japan, Deutschland und Großbritannien weiter zurück. Im letztgenannten Land half diesbezüglich freilich der Verkauf von Vermögenswerten des öffentlichen Sektors. Die zurückhaltende Finanzpolitik in Europa und Japan bedeutete, daß die wachsende Kreditnachfrage des privaten Sektors befriedigt werden konnte, ohne daß es letztlich einer außergewöhnlichen Zunahme der Emissionstätigkeit auf den Finanzmärkten bedurfte. Somit kann man zwischen diesen Ländern und den Vereinigten Staaten Gegensätzlichkeiten in bezug auf die relative Dynamik der Mittelaufnahme des öffentlichen und des Unternehmenssektors feststellen, und die Kreditaufnahme der privaten Haushalte wies lediglich in Großbritannien ein Wachstum ähnlich dem in den USA auf.

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß das Jahr 1985 und die ersten Monate des Jahres 1986 im Zeichen eines beträchtlichen Rückgangs der Marktzinsen und eines starken Anstiegs der Aktienkurse standen. In einigen Ländern, namentlich in den USA und Kanada, steigerten die inländischen nichtfinanziellen Schuldner ihre Mittelbeschaffung gemessen am Sozialprodukt. Während sich einerseits diese höhere Finanzierungsaktivität generell auf den Konjunkturzyklus zurückführen läßt, spielten andererseits die weiter oben erörterten Ungleichgewichte im Verhältnis der Ersparnis zu den Investitionen ebenfalls eine Rolle bei der hohen Mittelaufnahme des öffentlichen Sektors in den USA und in Kanada ebenso wie bei der ziemlich umfangreichen Neuverschuldung der privaten Haushalte.

## Die Zunahme von Wertpapiertransaktionen und die Rolle institutioneller Anleger

Im abgelaufenen Jahr war eine beträchtliche Ausweitung des Wertpapiergeschäfts auf den nationalen und internationalen Märkten zu verzeichnen. In den USA, Japan, Deutschland und Frankreich wurden 1985 mehr traditionelle Anleihen und ähnliche Wertpapiere brutto neu begeben als in vergangenen Jahren (s. umstehende Tabelle). Auch auf Nettobasis war die Zunahme der Wertpapieremissionen in den letzten Jahren recht ausgeprägt (s. Tabelle auf S. 83). An den Euromärkten haben Anleihen und andere Formen übertragbarer Finanzierungsinstrumente seit 1982 syndizierte Bankkredite mehr und mehr verdrängt. In allerjüngster Zeit ist der ausstehende Betrag von Euronotes stark gestiegen, wenngleich das Gesamtvolumen noch immer vergleichsweise gering ist. Die lebhaftere Geschäftstätigkeit war nicht allein auf die Emissionsaktivität beschränkt, sondern erstreckte sich auch auf den Handel an den Sekundärmärkten. Überdies gab es in einigen Ländern administrative Änderungen, die den Weg für ein zukünftiges Wachstum der Wertpapiergeschäfte freimachten. In Japan, Deutschland, Frankreich und den Niederlanden wurden neue marktfähige Finanzierungsformen zugelassen. In Großbritannien, den Niederlanden und Frankreich wurde eine Lockerung der Wettbewerbsbeschränkungen in bezug auf Konsortialführungen bei Wertpapierbegebungen und im Wertpapierhandel verfügt bzw. angekündigt, und in Japan und Frankreich hat man Finanzterminmärkte eingerichtet.

Ein Teil der Zunahme der Aktivitäten auf den Wertpapiermärkten im abgelaufenen Jahr ist auf konjunkturelle Einflüsse zurückzuführen, aber ein bedeutender Teil kann auch mit säkularen Veränderungen in der Wirkungsweise des Finanzsystems erklärt werden. Für eine Vielzahl von Schuldner haben Finanzinnovationen die Emission marktfähiger Wertpapiere zu einer interessanten Alternative gegenüber der Kreditfinanzierung werden lassen. Einige Schuldner mit gutem Namen vermochten Mittel zu einem Satz aufzunehmen, der unter dem von Banken am Interbankmarkt durchschnittlich gezahlten Zinssatz lag. Dies läßt sich besonders an den Euromärkten feststellen, wo erstklassige Euronotes zunehmend unter LIBOR und ohne Übernahmeverpflichtung emittiert werden.

Die Tendenz zur Aufschnürung von Finanzierungspaketen und die Neigung der Banken, für Auszahlungen und finanzielle Dienstleistungen direkte Gebühren zu erheben, haben die Expansion von Wertpapierbegebungen begünstigt. Erstklassige Emittenten haben es leichter, Geldmittel und finanzielle Dienstleistungen von ihren bevorzugten Quellen zu erhalten und sich Mittel im eigenen Namen ohne Garantie zu verschaffen. Schuldner von geringerer Bonität nehmen ebenfalls zunehmend die Wertpapiermärkte in Anspruch, doch ist in solchen Fällen häufig eine Bankgarantie oder Kreditlinie nützlich und mitunter unverzichtbar. Die Einräumung von Back-up-Linien ermöglicht es den Banken, Gebühren für die Informationen zu berechnen, die sie im Zusammenhang mit der Kreditbeurteilung und Kundenbewertung einholen.

Swaps sind eine andere Art des nicht bilanzwirksamen Bankgeschäfts, das den Wertpapiermärkten Auftrieb gegeben hat. Sie ermöglichen es einem Emittenten, der

Anleihebelegungen (brutto)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
	in Prozent des Bruttosozialprodukts					
<b>USA</b>						
Öffentliche Haushalte .....	5,4	5,4	6,7	7,9	8,7	9,4
Nichtfinanzielle Unternehmen .....	2,8	2,2	2,9	3,2	4,2	7,0
Finanzierungsinstitute .....	1,7	1,8	2,2	1,7	1,9	2,4 <sup>1</sup>
Ausland .....	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Zusammen .....	10,0	9,5	11,9	12,8	14,9	18,9
<b>Japan</b>						
Öffentliche Haushalte .....	6,8	7,0	6,8	8,7	7,3	7,5
Nichtfinanzielle Unternehmen .....	2,1	2,4	2,6	2,8	3,2	3,5 <sup>1</sup>
Finanzierungsinstitute .....	6,2	5,9	6,7	7,2	7,1	7,9
Ausland .....	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5
Zusammen .....	15,3	15,6	16,3	19,0	18,0	19,4
<b>Deutschland (BR)</b>						
Öffentliche Haushalte .....	1,5	1,7	2,6	2,6	2,6	3,1
Nichtfinanzielle Unternehmen .....	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4
Finanzierungsinstitute <sup>2</sup> .....	9,5	11,8	12,5	13,8	12,9	14,7 <sup>1</sup>
Ausland .....	0,4	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3
Zusammen .....	11,8	13,9	15,7	16,9	16,2	18,4
<b>Frankreich</b>						
Öffentliche Haushalte .....	1,6	0,9	1,3	1,6	2,3	2,5
Nichtfinanzielle Unternehmen .....	0,5	0,4	0,8	0,8	0,7	0,7
Finanzierungsinstitute .....	1,9	2,1	2,2	2,5	2,6	3,3
Ausland .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Zusammen .....	4,0	3,4	4,3	4,9	5,6	6,6
<b>Großbritannien</b>						
Öffentliche Haushalte .....	6,9	5,3	4,1	5,2	4,6	4,4
Nichtfinanzielle Unternehmen .....	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,3
Finanzierungsinstitute .....	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Ausland .....	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,2
Zusammen .....	7,0	5,6	4,5	5,6	5,0	4,9

<sup>1</sup> Geschätzt. <sup>2</sup> Einschl. Schuldscheinen.

Quellen: OECD Financial Statistics Monthly.

relative Vorteile auf einem bestimmten Marktsektor genießt, die mit einer gegebenen Mittelaufnahme verbundenen Zinsverpflichtungen (oder die Währungsdenomination) mit einem anderen Schuldner zu tauschen, der in einem anderen Marktsegment relative Vorteile hat. Die Swaptechnik läuft darauf hinaus, daß Wertpapieremissionen nicht ausschließlich vom Bedarf des Emittenten nach einer bestimmten Art von Mitteln abhängen. Aus Äußerungen von Marktteilnehmern kann man schließen, daß der jüngste Aufschwung bei den Belegungen festverzinslicher Anleihen in erheblichem Maße Swapmöglichkeiten zugerechnet werden kann, wenn gleich der Zinsrückgang ebenfalls von großer Bedeutung war.

Auch die Banken trugen direkt zur Expansion bei Wertpapieren und wertpapierähnlichen Verschuldungsformen bei, indem sie eigene Schuldtitel – kurzlaufende Bankschuldverschreibungen, Notes, Bonds oder handelbare Einlagezertifikate – emittierten, die mehr Ähnlichkeit mit marktfähigen Wertpapieren als mit herkömmlichen Termineinlagen aufweisen. Bemerkenswert ist, daß diese Entwick-

lung selbst in Ländern wie Deutschland und Japan auftrat, wo sich Veränderungen innerhalb der Bankbilanzen sehr viel langsamer vollzogen haben als andernorts und einige Banken lange Zeit ihr Kreditgeschäft im Wege der Emission von langfristigen Bankschuldverschreibungen refinanziert haben.

Refinanzierung der Banken an den Wertpapiermärkten\*

	1966-72	1973-79	1980	1981	1982	1983	1984	1985
in Prozent der Verbindlichkeiten insgesamt								
USA .....	12,3	23,6	28,6	30,6	29,9	25,1	24,1	23,6
Japan .....	8,3	11,7	11,3	10,6	11,7	12,3	13,2	14,3
Deutschland (BR) .....	15,2	18,4	18,8	20,2	22,8	23,0	24,4	24,5
Großbritannien .....		8,1	8,8	11,1	12,2	12,7	12,0	10,1

\* Die Refinanzierung der Banken an den Wertpapiermärkten umfaßt Pensionsgeschäfte, Federal funds sowie große Termineinlagen von Nichtbanken im Fall der USA, Einlagenzertifikate und Bankschuldverschreibungen im Fall Japans, Schuldverschreibungen bewertet zu Marktkursen im Fall Deutschlands und Einlagenzertifikate in allen Währungen im Fall Großbritanniens. Die Angaben für Großbritannien sind erst ab 1975 verfügbar.

Quellen: Angaben und Definitionen der einzelnen Länder.

In einer Reihe von Fällen verdanken die neuen Finanzierungsinstrumente ihre Existenz oder zunehmende Verbreitung den unterschiedlichen in Kraft befindlichen administrativen Beschränkungen. Das Volumen großer marktfähiger Einlagenzertifikate expandierte in Japan, weil sie keinen Zinsbegrenzungen unterlagen und weil die Bestimmungen, die ihre Emission und den Handel mit ihnen einschränken, gelockert wurden. In einigen Ländern emittierten die Banken mehr Bonds und Notes, weil sie nachrangigen Verpflichtungen, die in vieler Hinsicht Geldmarktpapieren ähneln, Eigenkapitalcharakter beimessen durften. In Italien schuf die Beseitigung gesetzlicher Hindernisse für Inlandsgeschäfte von Investmentgesellschaften die Voraussetzungen zu deren starker Expansion in den Jahren 1985/86 und belebte die Wertpapiermärkte.

### Die veränderte Rolle unterschiedlicher finanzieller Institutionen

Trotz der beträchtlichen Zunahme der Neuemission von Wertpapieren und wertpapierähnlichen Instrumenten haben direkte Forderungstitel im weiten Sinne (Schuldverschreibungen und Aktien) nicht an Bedeutung gewonnen. Zwar ist der Anteil der herkömmlichen Einlagen am gesamten Geldvermögen der privaten Haushalte und Unternehmen in einigen größeren Ländern zurückgegangen. Aber dieser Rückgang wurde ausgeglichen durch wachsende Forderungen der privaten Haushalte an Pensionsfonds, Lebensversicherungsgesellschaften, Investmentgesellschaften und sonstigen Kapitalsammelstellen, die allesamt gewöhnlich als institutionelle Anleger bezeichnet werden und einen großen Teil ihrer Mittel in der Form von Wertpapieren halten (s. Tabelle auf S. 76).

Die veränderte relative Bedeutung von Einlageninstituten und institutionellen Anlegern ist kennzeichnend für Schwerpunktverschiebungen zwischen diesen beiden Kategorien von Institutionen in bezug auf die Finanzintermediation und die

Art und den Umfang der übernommenen Risiken. Die institutionellen Anleger übernehmen bereits anstelle der Banken einen Teil des „risk pooling“ und der finanziellen Transformation. Die Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken weisen immer stärkere Ähnlichkeit mit Wertpapieren insofern auf, als ein wachsender Anteil marktfähig ist. Zudem haben die Banken dank neuer Finanzinstrumente wie Swaps, Futures-Kontrakten und Optionsgeschäften mehr Möglichkeiten, ihre Zins-, Devisen- und Cash-flow-Risiken zu begrenzen. Das Kreditrisiko ist hingegen mit diesen Techniken nicht so einfach zu bewältigen. Auf indirekte Weise können sie jedoch hilfreich sein. Beispielsweise können sich die Banken vor erhöhten Kreditrisiken dadurch absichern, daß sie ihre Zinssatz-, Währungs- und Fälligkeiteninkongruenz reduzieren.

Das große Interesse an Wertpapieren, das in hohem Maße auf die zunehmende Bedeutung institutioneller Anleger zurückzuführen ist, ermöglicht es den Banken (zusammen mit der direkteren Berechnung von Zahlungsverkehrsleistungen), ihre Einnahmen aus Gebühren und Provisionen zu erhöhen und ihre Ertragsquellen zu diversifizieren. Gleichzeitig haben die stagnierende Nachfrage nach Bankkrediten seitens erster Adressen und der verschärfte Wettbewerb um Einlagen die Zinserträge weniger stark steigen lassen. In den USA, Deutschland, Großbritannien und Italien sind deshalb in den letzten Jahren die Gebühren und Provisionen relativ zum Zinsüberschuß der Banken tendenziell gestiegen.

Diese Veränderungen im Bankgeschäft gingen mit einer Verschärfung des Wettbewerbs einher, da sich die geschäftlichen Aktivitäten und die Marktfunktionen von Einlageninstituten und institutionellen Anlegern einander angenähert haben. In den Ländern, in denen das Einlagengeschäft und das Wertpapiergeschäft von Gesetzes wegen (USA und Japan) oder aufgrund von Traditionen (Großbritannien) getrennt sind, sind Wettbewerb und Konvergenz in Sparten wie dem Emissionsgeschäft, dem Wertpapierhandel oder der Vermögensverwaltung entstanden. An den internationalen Märkten hat sich der Unterschied zwischen Kreditbanken und Wertpapierbanken noch schneller verflüchtigt als in den nationalen Märkten. Beide Arten von Instituten spielen nunmehr – ungeachtet einer eventuellen institutionellen Abgrenzung im Heimatland – eine bedeutende Rolle an den Euromärkten.

Als Reaktion auf das Zusammenwachsen der von unterschiedlichen Finanzinstituten betriebenen Geschäfte wurden die für die jeweiligen Aktivitäten geltenden administrativen Beschränkungen gelockert. So wurden Zinsreglementierungen und Kreditplafonds vielerorts gelockert oder beseitigt. Frankreich und Japan sind die beiden einzigen großen Industrieländer, in denen Zinsbeschränkungen für Einlagenkonten weiter gelten, aber auch in diesen Ländern sind die Zinsen teilweise liberalisiert worden, entweder durch Lockerung der bestehenden Restriktionen oder durch die Zulassung neuer, nicht regulierter Finanzinstrumente. Ferner gab es im Rahmen des Vollzugs der Geldpolitik eine Abkehr von der Steuerung der Kreditgewährung der Banken oder des gesamten Kreditwachstums, wenngleich es Situationen gibt, bei denen einige Länder dieses Instrument nach wie vor als nützlich ansehen (s. Kapitel VI).

Hingegen rückte die Frage in den Vordergrund, welche Arten von finanziellen Forderungen geschaffen werden dürfen und welche Arten von Geschäften Banken

und anderen Instituten erlaubt sind. In einer Reihe von Ländern gab es im vergangenen Jahr bei der Zulassungspraxis für die Emission finanzieller Forderungstitel erhebliche Veränderungen. Im Juni 1985 wurde in Japan ein Markt für auf Yen lautende Bankakzepte eröffnet. Im Dezember 1985 beschloß die Deutsche Bundesbank, künftig keine Einwendungen mehr gegen die Begebung von handelbaren, auf D-Mark lautenden Einlagenzertifikaten durch in Deutschland ansässige Banken zu erheben und sie ab Mai 1986 der Reservepflicht zu unterwerfen, soweit sie eine Laufzeit von unter zwei Jahren haben. Deutschen Banken wurde auch gestattet, künftig als Konsortialführer bei der Begebung von auf D-Mark lautenden Zero-bonds, variabel verzinslichen Schuldverschreibungen und anderen international bereits eingeführten Anleiheformen tätig zu werden. In den Niederlanden gab es ähnliche Änderungen, und darüber hinaus wurde dort und in Großbritannien die Begebung von Commercial paper gestattet.

Gemessen am Umfang der Palette neuer Finanzprodukte fand die umfassendste regulative Reform im vergangenen Jahr in Frankreich statt. Im März 1985 wurde den Banken die Begebung von Einlagenzertifikaten gestattet, die nunmehr eine Laufzeit zwischen sechs Monaten und sieben Jahren aufweisen können. Seit Anfang 1986 dürfen Unternehmen Commercial paper unter der Voraussetzung begeben, daß eine Beistandsverpflichtung seitens eines Finanzinstituts besteht. Seit Dezember 1985 ist es Unternehmen und Privatpersonen gestattet, Schatzwechsel zu erwerben, was früher nur Banken oder spezifischen Anlegergruppen möglich war. Die verbliebenen Beschränkungen bremsen jedoch die Verbreitung der neuen Produkte. Dazu gehören vor allem Laufzeitbeschränkungen und eine Stückelungsuntergrenze von FF 5 Mio. für alle diese Instrumente.

Was die Beschränkung der Bankaktivitäten anbelangt, so geht es vor allem um das Wertpapiergeschäft und um geographische Restriktionen, wobei letztere nur in den USA intern von Bedeutung sind. In der Tat wurden die gesetzlichen Bestimmungen, die die Geschäftstätigkeit einer Bank auf einen US-Staat beschränken, mit der Gründung von begrenzt Finanzdienstleistungen anbietenden „Nichtbank-Banken“, die entweder Einlagen entgegennehmen oder gewerbliche Kredite vergeben, ebenso unterlaufen wie durch die Entscheidung einzelner Bundesstaaten, staatenfremde Banken – häufig zunächst regional – zuzulassen. Die geographische Expansion kann sowohl den einzelnen Instituten als auch dem Finanzsystem insgesamt Vorteile bringen. Eine derartige Expansion erleichtert im allgemeinen die Diversifizierung der Portefeuilles und gibt einem Institut die Chance, seine Basis stabiler Privatkundeneinlagen zu vergrößern. Das Betreiben einer größeren Vielfalt von Bankgeschäften in einem größeren Gebiet stellt allerdings auch höhere Anforderungen an das Betriebs- und Kontrollsystem der Bank.

Die Banken entwickeln ein zunehmendes Interesse am Wertpapiergeschäft, da die Tätigkeit im Broker- und im Emissionsgeschäft, wenn sie erlaubt ist, die Erwirtschaftung anderer als Zinserträge ermöglicht. Das Wertpapiergeschäft ermöglicht es den Banken, ihre Ertragsquellen zu diversifizieren und beansprucht das Eigenkapital weniger als das Kreditgeschäft. Wenn erst einmal die Barrieren für das nationale wie das grenzüberschreitende Wertpapiergeschäft gesenkt worden sind, werden Steuern auf Wertpapiertransaktionen einen größeren Teil der Transaktionskosten

ausmachen. Steuerliche Unterschiede werden dann stärker als bisher das auf den jeweiligen Märkten abgewickelte Transaktionsvolumen beeinflussen. In letzter Zeit ist die Forderung der Finanzinstitute, derartige Steuern zu senken oder aufzuheben, lauter geworden.

### **Neuere Probleme der finanziellen Stabilität**

Vor dem Hintergrund des anhaltenden strukturellen Wandels auf den Finanzmärkten war 1985 ein Jahr gegensätzlicher Entwicklungen im Bankgewerbe. Zahlreiche internationale Banken führten die seit der Schuldenkrise von 1982 notwendig gewordene Konsolidierung ihrer Bilanzen fort, während einige Banken und andere Finanzinstitute (besonders in Nordamerika) mit hohen Engagements gegenüber einigen Sektoren ihrer eigenen Wirtschaft Probleme mit der Qualität ihrer Forderungen hatten.

Was die Schwierigkeiten mit der Qualität der Forderungen anbelangt, mit denen einige Banken im abgelaufenen Jahr zu kämpfen hatten, so rührten sie von einer Kombination sich wechselseitig beeinflussender Faktoren wie der stabilitätspolitisch bedingten Anpassung, starken Wechselkursschwankungen und größeren Veränderungen bei den relativen Preisen von Welthandelsgütern. In den USA fand die Flaute im Landwirtschafts- und Energiesektor ihren Niederschlag in der Geschäftslage einiger Kreditinstitute, die das Kreditgeschäft mit diesen Wirtschaftszweigen betreiben. Für die Landwirtschaft der Vereinigten Staaten war 1985 ein weiteres Jahr stagnierender Einkommen. Diese Bedingungen erschwerten weiterhin den Kapital- und Zinsendienst für einen erheblichen Teil der in den USA ausstehenden landwirtschaftlichen Kredite. Schätzungen zufolge hatte ein Drittel der ganztägig auf Großfarmen tätigen Produzenten im letzten Jahr finanzielle Schwierigkeiten. Die US-Geschäftsbanken als Gruppe haben rund 20% der an die Landwirtschaft insgesamt ausgereichten Kredite in ihrem Portefeuille. Die Finanzschwäche im US-Agrarsektor verursachte den Zusammenbruch mehrerer Landwirtschaftsbanken, deren Probleme sich durch eine weitere Auszehrung des Werts der für Agrardarlehen hingegebenen Sicherheiten – eine Folge des anhaltenden Rückgangs der Agrarlandpreise – verschärften.

Der jüngste Rückgang der Ölpreise hat in einigen Sparten des Primärenergie-sektors der USA und im Südwesten des Landes zur Verschlechterung der Wirtschaftslage beigetragen. Der Wert der Investitionen in Erdölexplorations- und -bohrvorhaben sowie in der Ölwirtschaft erbrachter Dienstleistungen ging im letzten Jahr weiter zurück. Hinzu kommt, daß in mehreren Städten des Westens und Südwestens der USA 25% der gewerblich genutzten Büroräume leer stehen. Diese Vorgänge haben bei einer Reihe von in diesem Teil der Vereinigten Staaten domizilierten Banken, die regional konzentrierte Kreditportefeuilles halten, zu Schwierigkeiten geführt.

Auch die Wirtschaft in Westkanada ist stark von der Energie abhängig. Die Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit in den westkanadischen Provinzen nach 1982 wurde durch den Rückgang der Ölpreise noch verstärkt, was sich ungünstig auf die Kreditportefeuilles einiger dort tätiger Regionalbanken auswirkte. Zwei

kleinere Banken, die mit solchen Schwierigkeiten zu kämpfen hatten, mußten im letzten Jahr geschlossen werden; dies war der erste Zusammenbruch von Kreditbanken in Kanada seit den zwanziger Jahren; weitere kleine Banken in solider Finanzlage hatten vorübergehend Refinanzierungsschwierigkeiten, als Großeinleger ihre Gelder zu Großbanken verlagerten. Diese Probleme bedrohten jedoch nicht die Stabilität des kanadischen Finanzsystems im ganzen.

Der jüngste erhebliche Rückgang der langfristigen Zinsen in den USA wird mit Sicherheit den auf der Landwirtschaft und dem Energierohstoffsektor lastenden Schuldendienst etwas erleichtern. Zudem sollte der niedrigere Außenwert des US-Dollar die Exportaussichten der amerikanischen Landwirtschaft verbessern. Allerdings kämpfen diese Sektoren mit Schwierigkeiten, die nicht nur konjunktureller Natur sind, sondern mit veränderten langfristigen Wirtschaftsperspektiven in der Landwirtschaft und Energiewirtschaft sowohl in Nordamerika als auch in anderen Ländern zusammenhängen.

Wirtschaftliche Schwierigkeiten auf den Rohstoffmärkten haben einigen Kreditbanken außerhalb Nordamerikas Probleme bereitet. Die Einstellung des Zinnhandels an der Londoner Metallbörse als Folge einer in der Grundtendenz schwachen Nachfrage nach Zinn ließ Verlustrisiken bei jenen Banken entstehen, die einen vom internationalen Zinnrat gesteuerten Preisstabilisierungsmechanismus finanziert hatten, aber auch bei anderen Marktakteuren. Verringerte Aktivitäten im internationalen Seetransport führten zu einer angespannten Lage bei den Reedereien und im Schiffbau und zu Schwierigkeiten bei Banken vor allem in Asien, die das Finanzierungsgeschäft in dieser Sparte betreiben.

Einige Finanzinstitute außerhalb Nordamerikas hatten zudem Probleme mit ihrem Realkreditportefeuille. Mit Anfang der achtziger Jahre einsetzender Rezession erlitt beispielsweise die Bauindustrie in den Niederlanden einen erheblichen Rückgang der Geschäftstätigkeit. Der gewerbliche Bau war besonders stark betroffen und hat sich davon bis jetzt noch nicht erholt. Dies führte zu Schwierigkeiten bei einigen Hypothekenbanken in diesem Land.

Wenn auch sektorale Probleme für Banken in einigen Ländern weiter fortbestehen dürften (die Auswirkungen des jüngsten Ölpreistrückgangs sind ja noch nicht voll spürbar), so demonstrierte gleichwohl das internationale Bankensystem als Ganzes im Jahr 1985 seine Widerstandsfähigkeit, indem es seine Kapitalbasis weiter erheblich stärkte. In den meisten Industrieländern verzeichneten die Banken beachtliche Ertragssteigerungen, die teilweise auf fallende Zinsen, teilweise aber auch auf andere Faktoren zurückzuführen waren, vor allem auf die außerordentlich stark gestiegenen Provisionseinnahmen. Die höheren Gewinne ermöglichten beträchtliche Zuführungen zu Kapital und Reserven der Banken sowie höhere Rückstellungen für Verlustrisiken im Kreditgeschäft. Die Hausse an den Aktienmärkten erhöhte den Marktwert des Haftungskapitals der Banken, was mehrere europäische Großbanken veranlaßte, junge Aktien zur Zeichnung anzubieten. In Ländern wie Großbritannien und den Vereinigten Staaten, die es zulassen, nachrangige Verbindlichkeiten für Zwecke der Bankenaufsicht zum Haftungskapital zu rechnen, verstärkten einige bedeutende Banken weiter ihre Kapitalbasis, indem sie „ewige“ Anleihen oder andere Arten von Fremdkapital begaben. Diese Verbesserungen

bei Erträgen, Kapitalstruktur und Risikovorsorge der Banken sind besonders in einer Zeit zu begrüßen, in der das Bankgewerbe einem raschen strukturellen Wandel unterworfen ist.

### **Finanzinnovationen und finanzielle Stabilität – eine Bewährungsprobe für die Bankenaufsicht**

Seit Beginn der achtziger Jahre mußten sich die für die Beaufsichtigung des Kreditwesens und die Regulierung der Finanzmärkte zuständigen Stellen zwei großen Herausforderungen stellen. Die erste, die in die frühen achtziger Jahre zurückreicht, entstand überwiegend in Zusammenhang mit der nach dem zweiten Ölpreisschub in den Industrieländern eingeleiteten Stabilitätspolitik. Die zweite, die neueren Datums ist, stellen die finanziellen Innovationen dar (sowohl das Entstehen vielfältiger neuer Finanzierungsformen als auch der strukturelle Wandel an den Finanzmärkten), welche die Aufsichtsbehörden vor neue Probleme hinsichtlich der Konzipierung und des Vollzugs der bankenaufsichtlichen Regelungen stellen. Angesichts der zunehmenden gegenseitigen Durchdringung der Finanzmärkte haben beide Herausforderungen eine internationale ebenso wie eine nationale Komponente.

Die erste Bewährungsprobe kulminierte in dem Ausbruch der internationalen Verschuldungskrise im Jahr 1982, wobei die Reaktion der Aufsichtsbehörden vorwiegend aus Maßnahmen bestand, die die Widerstandskraft der Banken gegenüber Verlusten stärken sollten. Die im vergangenen Jahr vielfach von Banken durchgeführte Erhöhung des Eigenkapitals und der Rückstellungen für zweifelhafte internationale Forderungen war eine Fortsetzung der in den frühen achtziger Jahren in Gang gekommenen Entwicklungen und maßgeblich von den Aufsichtsbehörden beeinflusst. Die von den Banken häufig auf Anordnung oder Empfehlung ihrer Aufsichtsbehörden ergriffenen Maßnahmen variierten von Land zu Land. In einigen Ländern lag der Nachdruck auf der Verbesserung der Eigenkapitalbasis, in anderen auf der Bildung von Rückstellungen. Diese unterschiedlichen Maßnahmen haben zu einer erheblichen Stärkung der Bilanzen führender internationaler Banken beigetragen. In vielen Fällen müssen diese Bemühungen jedoch angesichts der ungewissen Aussichten in einigen Sektoren der inländischen Wirtschaft und der prekären Lage einiger Schuldnerländer fortgesetzt werden.

Die durch Finanzinnovationen verursachte Herausforderung bezieht sich zum Teil auf die sehr starke Ausweitung der bilanzunwirksamen Aktivitäten der Banken, von denen einige weiter oben erörtert wurden. Grundsätzlich unterscheiden sich die mit der Verwendung dieser neuen Finanzinstrumente verbundenen Risiken nicht von denen, die das traditionelle Bankgeschäft birgt. In der Tat ist das schnelle Vordringen neuer Arten bilanzunwirksamer Geschäfte teilweise eine Reaktion der Banken auf die in den letzten Jahren verschärften Eigenkapitalanforderungen bezüglich ihrer bilanzwirksamen Aktiva.

Die Aufgaben der Bankenaufsicht mit Blick auf diese neuen bilanzunwirksamen Aktivitäten kann man unter vier Punkten zusammenfassen: Erstens müssen

sie darauf achten, daß das interne Kontrollsystem der Banken diese Aktivitäten in angemessener Weise erfaßt; zweitens müssen die Bankausweise so geändert werden, daß sie diese Geschäfte enthalten; drittens müssen die bankenaufsichtlichen Meldungen entsprechend erweitert werden; und viertens muß das bankenaufsichtliche Überwachungssystem die Geschäfte „außer Bilanz“ hinreichend erfassen. Was letzteren Punkt angeht, so haben mehrere wichtige Industrieländer – Deutschland, Japan, die Niederlande, Großbritannien und die USA – die Eigenkapitalanforderungen auf Note Issuance Facilities (NIF) und andere unwiderrufliche Back-up-Engagements sowie – in einigen Fällen – auf weitere neuartige bilanzunwirksame Finanzierungstechniken der Banken ausgedehnt, oder sie planen dies.

Der andere die Bankenaufsicht als Folge der jüngsten Finanzinnovationen angehende Fragenkomplex steht in Zusammenhang mit der schrittweisen Aufhebung der bislang in vielen Ländern bestehenden Spartentrennung zwischen dem Kredit- und Einlagengeschäft einerseits und dem Wertpapiergeschäft und anderen Finanzaktivitäten andererseits. Wie beispielsweise wirkt sich auf die Bankenaufsicht aus, daß einige Kreditinstitute Teil eines größeren Finanzimperiums sind? Und wenn Teile eines solchen Konzerns jeweils unterschiedlichen Aufsichtsbehörden unterstellt sind, wie können diese ihre Aufsicht koordinieren? Die Verschmelzung der Aktivitäten verschiedener Anbieter von finanziellen Dienstleistungen muß durch ein weniger aufgesplittertes Vorgehen der Aufsichtsbehörden ergänzt werden.

Die internationalen Aspekte dieser Herausforderung sind kaum weniger wichtig als die nationalen. Angesichts der eng wie noch nie zuvor miteinander verbundenen nationalen Kreditsysteme schaffen nicht gegenseitig aufeinander abgestimmte nationale Aufsichtsregeln einen Anreiz für Banken und andere Finanzinstitute, von stark regulierten auf weniger regulierte Zentren überzuwechseln, mit der Folge höherer Risikoengagements, die langfristig gesehen die Effizienz und Stabilität des Finanzsystems beeinträchtigen könnten. Gleichzeitig bestehen große traditionell gewachsene Unterschiede zwischen den nationalen Bankensystemen und deren Überwachung weiter, in einigen Fällen Unterschiede bezüglich der Begrenzung der Geschäftstätigkeit der Finanzinstitute durch das Gesetz. Die Aufsichtsbehörden werden deshalb ihre Aktivitäten auf internationaler Ebene koordinieren müssen, um ähnliche Ziele innerhalb unterschiedlicher nationaler Rahmenbedingungen erreichen zu können.

Die Stärkung der Eigenkapitalbasis der Banken in den letzten Jahren erfolgte bis zu einem gewissen Grad auf der Grundlage einer untereinander abgestimmten Vorgehensweise. Zu Beginn der achtziger Jahre waren sich die Länder der Zehnergruppe einig, daß die in den späten siebziger Jahren in Gang gekommene Auszehrung des Eigenkapitals der Banken zum Stillstand gebracht und, wenn möglich, rückgängig gemacht werden mußte. In letzter Zeit haben sie einige Fortschritte bei der Koordinierung ihrer Verfahren zur Messung einer ausreichenden Kapitaldecke erzielt. Die Standards für eine ausreichende Kapitalausstattung und die tatsächliche Stärke der Eigenkapitalbasis der Banken variieren jedoch von Land zu Land nach wie vor recht deutlich. Angesichts des immer stärkeren Zusammenwachsens der nationalen Finanzmärkte stellt dies einen Anachronismus dar.

Die bankaufsichtliche Behandlung der neuen bilanzunwirksamen Aktivitäten der Finanzinstitute steht noch in ihren Anfängen. Deshalb sollte hier die internationale Koordinierung bankaufsichtlicher Kontrollmaßnahmen theoretisch weniger problematisch sein als in den Bereichen, in denen lang etablierte Unterschiede zwischen nationalen Praktiken bestehen. Was die internationalen Aspekte der Aufsicht über neu entstandene Finanzkonzerne anbelangt, so geht es vor allem um die Überwachung der einzelnen Teile der Konzerne, die in verschiedenen Ländern domiziliert sind.

Die Herausforderungen, denen sich die Aufsichtsbehörden gegenwärtig gegenübersehen, sollten jedoch nicht vergessen lassen, daß die Hauptverantwortung für ein gesundes Bankensystem beim Management der einzelnen Institute liegt. Die Verantwortung des finanziellen Managements hat in der Tat zugenommen, seitdem national wie international mehr Wettbewerb auf einer größeren Vielfalt von Finanzmärkten möglich ist und weniger Beschränkungen hinsichtlich der Art der ausgeübten Geschäftstätigkeit und der verwendeten Finanzinstrumente bestehen. Die Aufgabe der Bankenaufsicht ist es, Rahmenbedingungen zu schaffen, unter denen die heutige integrierte Finanzwelt ihrer Verantwortung entsprechend tätig sein kann.

## V. INTERNATIONALE FINANZMÄRKTE

### Schwerpunkte

Belebt durch den Abwärtstrend der Zinsen, beträchtliche internationale Ungleichgewichte bei den Ersparnissen, bedeutende Entregulierungsmaßnahmen und finanzielle Innovationen, nahm die Geschäftstätigkeit auf den internationalen Finanzmärkten 1985 rasch zu. Das Gesamtvolumen der neu auf den kurz- und langfristigen internationalen Wertpapiermärkten begebenen Finanzierungsinstrumente schnellte um über zwei Drittel nach oben. Selbst die internationalen Brutto-positionen der Banken nahmen nach zwei Jahren langsamen Wachstums deutlich zu. Das Volumen der von Eurobanken begebenen Konsortialkredite sank zwar weiter, da die Banken nach wie vor zögerten, ihr Engagement gegenüber einer beträchtlichen Anzahl hochverschuldeter Länder zu erhöhen, und erstklassige Kapitalnehmer sich den Wertpapiermärkten zuwandten. Gleichwohl behaupteten die Banken ihren Anteil an den internationalen Kreditströmen, indem sie ihre Präsenz auf den Wertpapiermärkten dramatisch verstärkten, und zwar nicht nur als Finanzmittler, sondern auch als Kapitalnehmer und Investoren.

Die Bruttowerte der einzelnen Marktsektoren überzeichnen jedoch den tatsächlichen Umfang der 1985 über die internationalen Finanzmärkte geleiteten Neukredite, da sie das äußerst große Volumen der Refinanzierungsgeschäfte enthalten und die stark gestiegene Bedeutung der Banken als Käufer und Emittent von Wertpapieren zum Ausdruck bringen. Abzüglich Refinanzierungsgeschäften, Überschneidungen und Doppelzählungen kann der Zuwachs an internationalen Krediten für 1985 auf rund 10% geschätzt werden – eine Rate, die ungefähr jener der inländischen Kreditausweitung entspricht.

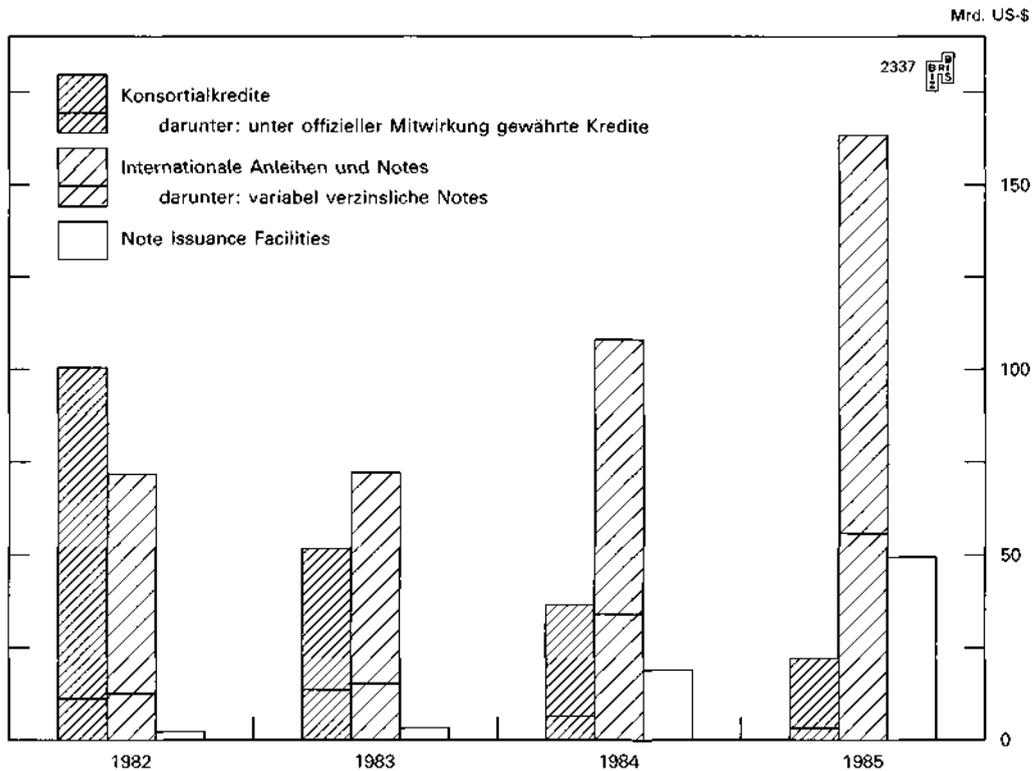
Aus dem Blickwinkel der internationalen Schuldensituation betrachtet, waren die Entwicklungen 1985 nicht völlig zufriedenstellend. Die hochverschuldeten Länder in Lateinamerika und einigen anderen Teilen der Welt machten insgesamt gesehen zu geringe Fortschritte auf dem Weg zu neuer Kreditwürdigkeit, um aus dem günstigen Klima auf den internationalen Finanzmärkten Vorteile ziehen zu können, und sahen sich daher noch immer gezwungen, große Handelsbilanzüberschüsse zu erzielen, um ihren Zinsendienst zu finanzieren. Zwar brachten die sinkenden Zinsen eine beträchtliche Entlastung, doch hatte das erneut verschlechterte internationale Handelsklima – langsames Exportwachstum, sinkende Rohstoffpreise und der Zusammenbruch der Ölpreise – für einige dieser Länder einen wirtschaftlichen Rückschlag zur Folge. Vor diesem Hintergrund brachte die neue, vom US-Finanzminister entworfene Schuldenstrategie, die darauf abzielte, die internationale Verschuldungskrise durch Strukturreformen und eine Wiederbelebung des Wirtschaftswachstums in den Schuldnerländern allmählich zu entschärfen, einen neuen Hoffnungsschimmer. Der Erfolg dieser Strategie wird jedoch nicht nur von der uneingeschränkten Zusammenarbeit der Schuldnerländer mit den Banken und

von einer höheren Finanzhilfe der internationalen Entwicklungsinstitutionen abhängig sein, sondern auch von einem angemessenen Wirtschaftswachstum in den Industriestaaten und einem Offenhalten ihrer Märkte für die Exporte der Entwicklungsländer.

### Das Gesamtbild

Die internationalen Finanzmärkte waren im Jahr 1985 von lebhafter Aktivität und raschem Strukturwandel gekennzeichnet. Die internationalen Anleihebegebungen weiteten sich um mehr als die Hälfte aus, während das Volumen neu vereinbarter mittelfristiger Fazilitäten zur Begebung kurzfristiger Eurogeldmarktpapiere (Note Issuance Facilities, NIF) mehr als zweieinhalbmal so groß war wie 1984. Demzufolge stieg der Gesamtbetrag der bekanntgegebenen neuen Mittelaufnahme an den kurz- und langfristigen internationalen Wertpapiermärkten von \$ 127 Mrd. im Jahr 1984 auf \$ 213 Mrd. im abgelaufenen Jahr, das ist nahezu das Dreifache des zwei Jahre zuvor verzeichneten Betrags. Auch das internationale Kreditgeschäft der Banken gewann nach zwei Jahren langsamen Wachstums an Fahrt (wenn auch der Bereich der Konsortialkredite weiter schrumpfte), so daß die grenzüberschreitenden

Trends auf den internationalen Finanzmärkten 1982–85\*



\*Die Daten basieren auf Angaben der Bank von England und wurden dem Bekanntgabedatum entsprechend registriert.

Forderungen der Banken in konstanten Dollarwerten Ende 1985 den ein Jahr zuvor erreichten Betrag um \$ 222 Mrd. oder fast 10% übertrafen.

Diese Bruttogrößen der einzelnen Marktbereiche überzeichnen freilich die tatsächliche Zunahme der internationalen Kreditströme im letzten Jahr. Erstens führten die tendenziell sinkenden Zinsen, die fortgesetzte Verringerung der erstklassigen Kunden berechneten Zinsaufschläge und die Entwicklung neuer, den Bedürfnissen einzelner Kreditnehmergruppen besser angepaßter Finanzinstrumente zu einer Flut von Refinanzierungen. Für die internationalen Anleihemärkte z.B. kann geschätzt werden, daß der Gesamtbetrag der Rückkäufe und Tilgungen von rund \$ 25 Mrd. im Jahr 1984 auf \$ 39 Mrd. anstieg, das ist fast das Dreifache des Niveaus von 1982. Ferner wurde ein recht beträchtlicher Teil der netto \$ 125 Mrd. betragenden Neubegebungen – insbesondere jene mit variablen Zinsen – verwendet, um ausstehende Bankkredite oder andere Verschuldungstitel abzulösen. Dies trifft auch auf einen bedeutenden Teil der neuen NIF und der Konsortialkredite zu.

Zweitens scheint es, daß bisher nur ein beschränkter Betrag, etwa 20%, der Gesamtsumme per Ende 1985 vereinbarter NIF in Höhe von \$ 75 Mrd. in Anspruch genommen worden ist, während ein beträchtlicher Teil eher der Absicherung anderer Arten von Kreditbeschaffungsformen diene. Drittens war das beschleunigte Wachstum der Aggregate des internationalen Bankgeschäfts im vergangenen Jahr großenteils die Folge der raschen Ausweitung des Interbankmarktes im Berichtsbereich. Das geschätzte Volumen neuer Endausleihungen war nach Abzug der aus solchen Zwischenbankgeschäften resultierenden Doppelzahlungen nur mäßig höher als 1984. Viertens nahm das Ausmaß der Überschneidungen zwischen dem Bankensektor und den Wertpapiermärkten zu, seit die Banken selbst große Kreditnehmer und starke Investoren auf diesen Märkten geworden sind. Die sich aus den Überschneidungen ergebenden Doppelzahlungen können recht grob auf ungefähr \$ 55 Mrd. geschätzt werden, verglichen mit \$ 28 Mrd. 1984 und \$ 8,5 Mrd. 1982.

Nach Abzug sowohl der Refinanzierungen und der verschiedenen Elemente der Doppelzahlungen kann der Gesamtbetrag der 1985 über die internationalen Finanzmärkte geleiteten Neukredite auf ungefähr \$ 170 Mrd. veranschlagt werden. Das waren nur um \$ 25 Mrd. mehr als der entsprechende Wert des Jahres 1984, obwohl sich das Wachstum in Bruttowerten stark beschleunigte, und ist immer noch etwas niedriger als der 1981 erreichte Höchstwert von \$ 190 Mrd. Zwar enthalten diese Werte nicht die auf der Basis von NIF begebenen und von Nichtbanken gehaltenen Geldmarktpapiere, worüber derzeit nur wenig Informationen erhältlich sind, doch scheint, daß weniger als 50% des umlaufenden Betrags dieser Papiere von Nichtbanken übernommen worden sind. Es ist daher trotz des raschen Wachstums dieses Marktsektors unwahrscheinlich, daß durch diese Nichterfassung der Wert der 1985 über die internationalen Finanzmärkte geleiteten Neukredite um mehr als \$ 5 bis 7 Mrd. unterzeichnet wird.

Ferner ist angesichts der zunehmenden Globalisierung der Finanzmärkte offensichtlich, daß die internationalen Märkte den nationalen Märkten einiges an Geschäften entzogen haben. Daher ist das auf den internationalen Märkten insgesamt herausgelegte Neukreditvolumen kein entsprechender Nettobetrag, der den gesamten Weltkreditströmen zuzuzählen ist. So waren japanische Unternehmen auf

**Nettokreditvergabe auf den internationalen Märkten (Schätzung):  
Veränderung der Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken und  
internationale Wertpapieremissionen**

	Wechselkursbereinigte Veränderungen						Stand Ende 1985
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	
	Milliarden US-Dollar						
Internationale Kreditvergabe der berichtenden Banken, insgesamt <sup>2</sup> .....	241,1	264,8	180,5	103,7	122,7	221,5	2512,7
abzüglich Doppelzählungen wegen Weitergabe zwischen den berichtenden Banken .....	81,1	99,8	85,5	18,7	32,7	121,5	1032,7
A = internationale Ausleihungen der Banken (netto) <sup>3</sup>	160,0	165,0	95,0	85,0	90,0	100,0	1480,0
Emissionen von Euro- und Auslandsanleihen .....	39,4	44,0	71,7	72,1	108,1	163,6	.
abzüglich Tilgungen und Rückkäufen .....	11,4	12,0	13,2	14,1	25,1	38,6	.
B = internationale Anleihefinanzierung (netto) .....	28,0	32,0	58,5	58,0	83,0	125,0	550,0
C (A + B) = Finanzierungen über Banken und durch Anleihen, insgesamt .....	188,0	197,0	153,5	143,0	173,0	225,0	2030,0
abzüglich Doppelzählungen <sup>4</sup> .....	8,0	7,0	8,5	13,0	28,0	55,0	130,0
D = Finanzierungen über Banken und durch Anleihen, insgesamt (netto) .....	180,0	190,0	145,0	130,0	145,0	170,0	1900,0

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

den internationalen Anleihemärkten wichtige Kapitalnehmer, wobei ein großer Teil der von ihnen begebenen Anleihen den Portefeuilles der Banken und anderer Anleger in Japan einverleibt wurde.

Die Faktoren, die 1985 das Wachstum, die Struktur und die sektorale Verteilung der internationalen Kreditströme bestimmten, waren im Grunde die gleichen wie in den vorangegangenen Jahren, wenn auch mit einigen neuen Nuancen und Verschiebungen ihrer Bedeutung zueinander.

Der dominierende Einfluß im internationalen Bankgeschäft ergab sich weiterhin aus dem Fortbestand eines „gespaltenen“ Kreditmarktes. Für viele hochverschuldete Länder, insbesondere jene der dritten Welt, war der Zugang zu internationalen Bankkrediten weiterhin sehr schwierig. Die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber diesen Ländern gingen denn auch im vergangenen Jahr – nach Abzug der unter offizieller Mitwirkung gewährten Finanzierungspakete – zurück, wenn auch die Zahlen durch Wertberichtigungen und den Verkauf von Kreditforderungen mit Abschlag beeinflusst sein könnten. Gleichzeitig litten die

Banken unter einem Mangel an erstklassigen Kunden aus den Industriestaaten, wobei der Wettstreit um solche Kreditnehmer die Ausleihemargen weiter drückte. Das internationale Verschuldungsproblem und in einigen Fällen Forderungsausfälle im Inland untergruben jedoch den so empfundenen Vorteil der Banken hinsichtlich der dem Anleger gebotenen Sicherheit. Folglich waren erstklassige Großkreditnehmer trotz der geringen Bankkreditspannen in der Lage, auf den Wertpapiermärkten Finanzmittel zu niedrigeren Kosten aufzubringen als über den Bankensektor.

Außerdem verlieh die Bevorzugung marktfähiger Aktiva durch die Banken selbst, zusammen mit deren Bedarf an einem stabileren Mittelaufkommen, dem Wachstum der Wertpapiermärkte einen kräftigen Auftrieb. Schätzungsweise ein Drittel der im vergangenen Jahr neu begebenen internationalen Wertpapiere wanderte in die Portefeuilles der Banken (ohne Banken in den USA). Gleichmaßen vereinigten die Banken auf der Herkunftsseite ihrer Bilanz fast 60% der Emissionssumme variabel verzinslicher Obligationen (Floating Rate Notes, FRN) auf sich. In einer Reihe von Ländern, namentlich den Vereinigten Staaten und Großbritannien, kann das durch solche Emissionen aufgebrachte Kapital unter bestimmten Bedingungen als Primärkapital im Sinne aufsichtsrechtlicher Zwecke eingestuft werden.

Darüber hinaus war die Suche der Banken nach alternativen Ertragsquellen, die keine Ausweitung ihrer Bilanz und keine Verringerung ihrer Eigenkapitalquoten mit sich bringen, eine wichtige Ursache für die rasche Entwicklung der Märkte für Euronotes und Euro-Commercial paper, auf denen die Banken als Garantiegeber, Arrangeur und Händler eine wichtige Rolle spielen konnten. Aus dem gleichen Grund verstärkten die Banken neben ihrer Präsenz als Kapitalnehmer und Anleger ihre Finanzmittlertätigkeit auf den Anleihenmärkten, was oftmals durch den Erwerb von Mehrheitsbeteiligungen an anderen im Wertpapierhandel und -emissionsgeschäft tätigen Finanzinstituten erfolgte. Desgleichen spielten die Kreditbanken bei neuen Finanzinstrumenten wie Swap- und Optionsgeschäften sowie „forward rate agreements“ zunehmend eine Rolle als Händler und Marktgestalter, wobei sie ihre nicht bilanzwirksamen Aktivitäten und Engagements stark ausweiteten. Daraus resultierende höhere Provisionseinkommen, die möglicherweise auch mit der Gefahr einhergehen, daß neue und nicht voll übersehbare Risikokonzentrationen heraufbeschworen werden, halfen den Banken, ihre Eigenkapitalbasis zu stärken, ihre Kapitalrelationen zu verbessern und sich gegen die von der internationalen Verschuldungskrise und inländischen Kreditproblemen ausgehenden negativen Einflüsse zu wappnen.

Abgesehen von freiwilligen und unfreiwilligen Beiträgen der Banken zum Wachstum der Wertpapiermärkte, zog die internationale Emissionstätigkeit 1985 aus einer Reihe weiterer Stimuli Nutzen: dem anhaltenden Abwärtstrend der langfristigen Zinsen sowie den damit einhergehenden Möglichkeiten für Kapitalgewinne und kostengünstigere Refinanzierung; den beträchtlichen Ungleichgewichten der Ersparnisse zwischen den Industriestaaten; der zunehmenden Bedeutung institutioneller Anleger mit wachsender internationaler Orientierung; nationalen, die Kanäle für internationale Kapitalflüsse öffnenden Entregulierungsmaßnahmen; und der Innovationsfreudigkeit und Flexibilität der Wertpapiermärkte selbst.

Betrachtet man die Entwicklungen im Berichtszeitraum aus einem etwas längerfristigen Blickwinkel, so war das verstärkte Zusammenwachsen verschiedener Märkte und Marktsektoren eine auffällige Entwicklung. Dies hing teilweise mit dem Entstehen einer Vielfalt von Instrumenten mit gleichartigen Ausstattungsmerkmalen wie übertragbaren Konsortialkrediten, FRN und NIF zusammen. Diese Finanzinstrumente sind in zunehmendem Ausmaß direkt gegeneinander substituierbar, wobei ihre Verwendung und ihre Vorteile von Faktoren abhängen wie der Liquidität des Marktes, den Anlegerinteressen, der Flexibilität der Emission, den möglichen Arbitragegelegenheiten und schließlich den relativen Kosten. Demzufolge dürften, obwohl der allgemeine Trend in Richtung marktfähiger Instrumente fest gesichert erscheint, die spezifischen zur Kapitalaufnahme verwendeten Finanzinstrumente in Abhängigkeit von dem jeweils gegebenen finanziellen und wirtschaftlichen Umfeld kurzfristig gewechselt werden.

Diese leichtere Substituierbarkeit der verschiedenen Schuldtitel, die stark gewachsene Bedeutung der Banken als Anleger und Schuldner auf den Wertpapiermärkten und die Entwicklung neuer Finanzierungsinstrumente wie der eine Reihe von heterogenen Merkmalen einschließenden NIF, haben die Grenzen zwischen den verschiedenen Marktsektoren immer unschärfer werden lassen. Dies gilt insbesondere hinsichtlich der Unterschiede zwischen dem kurz- und dem langfristigen Markt sowie zwischen Bankkredit- und Kapitalmärkten. Ferner führte die wachsende gegenseitige Durchdringung verschiedener Marktsektoren zu einem weitgehenden Abbau der Trennung zwischen den inländischen und den internationalen Märkten. In dieser Hinsicht hat die Entregulierung eine wichtige Rolle gespielt, während des Jahres 1985 insbesondere in den Nichtdollarbereichen. Freilich waren auch die verbliebenen regulatorischen Hindernisse von einiger Bedeutung, indem sie bestimmte Arten von Arbitragetechniken und Finanzflüssen auslösten.

Die zunehmende globale Verschmelzung der Finanzmärkte war insbesondere im Fall der USA eindrucksvoll. Die Abschaffung der Quellensteuer zur Jahresmitte 1984 führte sowohl zu schmaler werdenden Renditedifferenzen zwischen inländischen und Euromarktemissionen als auch zu knapper kalkulierten Konditionen. Außerdem werden auf den internationalen Wertpapiermärkten die Konditionen neuer Emissionen in abnehmendem Maße unter Bezug auf jene Richtzinssätze festgelegt, die von Euromarktbanken in Rechnung gestellt werden, sondern beziehen sich eher auf die Rendite von US-Schatzpapieren. Die Entstehung der NIF und verwandter Finanzierungsinstrumente hat die wechselseitigen Beziehungen zwischen dem US-Geldmarkt und dem internationalen Markt für kurzfristige Wertpapiere vertieft. Ein hervorstechendes Merkmal der Berichtsperiode war schließlich, daß sich Finanzinstrumente wie FRN, Nullkuponanleihen und Einlagenzertifikate, die zuvor hauptsächlich in den Vereinigten Staaten und am Eurodollarmarkt verwendet worden waren, auf andere Währungssektoren ausbreiteten.

### **Der internationale Bankensektor**

*Die Entwicklung der Gesamtaggregate.* In laufenden Dollarwerten beschleunigte sich im vergangenen Jahr das Wachstum des internationalen Bankgeschäfts dramatisch, insbesondere auf der Verwendungsseite der Bilanzen der Banken, näm-

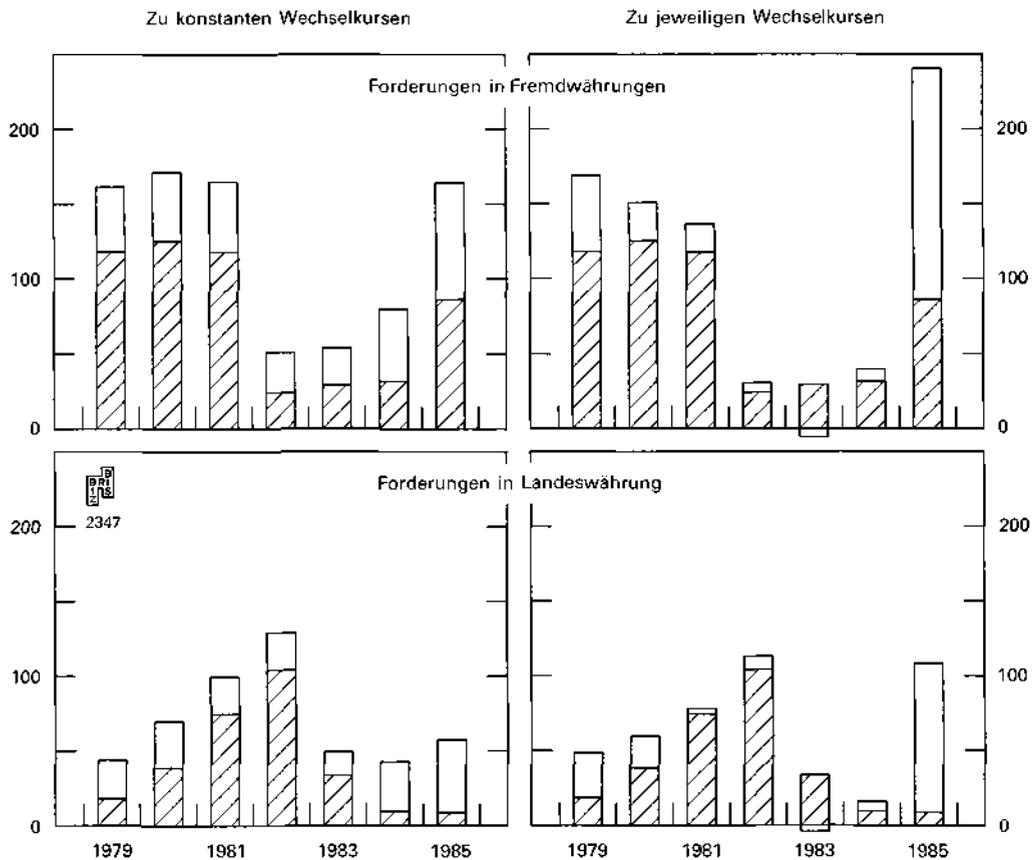
lich von \$ 57 Mrd. im Jahr 1984 auf \$ 349 Mrd. Freilich war diese Entwicklung weitgehend die Folge von Bewertungseffekten aus Wechselkursbewegungen. Während die Dollaraufwertung 1984 den Dollarwert der Bankpositionen in Währungen wie der D-Mark, dem Schweizer Franken und dem Yen verringert hatte, zeitigte der rasche Fall des Dollar 1985 die gegenteilige Wirkung. Aber selbst wenn diese Bewertungsänderungen außer Betracht gelassen werden, war das beschleunigte Wachstum der Auslandsaktiva der berichtenden Banken von \$ 123 Mrd. im Jahr 1984 auf \$ 222 Mrd. im vergangenen Jahr recht bemerkenswert. Eine gleichermaßen starke Wachstumsbeschleunigung, und zwar von \$ 27,6 auf 62,7 Mrd., verzeichneten ferner die Fremdwährungsforderungen der Banken im Inland.

Das stärkere Wachstum des internationalen Bankgeschäfts im vergangenen Jahr war in erster Linie die Folge des rasch expandierenden Zwischenbankgeschäfts

Veränderung der Auslandsaktiva der an die BIZ berichtenden Banken zu konstanten und jeweiligen Wechselkursen 1979–85

Jahreswerte in Milliarden US-Dollar

Sonstige Währungen  
 US-Dollar



im Berichtsgebiet selbst (s. nachstehende Tabelle). Die im Jahr 1985 äußerst starke Zunahme dieser Interbankforderungen (um \$ 232 Mrd.), die sowohl grenzüberschreitende Positionen als auch inländische Fremdwährungsforderungen umfassen, scheint die Folge einer Reihe von Entwicklungen zu sein: der wachsenden Bedeutung der Banken auf den internationalen Wertpapiermärkten als Mittler ebenso wie als Käufer und Emittent; von Kurssicherungs- und Arbitragegeschäften auf der Basis von Devisenmarktentwicklungen und Erwartungsveränderungen; der ausgesprochen kräftigen Expansion der internationalen Aktivitäten japanischer Banken, die teilweise als Reaktion auf verschiedene Entregulierungsmaßnahmen erfolgte; und der Bedeutung des Bankensektors in den USA als Kapitalnehmer auf dem internationalen Bankenmarkt.

*Herkunft und Verwendung internationaler Bankmittel.* Infolge des Übergewichts der Zwischenbankgeschäfte brachte das raschere Wachstum der zusammengefaßten internationalen Bankenpositionen im vergangenen Jahr keine viel stärkere Zunahme des Endbetrags der ausstehenden internationalen Bankkredite mit sich.

Ausgewählte Merkmale des internationalen Geschäfts der an die BIZ berichtenden Banken

	Forderungen					Verbindlichkeiten				
	Wechselkursbereinigte Veränderungen				Stand Ende 1985	Wechselkursbereinigte Veränderungen				Stand Ende 1985
	1981	1983	1984	1985		1981	1983	1984	1985	
Milliarden US-Dollar										
Grenzüberschreitende Positionen gegenüber:										
1. Länder außerhalb des Berichtsgebiets . . . . .	65,7	27,9	14,2	18,7	620,0	16,6	1,2	29,6	16,1	399,3
2. Banken innerhalb des Berichtsgebiets . . . . .	160,8	65,4	92,1	179,7	1504,9	159,3	81,1	105,7	191,9	1667,9
3. Nichtbanken innerhalb des Berichtsgebiets . . . . .	31,6	6,0	16,4	19,2	336,4	50,6	23,1	13,6	21,3	350,7
4. Nicht aufteilbar . . . . .	6,7	4,4	—	3,9	51,4	11,2	3,7	— 1,4	1,3	58,5
Grenzüberschreitende Positionen zusammen . . . . .	264,8	103,7	122,7	221,5	2512,7	237,7	109,1	147,5	230,6	2476,4
darunter: in Fremdwährung und ECU . . . . .	165,0	54,1	80,0	164,3	1817,2	189,1	55,3	89,3	161,9	1917,9
Inlandspositionen in Fremdwährung:										
5. Interbankpositionen <sup>1</sup> . . . . .	51,2	11,1	14,5	51,8	406,5	48,4	15,3	15,0	63,8	407,8
6. Positionen gegenüber Nichtbanken <sup>2</sup> . . . . .	19,4	10,1	13,1	10,9	150,1	5,3	2,1	5,7	8,1	68,8
Inlandspositionen zusammen . . . . .	70,6	21,2	27,6	62,7	556,6	53,7	17,4	20,7	71,9	476,6
Fremdwährungspositionen zusammen . . . . .	235,6	75,3	107,6	227,0	2373,8	242,8	72,7	110,0	233,8	2394,5

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

<sup>1</sup> Nur für die Banken in Europa, Kanada und Japan.      <sup>2</sup> Nur für die Banken in Europa und Kanada.

Nach Abzug der Doppelzählungen, die sich aus gegenseitigen Einlagen der Banken im Berichtsgebiet ergeben, kann der Gesamtbetrag der über das internationale Bankensystem geleiteten Neukredite auf \$ 100 Mrd. geschätzt werden, was nur \$ 10 Mrd. mehr ist als 1984.

Betrachtet man die Verwendung der internationalen Bankmittel, so zeigt sich, daß sich die Ausleihungen an Länder außerhalb des Berichtsgebiets weiterhin vergleichsweise schleppend ausgeweitet haben, nämlich um \$ 19 Mrd. Das waren \$ 5 Mrd. mehr als 1984, belief sich aber auf weniger als 30% des stürmischen Wachstums, wie es vor 1982 zur Zeit der Hochkonjunktur im internationalen Kreditgeschäft vorherrschte. Der Gesamtbetrag der statistisch erfaßten internationalen Neukredite an Nichtbanken im Berichtsgebiet belief sich auf \$ 30 Mrd. und damit auf ungefähr den gleichen Wert wie 1984. Da jedoch ein beträchtlicher Teil dieses Zuwachses vermutlich Wertpapierkäufe repräsentiert, dürften die neuen Direktkredite wahrscheinlich recht drastisch zurückgegangen sein. Außerdem gab es Neuausleihungen über \$ 4 Mrd. (überwiegend Forderungen gegenüber internationalen Institutionen), die keinem Land zugeordnet werden können. Die Gesamtsumme der Verwendungen innerhalb des Berichtsgebiets belief sich auf \$ 53 Mrd. Die Restsumme von \$ 47 Mrd. enthält – neben einem beträchtlichen Betrag nicht identifizierter, an Nichtbanken vergebener Kredite – internationale Finanzmittel, die die Berichtsbanken selbst für Kreditvergaben im Inland oder für andere sich nicht in den Daten über ihre Auslandsforderungen niederschlagenden Investitionen verwendeten. Allein die Banken in den USA nahmen \$ 27 Mrd. an Auslandsmitteln für inländische Verwendungszwecke auf, größtenteils in US-Dollar.

Was die Herkunftsseite des internationalen Kreditmarktes betrifft, so verlangsamte sich der Mittelzufluß aus Ländern außerhalb des Berichtsgebiets im vergangenen Jahr recht deutlich von fast \$ 30 Mrd. im Jahr 1984 auf \$ 16 Mrd. Im Vergleich dazu beliefen sich die den Banken von Nichtbanken des Berichtsgebiets zugeflossenen Einlagen auf ungefähr \$ 29 Mrd., was um \$ 10 Mrd. mehr war als 1984.

Herkunft und Verwendung internationaler Bankmittel (Schätzung)

	Wechselkursbereinigte Veränderungen						Stand Ende 1985
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	
	Milliarden US-Dollar						
<b>Verwendung</b>							
Berichtsgebiet .....	88	93	42	53	76	77	809
Außengebiet .....	68	66	39	28	14	19	620
Nicht aufteilbar .....	4	6	14	4	–	4	51
<b>Insgesamt</b> .....	<b>160</b>	<b>165</b>	<b>95</b>	<b>85</b>	<b>90</b>	<b>100</b>	<b>1480</b>
<b>Herkunft</b>							
Berichtsgebiet .....	104	137	93	80	62	83	1022
Außengebiet .....	52	17	–12	1	29	16	399
Nicht aufteilbar .....	4	11	14	4	– 1	1	59
<b>Insgesamt</b> .....	<b>160</b>	<b>165</b>	<b>95</b>	<b>85</b>	<b>90</b>	<b>100</b>	<b>1480</b>
<b>Saldo</b>							
Berichtsgebiet .....	–16	–44	–51	–27	14	– 6	–213
Außengebiet .....	16	49	51	27	–15	3	221
Nicht aufteilbar .....	–	– 5	–	–	1	3	– 8

Außerdem wurden den Märkten über bei Banken in der Schweiz geführte Treuhandkonten ungefähr \$ 10 Mrd. an neuen Mitteln zugeführt, und von Währungsinstitutionen erhielten sie \$ 5 Mrd. an Neueinlagen. Die Differenz von \$ 40 Mrd. schließt einen gewissen Betrag statistisch nicht aufteilbarer Nichtbankeinlagen ein, gibt jedoch größtenteils jene neuen internationalen Finanzmittel wieder, die den Märkten von den Berichtsbanken selbst durch Auslandskredite in Landeswährung bzw. – nach Umtausch der heimischen Währung – in Fremdwährung zugeführt wurden. Die Banken in Deutschland und Japan, den Ländern mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen, waren im vergangenen Jahr die bei weitem größten Kapitalexporteure, und der Großteil dieser \$ 40 Mrd. dürfte jenen beiden Ländern zuzurechnen sein.

Um auf das Direktgeschäft der Berichtsbanken mit den Nichtbanken im Berichtsgebiet zurückzukommen: die stärkste Ausweitung des Kreditvolumens ergab sich gegenüber den Gebietsansässigen in den USA (\$ 12,6 Mrd.) und in Großbritannien (\$ 10,4 Mrd.). Der Großteil des letztgenannten Zuwachses beruht auf von Banken in Großbritannien vergebenen inländischen Fremdwährungskrediten, von denen vermutlich ein beträchtlicher Teil ausländischen Wertpapierbanken und anderen Auslandsfirmen in Großbritannien zufließt. Andere wichtige Kreditnehmer waren Gebietsansässige Schwedens (\$ 2,7 Mrd.), Kanadas (\$ 2,5 Mrd.), der Schweiz (\$ 2 Mrd.) und einer Reihe kleinerer europäischer Länder. Hinsichtlich der von Banken in Japan im Inland vergebenen Fremdwährungskredite liegen keine Angaben vor, ihre Summe dürfte jedoch bedeutend gewesen sein. Ferner wurden erhebliche Beträge an grenzüberschreitenden Krediten an auf den Kaimaninseln registrierte Nichtbanken (\$ 3,6 Mrd.) und an Gebietsansässige Hongkongs (\$ 0,9 Mrd.) ausgereicht. Zwei traditionelle Kreditnehmergruppen, nämlich italienische und spanische Nichtbanken, verringerten demgegenüber vergangenes Jahr ihre Verbindlichkeiten gegenüber dem internationalen Bankensektor beträchtlich, nämlich um \$ 5,2 bzw. 4,7 Mrd.

Auf der Herkunftsseite der Bankbilanzen war der Einlagenzugang von den Nichtbanken des Berichtsgebiets gleichmäßiger verteilt. Die höchsten Neueinlagen, nämlich fast \$ 7 Mrd., kamen von Gebietsansässigen Großbritanniens. Deviseninländer der USA, die 1984 Guthaben im Wert von \$ 5,3 Mrd. bei Auslandsbanken abgezogen hatten, stockten diese im vergangenen Jahr um \$ 6 Mrd. auf. Andere große Neueinleger waren die Nichtbanken in Deutschland (\$ 2,6 Mrd.) und im belgisch-luxemburgischen Wirtschaftsraum (\$ 2,5 Mrd.); beträchtliche Einlagen kamen aber auch aus den meisten anderen berichtenden Industriestaaten. Auch hier liegen wiederum keine Angaben über die Fremdwährungseinlagen bei inländischen Banken von in Japan Ansässigen vor. Nur die kanadischen und die Schweizer Nichtbanken zogen im vergangenen Jahr Guthaben ab, und zwar im Wert von \$ 1 bzw. 0,9 Mrd. Was das übrige Berichtsgebiet betrifft, so kamen beträchtliche Neueinlagen von Nichtbanken in Hongkong (\$ 1,9 Mrd.) und auf den Niederländischen Antillen (\$ 1,3 Mrd.).

*Ausleihungen an Länder außerhalb des Berichtsgebiets.* Das wieder lebhaftere Kreditgeschäft mit dem Außengebiet ergab sich 1985 fast zur Gänze aus den Neuausleihungen an Osteuropa. Infolge ihrer zuvor erfolgreichen Anpassungsmaßnahmen standen die meisten Länder dieser Region wieder in der Gunst der Banken und

vermochten recht attraktive Kreditbedingungen zu erlangen. Sie borgten im vergangenen Jahr \$ 5,4 Mrd., während sie gleichzeitig weniger Neueinlagen tätigten. Demzufolge wurden sie per saldo wieder zu Kreditnehmern, und zwar im Ausmaß von \$ 2,7 Mrd., wogegen sie ihre Nettoverschuldung gegenüber den berichtenden Banken während der drei vorangegangenen Jahre um insgesamt fast \$ 15 Mrd. verringert hatten.

Das Gesamterscheinungsbild Osteuropas wurde im vergangenen Jahr wie üblich entscheidend von der Sowjetunion geprägt. Dieses Land, dessen Einnahmen aus dem Energieexport drastisch zurückgingen, erhielt Neukredite in Höhe von \$ 3,7 Mrd., fügte aber auch seinen Einlagen \$ 0,9 Mrd. hinzu. Der zweitgrößte Kreditnehmer dieser Region war die DDR mit einer Neuverschuldung von \$ 1 Mrd., die gleichzeitig aber ihre Einlagen um \$ 1,4 Mrd. erhöhte. Andere wichtige Bankkunden

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

Positionen der berichtenden Banken gegenüber:	Veränderungen (zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende)							Stand Ende 1985
	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	
	Milliarden US-Dollar							
<b>OPEC-Länder<sup>2</sup></b>								
Forderungen .....	7,2	7,0	4,2	8,2	9,8	- 1,8	- 1,1	110,2
Verbindlichkeiten .....	37,4	41,9	3,2	-18,2	-13,1	2,3	6,9	159,9
Saldo <sup>3</sup> .....	-30,2	-34,9	1,0	26,4	22,9	- 4,1	- 8,0	-49,7
<i>Nachrichtlich:</i>								
Devisenreserven <sup>4</sup> .....	15,0	14,6	- 8,8	- 7,5	- 8,3	- 3,4	6,4	61,1
Leistungsbilanzsaldo .....	58,5	106,5	49,0	-17,0	-17,0	- 9,5	- 5,5	.
<b>Entwicklungsländer (ohne OPEC)</b>								
Forderungen .....	35,3	38,9	39,9	19,8	12,2	10,4	8,5	349,6
Verbindlichkeiten .....	12,3	4,0	9,5	4,6	10,3	19,8	3,1	177,3
Saldo <sup>3</sup> .....	23,0	34,9	30,4	15,2	1,9	- 9,4	5,4	172,3
<i>Nachrichtlich:</i>								
Devisenreserven <sup>4</sup> .....	8,6	- 1,8	-	- 2,5	8,5	17,3	3,9	88,8
Leistungsbilanzsaldo .....	-42,5	-64,5	-79,0	-61,0	-34,5	-30,0	-26,5	.
<b>„Übrige entwickelte Länder“</b>								
Forderungen .....	7,5	15,4	16,8	16,0	7,1	5,7	5,9	99,9
Verbindlichkeiten .....	7,0	5,7	3,8	- 0,1	1,3	3,2	3,4	35,1
Saldo <sup>3</sup> .....	0,5	9,7	13,0	16,1	5,8	2,5	2,5	64,8
<i>Nachrichtlich:</i>								
Devisenreserven <sup>4</sup> .....	3,1	1,2	- 1,7	1,8	2,4	- 0,9	- 1,1	13,2
Leistungsbilanzsaldo .....	- 7,5	-16,5	-25,0	-24,0	-13,0	-14,5	-11,5	.
<b>Osteuropa</b>								
Forderungen .....	7,2	6,8	4,8	- 4,6	- 1,2	- 0,1	5,4	60,3
Verbindlichkeiten .....	4,7	0,9	0,1	2,0	2,7	4,3	2,7	27,0
Saldo <sup>3</sup> .....	2,5	5,9	4,7	- 6,6	- 3,9	- 4,4	2,7	33,3

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

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

waren Bulgarien und Ungarn, die \$ 0,9 bzw. 0,8 Mrd. an Neukrediten erhielten und ihre Einlagen ebenfalls beträchtlich aufstockten. Dagegen nahmen die Forderungen der berichtenden Banken an Rumänien und Polen um \$ 0,5 bzw. 0,4 Mrd. ab – im Falle Polens vor allem infolge von Forderungsübertragungen auf Exportversicherungseinrichtungen.

Die Ausleihungen der Banken an die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer nahmen im vergangenen Jahr wieder ab, wobei sich die Summe der neuen Forderungen auf nicht mehr als \$ 8,5 Mrd. belief, das sind \$ 2 Mrd. weniger als 1984 und nur 20–25% der in den Jahren vor Ausbruch der internationalen Schuldenkrise verzeichneten Gesamtbeträge. Allerdings führte die sich wieder verschlechternde Finanzsituation der Schuldnerländer und die daraus resultierende langsamere Zunahme ihrer Währungsreserven im vergangenen Jahr dazu, daß ihre Neueinlagen bei den berichtenden Banken von fast \$ 20 Mrd. im Jahr 1984 auf nur \$ 3,1 Mrd. zurückgingen. Folglich verschuldeten sich diese Länder im vergangenen Jahr wieder auf Nettobasis, und zwar im Ausmaß von \$ 5,4 Mrd., nachdem sie noch 1984 den Berichtsbanken netto neue Einlagen in Höhe von \$ 9,4 Mrd. zugeführt hatten.

Geschäfte der an die BIZ berichtenden Banken mit einzelnen Gruppen von Entwicklungsländern (ohne OPEC)

	Geschätzte Veränderungen (zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende)								Stand Ende 1985
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984*	1985	
	Milliarden US-Dollar								
<b>Forderungen</b>									
Lateinamerika .....	14,4	23,2	27,4	30,5	12,1	7,8	5,7	1,3	217,9
Naher Osten .....	1,2	1,2	2,1	2,3	1,7	0,3	- 0,3	- 0,4	15,9
Afrika .....	3,1	2,7	2,0	2,0	1,7	0,6	0,1	0,4	21,1
Asien .....	3,9	8,2	7,4	5,1	4,3	3,5	4,9	7,2	94,7
Insgesamt .....	22,6	35,3	38,9	39,9	19,8	12,2	10,4	8,5	349,6
<b>Verbindlichkeiten</b>									
Lateinamerika .....	8,0	4,9	- 0,9	4,7	- 1,9	5,8	10,3	- 1,1	67,9
Naher Osten .....	3,3	1,7	2,7	1,5	1,8	- 0,9	- 1,5	1,0	22,0
Afrika .....	0,6	1,8	0,7	0,5	- 0,8	0,2	1,1	1,2	12,1
Asien .....	2,6	3,9	1,5	2,8	5,5	5,2	9,9	2,0	75,3
Insgesamt .....	14,5	12,3	4,0	9,5	4,6	10,3	19,8	3,1	177,3

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

Angesichts des weiterhin gespaltenen Marktes war die Neukreditvergabe an die Entwicklungsländer (ohne OPEC) sehr ungleichmäßig verteilt. Die Neuausleihungen an asiatische Länder nahmen von \$ 4,9 Mrd. im Jahr 1984 auf \$ 7,2 Mrd. zu, während die Lateinamerika neu gewährten Kredite abrupt von \$ 5,7 auf 1,3 Mrd. abnahmen, was im wesentlichen die Folge der von \$ 10 auf 3 Mrd. verringerten Auszahlungen aus unter offizieller Mitwirkung zusammengestellten neuen Finanzierungspaketen ist.

In Asien war der bei weitem größte Kreditnehmer China, das angesichts einer beträchtlich verschlechterten Handelsbilanz \$ 4,8 Mrd. an neuen Krediten erhielt und gleichzeitig seine Einlagen drastisch verringerte, wodurch es den Berichtsbanken einen Nettobetrag von \$ 10,3 Mrd. entzog. Trotz dieser beträchtlichen Abzüge blieb China gegenüber dem internationalen Bankensektor Ende 1985 auf Nettobasis mit Einlagen von \$ 11,7 Mrd. und um \$ 2,3 Mrd. geringeren Verbindlichkeiten ein Gläubiger. Eine hohe Neuverschuldung wiesen auch Südkorea und Indien auf, denen \$ 2,3 bzw. 1,6 Mrd. an Neukrediten zufließen, während sie gleichzeitig ihre Einlagen um \$ 0,4 bzw. 0,6 Mrd. abbauten. Demgegenüber tilgte Taiwan, ein Land mit enormen Zahlungsbilanzüberschüssen und entsprechend großen Währungsreserven, Schulden in Höhe von \$ 0,6 Mrd. und stockte seine Guthaben um \$ 6,7 Mrd. auf. Mit Forderungen gegenüber den Banken, welche die Schulden um \$ 18,6 Mrd. übertreffen, ist dieses Land nun außerhalb des Berichtsgebiets nach Saudi-Arabien netto der größte Gläubiger gegenüber dem internationalen Bankensektor. Ein anderes Land, das im vergangenen Jahr, wenn auch aus ganz anderen Gründen, seine Nettoposition gegenüber den international tätigen Banken verbessern konnte, waren die Philippinen, die \$ 0,7 Mrd. an Schulden tilgten und ihren Guthaben \$ 0,3 Mrd. hinzufügten.

In Lateinamerika war Argentinien der einzige bedeutende Neukreditnehmer. Begünstigt durch ein unter offizieller Mitwirkung zustandekommes neues Kreditpaket über \$ 4,2 Mrd., nahm es neue Finanzmittel in Höhe von \$ 2,2 Mrd. in Anspruch, während es seine Einlagen um \$ 1,3 Mrd. aufstockte. Chile borgte \$ 0,4 Mrd. und hob \$ 0,2 Mrd. an Guthaben ab. Brasilien entzog dagegen per saldo dem internationalen Bankensektor Kreditmittel, indem es seine Einlagen um \$ 2 Mrd. verringerte, gleichzeitig aber Schulden im Betrag von \$ 1,3 Mrd. tilgte. Ähnlich verfuhr Peru, das \$ 0,2 Mrd. an Schulden zurückzahlte, aber gleichzeitig Guthaben in Höhe von \$ 0,8 Mrd. abzog. Mexiko, das von den berichtenden Banken nur geringe neue Finanzmittel erhielt, baute ebenfalls seine Einlagen ab, nämlich um \$ 0,5 Mrd. Kolumbien dagegen war infolge einer günstigen Exportentwicklung in der Lage, seine Bankschulden um \$ 0,7 Mrd. zu verringern, während es seine Guthaben nur geringfügig in Anspruch nahm.

Die OPEC-Länder, die im vergangenen Jahr mit Hilfe drastischer Importkürzungen eine ansehnliche Verbesserung ihrer Zahlungsbilanzlage herbeiführten, fügten ihren Einlagen \$ 6,9 Mrd. hinzu und tilgten \$ 1,1 Mrd. an Schulden. Demzufolge traten sie gegenüber den Berichtsbanken erstmals wieder seit 1980 netto als bedeutende Anbieter zusätzlicher Finanzmittel auf. Die wichtigsten Neueinleger waren Venezuela (\$ 2,8 Mrd.), Libyen (\$ 2,3 Mrd.), Algerien (\$ 1,2 Mrd.), Saudi-Arabien (\$ 0,9 Mrd.) und der Iran (\$ 0,7 Mrd.). Beträchtliche Schuldentilgungen nahmen die Vereinigten Arabischen Emirate (\$ 1,3 Mrd.), Kuwait (\$ 0,6 Mrd.) und Saudi-Arabien (\$ 0,5 Mrd.) vor. Demgegenüber vergrößerte der Irak seine Bankschulden um \$ 1,2 Mrd., und Algerien nahm \$ 0,7 Mrd. an Krediten auf.

Was schließlich die außerhalb des Berichtsgebiets gelegenen entwickelten Länder angeht, so wickelten sie mit den berichtenden Banken annähernd das gleiche Geschäftsvolumen ab wie 1984. Sie borgten \$ 5,9 Mrd. und stockten ihre Einlagen um \$ 3,4 Mrd. auf. Die größten Neukreditbeträge erhielten Australien (\$ 2,5 Mrd.)

und die Türkei (\$ 1,4 Mrd.). Während aber Australien seinen Einlagen \$ 1,4 Mrd. hinzufügte, zog die Türkei \$ 0,8 Mrd. ab und beanspruchte daher in dieser Ländergruppe netto die meisten Mittel, womit sie im vergangenen Jahr ihr Leistungsbilanzdefizit mehr als zur Gänze über den internationalen Bankensektor finanzierte. Andere wichtige Kreditnehmer waren Griechenland (\$ 1,1 Mrd.) und Neuseeland (\$ 1 Mrd.). Im Vergleich dazu wiesen die Berichtsbanken gegenüber Südafrika, das sich Anfang 1985 mit der Weigerung der Banken konfrontiert sah, die auslaufenden Kreditlinien zu erneuern und ein partielles Schuldenmoratorium erklären mußte, um \$ 1,1 Mrd. verringerte Forderungen aus (vermutlich teilweise als Ergebnis einer Übertragung von Forderungen auf Exportversicherungsinstitutionen); gleichzeitig nahmen die Einlagen aus Südafrika um \$ 0,7 Mrd. zu. Ein anderes Land, das gegenüber den berichtenden Banken einen relativ großen Einlagenzuwachs (\$ 0,8 Mrd.) verzeichnete, war Portugal, das im vergangenen Jahr seine Währungsreserven wesentlich stärken konnte.

*Die Bedeutung der einzelnen Finanzplätze.* Ein Blick auf die einzelnen berichtenden Länder zeigt, daß das Auslandsgeschäft der Banken in Japan im letzten Jahr besonders stark expandierte. Sie verstärkten ihre Präsenz auf den internationalen Märkten weiter und stockten ihre internationalen Wertpapierbestände beträchtlich auf. Ihre Auslandsforderungen stiegen um \$ 53,4 Mrd. oder 38%. Als Folge der 1984/85 von Japan ergriffenen Maßnahmen zur Liberalisierung der Finanzmärkte wiesen die Auslandskredite in Yen eine besonders hohe Zuwachsrate (43%) auf. Da die Verbindlichkeiten etwas weniger stark expandierten, vergrößerte sich die Nettogläubigerposition des japanischen Bankensektors gegenüber dem Ausland beträchtlich von \$ 3,2 Mrd. am Jahresende 1984 auf \$ 15,3 Mrd.

Die Entwicklung der zusammengefaßten Auslandsposition der Banken in den USA verlief bis zu einem gewissen Ausmaß spiegelbildlich zu jener der japanischen Banken. Die Auslandsforderungen des Inlandsbankensektors wiesen im vergangenen Jahr kaum einen Zuwachs aus, und sogar die Auslandsforderungen der internationalen Bankenfreizone in den Vereinigten Staaten nahmen relativ langsam zu, nämlich um \$ 11,1 Mrd. oder weniger als 6%. Anscheinend floß ausländischen Niederlassungen ein großer Neukreditbetrag zu, was jedoch weitgehend durch eine absolute Verringerung der Forderungen gegenüber anderen Banken und ausländischen Nichtbanken aufgewogen wurde. Gleichzeitig verzeichneten die Banken in den USA infolge der ausgesprochen liquiden Situation des Eurodollarmarktes und der vom US-Bankensektor wahrgenommenen Rolle, dort als eine Art Residualmittelanbieter oder -nehmer aufzutreten, bei ihren Auslandsverbindlichkeiten eine starke Zunahme in Höhe von \$ 38 Mrd. Dadurch verringerte sich im vergangenen Jahr die externe Nettogläubigerposition der Banken in den Vereinigten Staaten, die sich auf ihrem Höhepunkt im März 1983 auf \$ 131 Mrd. belaufen hatte, weiter, und zwar um \$ 27 auf weniger als 59 Mrd.

Nach drei Jahren relativ langsamen Wachstums belebte sich 1985 auch das Auslandsgeschäft der Banken in den berichtenden europäischen Ländern, obwohl das Wachstum mit ungefähr 10% noch immer viel geringer war als in den Jahren vor 1982. In absoluten Werten nahmen die Auslandsforderungen um \$ 118,5 Mrd. auf eine Gesamtsumme von \$ 1 292 Mrd. zu. Auf Banken in Großbritannien, deren

Entwicklung an den einzelnen Bankplätzen

Auslandsposition der Banken in:	Veränderungen (zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende)								Stand Ende 1985	
	Forderungen				Verbindlichkeiten				Forderungen	Verbindlichkeiten
	1981	1983	1984	1985	1981	1983	1984	1985		
Milliarden US-Dollar										
Großbritannien .....	79,5	27,9	23,4	29,2	78,7	33,1	35,8	45,8	552,0	610,5
Frankreich .....	9,1	1,2	8,1	7,4	14,9	1,8	6,7	4,7	163,5	155,2
Luxemburg .....	6,2	1,4	7,3	9,6	4,1	0,3	5,8	9,4	108,6	99,4
Deutschland (BR) .....	7,4	—	7,5	19,3	1,5	- 2,0	5,6	6,3	97,4	74,2
Belgien .....	8,8	3,8	11,0	16,1	9,8	6,5	12,5	16,8	92,3	106,7
Niederlande .....	7,4	- 0,4	3,9	5,2	4,6	- 3,5	1,8	4,2	71,4	64,6
Schweiz .....	5,1	0,2	2,3	9,0	2,8	- 1,8	1,0	8,0	70,8	45,3
Italien .....	6,4	2,0	3,0	8,8	4,4	3,9	6,7	5,7	49,5	63,9
Österreich .....	2,4	2,5	2,0	5,2	1,8	1,7	3,9	5,5	34,2	36,9
Spanien .....	—	—	1,3	1,7	—	—	0,6	- 1,3	19,9	18,2
Dänemark .....	0,7	1,3	1,2	4,1	0,6	1,3	1,4	4,8	11,4	11,7
Schweden .....	0,1	0,6	0,1	1,5	1,9	1,2	- 0,3	3,1	8,9	17,4
Übrige europäische berichtende Länder <sup>1</sup> .....	0,8	- 0,1	1,8	1,4	0,9	0,3	3,5	4,9	12,5	27,5
Europäische berichtende Länderzusammen .....	133,9	40,4	72,9	118,5	126,0	42,8	85,0	117,9	1292,4	1331,5
US-Bankenfreizone .....	63,4	28,1	17,9	11,1	48,3	31,6	19,8	14,9	201,7	191,8
Übrige Banken in den USA .....	12,3	5,4	- 1,7	0,1	-10,0	17,1	12,3	23,3	222,7	173,7
Banken in den USA zusammen .....	75,7	33,5	16,2	11,2	38,3	48,7	32,1	38,2	424,4	365,5
Kanada .....	20,7	18,6	22,0	53,4	21,8	7,5	23,8	41,3	194,6	179,3
Japan .....	2,7	3,5	2,1	2,1	18,0	3,9	1,6	2,1	46,1	65,7
Übrige berichtende Länder <sup>2</sup> .....	31,8	7,7	9,5	36,3	33,6	6,2	5,0	31,1	555,2	534,4
Insgesamt .....	264,8	103,7	122,7	221,5	237,7	109,1	147,5	230,6	2512,7	2476,4

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

Anteil an den ausstehenden Positionen der europäischen Marktplätze sich Ende 1984 insgesamt auf über 46% belaufen hatte, entfiel knapp ein Viertel dieses Zuwachses. Ein Grund für das mit ungefähr 5,5% vergleichsweise mäßige Wachstum im größten internationalen Bankenzentrum mag sein, daß die Zahlen für Großbritannien – im Gegensatz zu den Finanzplätzen der meisten anderen Berichtsländer – noch nicht die Bestände der Banken an langfristigen Wertpapieren enthalten. So nahmen die Auslandsverbindlichkeiten der britischen Banken viel stärker zu als ihre Auslandsforderungen, wodurch sich im vergangenen Jahr ihre Nettoschuldnerposition gegenüber dem Ausland um \$ 16,6 auf 58,5 Mrd. vergrößerte. Ein beträchtlicher Teil dieses Zuwachses dürfte darauf beruhen, daß die Banken ihre Wertpapierbestände mit Auslandsmitteln ausbauten. Vergleichsweise schwach (um 4,5%) stiegen auch die Auslandsforderungen in Frankreich, dem größten europäischen Bankenzentrum nach Großbritannien.

Die Banken in Deutschland verzeichneten demgegenüber ein ungewöhnlich starkes Wachstum bei ihren Auslandsforderungen (\$ 19,3 Mrd. oder fast 25%). Die Expansion fand größtenteils im vierten Quartal statt und verkörperte Ausleihungen

an Banken – einschließlich der eigenen Filialen – des Euro-DM-Marktes, der knapp an Mitteln war, weil Euro-DM-Gelder für Käufe von auf D-Mark lautenden Wertpapieren benützt und Einlagen der Währungsbehörden für Devisenmarktinterventionen abgezogen wurden. Die Auslandsverbindlichkeiten der Banken in Deutschland nahmen sehr viel weniger rasch zu, so daß sich deren Nettogläubigerposition gegenüber dem Ausland beträchtlich – um \$ 13 Mrd. – ausweitete, was ungefähr dem Leistungsbilanzüberschuß dieses Landes entspricht. Einen starken Zuwachs der Auslandsforderungen meldeten ferner die Banken in Belgien (21%), Italien (21,5%), Österreich (18%) und Dänemark (56%).

Die Banken in Italien verringerten im vergangenen Jahr ihre externe Nettoschuldnerposition um \$ 3,1 auf 14,4 Mrd. Spanien war das einzige europäische Berichtsland, dessen Banken ihre Auslandsverbindlichkeiten effektiv kürzten, nämlich um \$ 1,3 Mrd. Da diese gleichzeitig ihre Auslandsaktiva weiter aufstockten, wechselten sie netto gerechnet von einer externen Schuldnerposition von \$ 1,3 Mrd. zu einer Gläubigerposition von \$ 1,7 Mrd. – ein Umschwung, der durch den in der Grundtendenz vorhandenen Leistungsbilanzüberschuß des Landes möglich wurde.

*Währungsanteile im internationalen Bankgeschäft und Wachstum des ECU-Marktes.* Ähnlich wie 1984 nahmen die grenzüberschreitenden Dollarpositionen der Banken in den berichtenden Industriestaaten – nicht nur prozentual, sondern auch in absoluten Werten – wesentlich schwächer zu als die in anderen Währungen, nämlich um \$ 60,4 gegenüber 124,8 Mrd. (einschl. ECU). Relativ gerechnet wuchsen die grenzüberschreitenden Dollarpositionen um 5%, während jene in anderen Wäh-

Währungsanteile an grenzüberschreitenden Positionen der an die BIZ berichtenden Banken<sup>1</sup>

		Wechselkursbereinigte Veränderungen								Stand Ende 1985	
		Forderungen				Verbindlichkeiten				Forde-rungen	Verbind-lichkeiten
		1981	1983	1984	1985	1981	1983	1984	1985		
Milliarden US-Dollar											
US-Dollar	A	88,0	24,1	22,3	51,6	116,5	21,0	40,5	40,9	830,7	937,1
	B	74,4	33,7	10,1	8,8	38,4	48,0	28,0	32,9	408,2	350,2
Sonstige Währungen	A	45,2	22,3	35,2	64,4	39,0	28,1	33,1	78,1	397,4	414,0
	B	25,4	15,9	32,4	46,8	10,2	5,8	30,3	35,1	283,2	206,4
<i>darunter:<sup>2</sup></i>											
D-Mark	A	15,8	9,5	10,7	13,4	10,2	9,0	16,5	15,8	162,1	161,6
	B	4,8	0,9	4,2	15,4	0,2	- 0,4	2,8	2,9	69,9	46,7
Schweizer Franken	A	11,2	2,7	3,0	15,2	15,8	4,7	2,8	18,8	80,9	90,3
	B	2,6	0,8	1,6	2,7	2,4	- 1,7	0,9	2,4	35,1	11,2
Japanischer Yen	A	6,6	1,3	6,4	21,0	5,8	4,0	1,8	19,3	50,4	47,5
	B	5,2	5,1	11,9	22,1	1,7	- 0,2	11,3	17,9	73,8	49,5
Pfund Sterling	A	3,7	0,5	5,2	4,7	0,3	- 0,6	4,9	7,0	23,5	27,6
	B	5,0	3,3	6,7	2,4	4,8	6,1	8,4	5,8	36,6	49,9
ECU				13,2	13,6			10,6	12,5	38,0	34,3

Anmerkung: A = Eurowährungspositionen; B = Auslandspositionen in Landeswährung.

<sup>1</sup> Nur Positionen der Banken in den berichtenden Industrieländern.

<sup>2</sup> Ohne Positionen der Banken in den USA.

rungen um 21% zunahmen, bzw. um 54% ohne Ausschaltung von Bewertungseffekten. In laufenden Dollarwerten schrumpfte der Anteil des Dollar an den Auslandspositionen der berichtenden Banken von fast drei Viertel Ende 1984 auf knapp zwei Drittel. Dies scheint anzudeuten, daß die Märkte hinsichtlich des Dollar etwas vorsichtiger wurden, wengleich es auch andere Einflüsse wie Schritte zur Entregulierung der Finanzmärkte gab, die dazu beitrugen, das Nichtdollargeschäft anzukurbeln.

Das stärkste Wachstum verzeichnete der Yen-Sektor, der nicht nur aus den verschiedenen Liberalisierungsmaßnahmen Japans Vorteile zog, sondern auch aus dem sehr dynamischen Auftreten der japanischen Banken im internationalen Finanzgeschehen. So weiteten sich die Euro-Yen-Forderungen um nicht weniger als 71% aus. Die zweithöchste Wachstumsrate verzeichnete der ECU-Bereich, wobei die grenzüberschreitenden Forderungen der berichtenden Banken in dieser Rechnungseinheit um 56% expandierten. Beträchtliche Zuwächse insbesondere in absoluten Werten verzeichneten auch der Schweizerfranken- und der DM-Sektor des internationalen Finanzmarktes (18 bzw. 14%), wengleich im Fall der D-Mark die Ausweitung größtenteils auf in Inlandswährung vergebene Auslandskredite durch Banken in Deutschland zurückzuführen ist.

Struktur des ECU-Geschäfts der Banken

	Forderungen				Verbindlichkeiten			
	Jahresendstand			Veränderungen 1985*	Jahresendstand			Veränderungen 1985*
	1983	1984	1985		1983	1984	1985	
Milliarden US-Dollar								
Positionen gegenüber Nichtbanken								
Inland .....	2,7	4,8	5,4	- 0,6	0,5	0,9	3,2	1,7
Ausland (EG) .....	0,7	1,7	3,5	1,2	0,3	0,6	1,8	0,9
Ausland (außer EG) .....	0,2	0,8	2,0	1,0	0,1	0,4	1,2	0,5
Nicht aufteilbar .....	0,3	0,6	1,4	0,5	0,2	0,1	0,2	0,2
Positionen gegenüber Nichtbanken zusammen .....	3,9	7,9	12,3	2,1	1,1	2,0	6,4	3,3
Positionen gegenüber Banken								
Inland .....	2,3	5,4	10,8	3,5	2,5	5,3	10,7	3,5
Ausland (EG) .....	5,0	12,7	24,3	7,4	5,6	13,1	25,0	7,6
Ausland (außer EG) .....	0,4	1,3	4,2	2,3	0,6	1,5	5,0	2,9
Nicht aufteilbar .....	0,3	0,9	2,6	1,2	0,2	0,4	1,0	0,4
Interbankpositionen zusammen .....	8,0	20,3	41,9	14,4	8,9	20,3	41,7	14,4
Insgesamt .....	11,9	28,2	54,2	16,5	10,0	22,3	48,1	17,7

\* Zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende.

Das kräftige Wachstum der zusammengefaßten Positionen der Banken in privater ECU im Jahr 1985 ging mit einer größeren Reichweite dieses Marktsektors einher, insbesondere was die Teilnahme von Nichtbanken, die geographische Streuung der Geschäfte und die Bedeutung der einzelnen Marktplätze anbelangt. Während Ende 1984 die von Nichtbanken stammende Einlagenbasis des ECU-Bankensektors noch ziemlich klein war, erhöhte sie sich 1985 um \$ 3,3 Mrd. oder um über

100%. Zudem war dieser große Zuwachs sehr breit gestreut, da er nicht nur inländischen Einlegern und anderen Gebietsansässigen des EG-Raums zuzurechnen war, sondern auch Nichtbanken aus Ländern, die nicht der EG angehören. Im Vergleich dazu wiesen die ECU-Kredite an Nichtbanken ein viel geringeres Wachstum auf, nämlich von \$ 2,1 Mrd. oder 20,5%. Die grenzüberschreitende Kreditvergabe, die sich um zwei Drittel ausweitete, übertraf den Gesamtwachstum, während die Forderungen gegenüber inländischen Nichtbanken, denen Ende 1984 noch über 60% der gesamten Nichtbanken gewährten Kredite zuzuschreiben gewesen waren, sogar sanken. Die Zwischenbankforderungen und -verbindlichkeiten nahmen im vergangenen Jahr jeweils um über 50% zu. Der Geschäftsumfang mit Banken außerhalb der EG wies eine besonders hohe Wachstumsrate von etwa 130% auf, was auf eine Ausdehnung der geographischen Basis des Marktes über den ursprünglichen Kreis der EG-Mitgliedstaaten hinaus schließen läßt.

Eine Aufgliederung nach Marktplätzen zeigt, daß sich die relativen Anteile von Frankreich und Italien am ECU-Markt 1985 etwas verringert haben. Die Zunahme der Einlagen von Nichtbanken konzentrierte sich überwiegend auf die Benelux-Länder und Großbritannien. In den Niederlanden nahmen die ECU-Verbindlichkeiten der Banken gegenüber Nichtbanken um über 250% auf \$ 1,8 Mrd. zu. Ein noch größeres Wachstum bei den ECU-Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken – allerdings von einem niedrigeren Niveau aus – verzeichneten die Banken in Großbritannien. Sie wiesen auch die stärkste Expansion bei den Zwischenbankverbindlichkeiten auf, nämlich um \$ 4,1 Mrd., und nehmen nun am ECU-Zwischenbankmarkt nach den Banken in Frankreich den zweiten Rang ein. Auf der Verwendungsseite der Bankbilanzen war der Rückgang der ECU-Ausleihungen an inländische Nichtbanken mehr als zur Gänze auf die Abnahme solcher Forderungen – um \$ 1,6 Mrd. – in Italien zurückzuführen, während in den anderen berichtenden Ländern die ECU-Kreditvergabe an Gebietsansässige weiter zunahm. Die grenzüberschreitenden Ausleihungen an Nichtbanken wiesen praktisch in allen Berichtsländern mit Ausnahme Italiens kräftige Steigerungen auf.

*Der Konsortialkreditmarkt.* Infolge der anhaltenden Abwanderung erstklassiger Kreditnehmer zu den Wertpapiermärkten und der nach wie vor bestehenden Abneigung der Banken, ihr Engagement gegenüber bestimmten Schuldnerländern zu erhöhen, nahm das Volumen der bekanntgegebenen neuen Eurokonsortialkredite im vergangenen Jahr erneut ab, und zwar von \$ 36,6 Mrd. im Jahr 1984 auf \$ 21,2 Mrd. (s. gegenüberstehende Tabelle), was der niedrigste Wert seit 1972 ist. Der Rückgang war ziemlich breit gestreut und schloß alle Ländergruppen mit Ausnahme der osteuropäischen Länder ein, die angesichts ihres beschränkten Zugangs zu den Wertpapiermärkten ihren Rückgriff auf Konsortialkredite von \$ 2,5 Mrd. im Jahr 1984 auf \$ 3,7 Mrd. verstärkten. Im Gegensatz dazu ging die Kreditvergabe an Entwicklungsländer (einschl. OPEC) besonders stark von über \$ 17 auf knapp 8 Mrd. zurück, und zwar einschließlich „unfreiwilliger“ Kredite in Höhe von \$ 2,3 Mrd., die im Rahmen neuer, unter offizieller Mitwirkung zusammengestellter Finanzierungspakete bekanntgegeben wurden.

Ein auffälliges Merkmal der Konsortialkreditmärkte im vergangenen Jahr war die steigende Zahl von Neukrediten mit Vereinbarungen über die Übertragbarkeit

des Kredits, was Konsortialkredit in vieler Hinsicht den Charakter von Wertpapieren verleiht. Der erste übertragbare Kredit wurde 1984 vereinbart. Im Jahr 1985 wurde diese Technik bei Krediten im Wert von \$ 3,9 Mrd. eingesetzt, das waren 18% der Neukredite.

### Die internationalen Wertpapiermärkte

*Der kurzfristige Sektor.* Die bemerkenswerteste Erscheinung des Jahres 1985 war das Tempo, mit dem sich der Markt für Note Issuance Facilities (NIF) ausweitete und entwickelte. Dieses Schuldinstrument ermöglicht es Schuldern, mittelfristige Finanzmittel durch die revolving Begebung kurzfristiger Geldmarktpapiere aufzunehmen. Im Jahr 1985 stieg das neu vereinbarte Volumen dieser Schuldtitle auf \$ 49,5 Mrd., und Ende des Jahres betrug der in Form dieser Fazilitäten

Internationale Finanzmarktaktivitäten nach Marktsektoren und Schuldnern

Marktsektor \ Schuldner	USA	Übrige berichtende Industrieländer <sup>1</sup>	Übrige entwickelte Länder	Osteuropa	Entwicklungsländer (einschl. OPEC)	Sonstige <sup>2</sup>	Insgesamt
	Milliarden US-Dollar						
<b>Internationale Anleihebegebungen</b>							
1981	7,2	24,1	1,6	—	3,2	7,9	44,0
1982	15,3	37,7	4,0	—	3,1	11,6	71,7
1983	7,9	43,7	3,7	—	1,9	14,9	72,1
1984	24,9	60,8	6,1	0,1	2,8	13,4	108,1
1985	40,5	87,1	9,3	0,5	6,2	20,0	163,6
1986 1. Q.	12,5	31,2	4,1	0,4	1,5	6,1	55,8
<b>Note Issuance Facilities<sup>3</sup></b>							
1981	—	—	0,5	—	0,5	—	1,0
1982	0,4	0,8	0,4	—	0,5	0,2	2,3
1983	0,4	1,6	1,0	0,1	0,2	—	3,3
1984	3,1	9,6	4,8	0,1	0,6	0,7	18,9
1985	17,6	19,7	9,8	0,1	1,1	1,2	49,5
1986 1. Q.	2,1	8,3	3,1	—	0,6	—	14,1
<b>Wertpapiermarkt insgesamt</b>							
1981	7,2	24,1	2,1	—	3,7	7,9	45,0
1982	15,7	38,5	4,4	—	3,6	11,8	74,0
1983	8,3	45,3	4,7	0,1	2,1	14,9	75,4
1984	28,0	70,4	10,9	0,2	3,4	14,1	127,0
1985	58,1	106,8	19,1	0,6	7,3	21,2	213,1
1986 1. Q.	14,6	39,5	7,2	0,4	2,1	6,1	69,9
<b>Konsortialkredite<sup>4</sup></b>							
1981	8,3 <sup>5</sup>	30,8	6,0	1,1	48,0	2,3	96,5 <sup>5</sup>
1982	8,1	23,0	12,5	0,8	53,5	2,6	100,5 <sup>6</sup>
1983	3,4	13,7	5,6	0,7	26,7	1,7	51,8 <sup>6</sup>
1984	3,6	8,6	4,2	2,5	17,1	0,6	36,6 <sup>6</sup>
1985	2,1	5,0	2,3	3,7	7,9	0,2	21,2 <sup>6</sup>
1986 1. Q.	0,4	2,4	0,5	0,4	2,4	0,6	6,7

<sup>1</sup> Länder mit Beiträgen zur internationalen Bankenstatistik der BIZ. <sup>2</sup> Offshore-Finanzplätze, internationale Finanzinstitutionen zuzüglich nicht zurechenbarer Positionen. <sup>3</sup> Umfaßt alle Euronotefazilitäten einschl. „underwritten facilities“ (NIF, RUF und Multi-Component Facilities mit der Option zur Plazierung von Notes) sowie „non underwritten“ oder „uncommitted facilities“ wie Euro-Commercial paper (ECP). <sup>4</sup> Ohne bestehende Kredite, bei denen nur neue Zinsspannen vereinbart wurden. <sup>5</sup> Ohne Standby-Kredite in Höhe von \$ 35 Mrd., die US-Unternehmen in Zusammenhang mit der Übernahme anderer US-Gesellschaften gewährt wurden. <sup>6</sup> Enthält die folgenden Beträge „unfreiwillig“ gewährter Kredite: \$ 11,2 Mrd. 1982, \$ 13,7 Mrd. 1983, \$ 6,5 Mrd. 1984 und \$ 2,3 Mrd. 1985.

Quelle: Bank von England.

netto ausstehende Gesamtbetrag rund \$ 70 Mrd. Dieses rasche Wachstum ging insbesondere mit tiefgreifenden Änderungen der Struktur und des Charakters des Marktes einher. Die wichtigste Entwicklung war, daß sich Euronotefazilitäten ohne Übernahmezusage herausbildeten, was der auf Commercial paper basierenden Kapitalaufnahme in den USA ähnelt. Während die ursprünglichen NIF-Instrumente mit einer Übernahmezusage versehen waren, eine Laufzeit von drei bis sechs Monaten hatten, Verkaufsvereinbarungen über Ausschreibungs- oder Direktplazierungsverfahren aufwiesen und auf der Basis von Richtsätzen wie dem LIBOR verzinst wurden, sind die Euro-Commercial-paper-Programme nicht mit Back-up-Linien verknüpft, werden mit wechselnden Laufzeiten emittiert, durch Händler vertrieben, und die Verzinsung erfolgt in absoluten Werten. Zwar machten 1985 die Begebungen von Commercial paper am Euromarkt nur rund ein Drittel der insgesamt neu arrangierten Plazierungen aus, doch wiesen sie in der zweiten Jahreshälfte einen wachsenden Marktanteil auf. Im vierten Quartal 1985 erfolgten bereits mehr als 50% der neuen Plazierungen in dieser Form, und der expansive Trend hat sich während der ersten Monate des Jahres 1986 fortgesetzt.

Ein anderes beachtenswertes Merkmal des Marktes war, insbesondere im ersten Halbjahr 1985, das Wachstum der Multi-Component Facilities, die Kapitalnehmern eine Vielfalt von Verschuldungstechniken ermöglichen (kurzfristige Darlehen, Bankakzepte, Swingline-Kredite usw.). Neben der Möglichkeit, jederzeit das günstigste Kapitalangebot nutzen zu können, war ein Hauptanreiz dieser Verschuldungsinstrumente im letzten Jahr, daß sie Kreditdispositionen in Währungen wie der D-Mark, dem Pfund Sterling und dem Yen ermöglichten, was mit Euronotes und Euro-Commercial paper noch nicht möglich war.

Zwar wurde nur ein geringer Teil dieser Plazierungsvereinbarungen auch tatsächlich in Anspruch genommen, doch scheint es, daß ein wachsendes Interesse am Erwerb von Euronotes und Euro-Commercial paper seitens der Nichtbankanleger besteht, die diese Notes als hochrentable Alternative für andere kurzfristige und sehr liquide Aktiva wie US-Schatzwechsel und inländische Geldmarktpapiere ansehen. Die Einführung von Bonitätseinstufungen und der Möglichkeit für Investoren, unverbindliche Kaufangebote zu unterbreiten, erhöhten die Attraktivität dieser Finanzierungsinstrumente. Aus der Sicht der Kapitalnehmer zählen zweifellos die Flexibilität und die vergleichsweise niedrigen Kosten der Euronotes zu den Gründen, die zur Abschwächung des Konsortialkreditgeschäftes und in letzter Zeit zu einem Rückgang der Neuemissionen von variabel verzinslichen Obligationen beitragen. Ferner sind diese Schuldinstrumente als Substitute für Zwischenbankkredite und als Absicherung für die Begebung von Commercial paper in den USA benutzt worden.

In der Berichtsperiode war der Markt für Note Issuance Facilities regulatorischen Änderungen unterworfen. Die erste dieser Maßnahmen, die im April 1985 von der Bank von England bekanntgegeben wurde, betraf die Übernahmeverpflichtungen der Banken im Rahmen von NIF, die nun zu 50% in die Berechnung der bankenaufsichtsrechtlichen Risikokapitalquoten eingehen müssen. Im Gefolge dieser Ankündigung wurden in verschiedenen anderen Ländern – dazu gehören Frankreich, Deutschland, Japan und die USA – analoge Maßnahmen ergriffen oder vorge-

schlagen. Zweitens wurden inländische Märkte für Commercial paper eröffnet, in Frankreich am 18. Dezember 1985, in den Niederlanden im Januar 1986 und in Großbritannien im Mai 1986. Drittens entschied Anfang 1986 ein Gericht in den Vereinigten Staaten, daß Banken nach dem Glass-Steagall Act nicht mit Commercial paper handeln dürfen. Für den Fall, daß diese Entscheidung nicht von einer höheren Instanz aufgehoben wird, ist es möglich, daß einige US-Banken im Wettbewerb um US-Kunden ihr Geschäft mit Euro-Commercial paper ausweiten.

Mehr als 95% der 1985 bekanntgegebenen NIF wurden zugunsten von Kreditnehmern aus entwickelten Ländern arrangiert. Insbesondere US-Gesellschaften verstärkten ihren Zugriff auf den Markt, wobei ihr Anteil an den neuen Fazilitäten von \$ 3,1 Mrd. oder ungefähr 16% im Jahr 1984 auf \$ 17,6 Mrd. bzw. 36% im vergangenen Jahr stieg. Andere wichtige Kapitalnehmer in diesem Sektor kamen aus Australien (\$ 7,9 Mrd.), Schweden (\$ 4,8 Mrd.), Großbritannien (\$ 3,8 Mrd.) und Frankreich (\$ 3 Mrd.). Die Nichtbankunternehmen wurden 1985 erstmals zur größten Kundengruppe, wobei ihr Anteil an neu vereinbarten Fazilitäten auf über 60% zunahm.

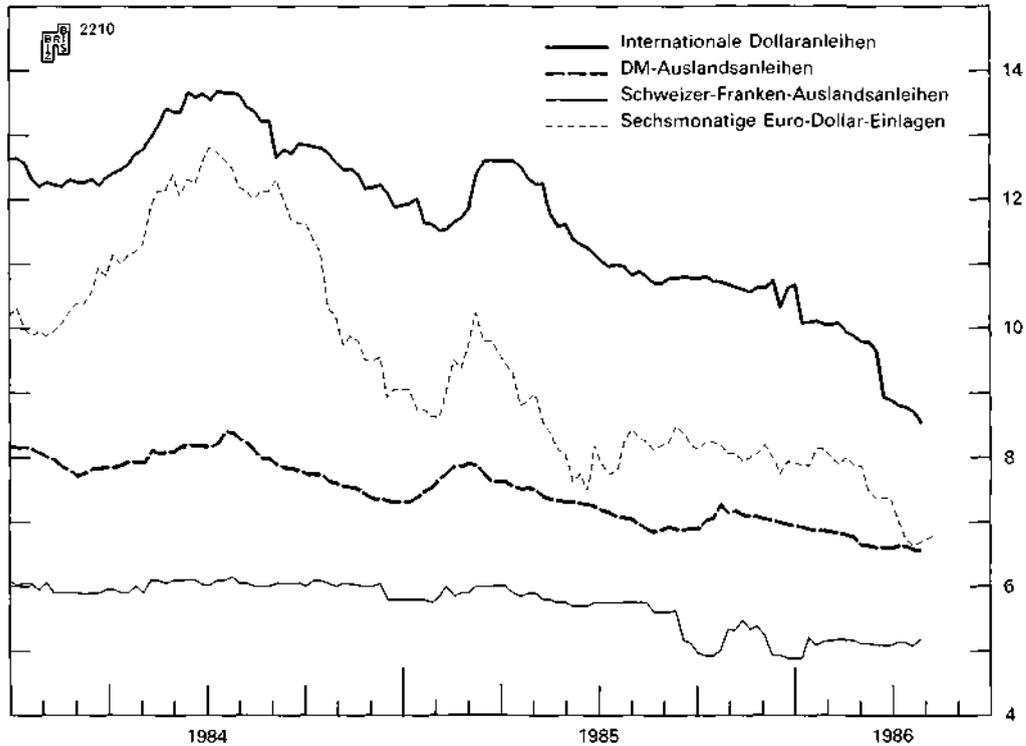
Im ersten Quartal 1986 belief sich der Gesamtbetrag der bekanntgegebenen neuen Euronotefazilitäten auf \$ 14,1 Mrd. Obwohl dieses Volumen dem Quartalsdurchschnitt des vorangegangenen Jahres annähernd entsprach, stellte es im Vergleich zur raschen Expansion vom vierten Quartal 1985 eine Verlangsamung dar. Der Tendenz des zweiten Halbjahrs 1985 entsprechend war eine zunehmende Anzahl neuer Schuldtitel (über 75%) nicht mit Übernahme- oder Finanzierungszusagen abgesichert. Zwei herausragende Merkmale des ersten Quartals waren die Verschiebung in der Zusammensetzung der Schuldner von Industrie- zu Finanzunternehmen und die plötzliche Zunahme auf \$ 3,3 Mrd. der für japanische Kapitalnehmer arrangierten Plazierungen; dabei handelt es sich vornehmlich um Banken, die bislang eigentlich nicht am Markt vertreten waren.

*Der langfristige Bereich.* Nach einem starken Wachstum im Jahr 1984 schnellte im vergangenen Jahr das Volumen neu begebener internationaler Anleihen um weitere \$ 55,5 auf insgesamt 164 Mrd., ein Niveau, das um 127% über dem von vor zwei Jahren liegt. Obwohl sich das Gesamtgeschäft im Jahr 1985 gleichmäßig auf die beiden Jahreshälften verteilte, wiesen diese beiden Zeiträume gleichwohl verschiedene Merkmale auf. Im ersten Halbjahr stimulierten das Vertrauen in den Dollar und die Ungewißheit über die zukünftige Zinsentwicklung vor allem den Eurodollarbereich und darunter besonders den Sektor der variabel verzinslichen Obligationen, die gegenüber dem ersten Halbjahr 1984 um 86 bzw. 106% wuchsen. Demgegenüber verringerte sich das Emissionsvolumen dieser beiden Marktsektoren im zweiten Halbjahr um etwa 20%, da der Dollar an Wert einbüßte und die langfristigen Zinsen – nach einer Aufwärtsbewegung im ersten Quartal – ihren Weg nach unten fortsetzten. Gleichzeitig vergrößerte sich der Marktanteil der festverzinslichen Anleihen von 56 auf 67% und jener der Nichtdollaremissionen von 33 auf 46%.

In der Einleitung dieses Kapitels wurden die allgemeinen Ursachen der expansiven Tendenz der internationalen Wertpapiermärkte bereits dargestellt, doch verdienen zwei Faktoren, die die Entwicklung und die strukturellen Merkmale der Märkte besonders stark beeinflußt haben, spezielle Aufmerksamkeit.

Renditen ausgewählter internationaler Anleihen und Euro-Dollar-Einlagensätze 1984–86

Mittwochswerte in Prozent



Einer dieser Faktoren ist die zunehmende Verwendung von Swaptchniken. Ein äußerst großer, wenn auch statistisch nicht quantifizierbarer Teil der Neuemissionen wurde 1985 gegen auf andere Währungen lautende Wertpapiere oder gegen andere Arten von Schuldinstrumenten oder gegen beide getauscht. Die Swaps verliehen der Emissionsaktivität einen bedeutenden Auftrieb, da sie das von Schuldnern und Kapitalgebern eingegangene Engagement von den spezifischen Märkten für Wertpapiere und Währungen lösten und ermöglichten, die aufgrund von regulatorischen Hindernissen bestehenden Arbitragemöglichkeiten wahrzunehmen. Infolgedessen verloren die sich aus spezifischen Emissionen ergebenden Zins- und Wechselkursstrukturen an Bedeutung. Ferner trugen längerfristige Währungsswaps zum Wachstum neuer Marktsektoren bei; dies gilt insbesondere für den ECU-Bereich, wo sich die Neuemissionen auf \$ 7,2 Mrd. beliefen, und für den Bereich der kleineren Währungen wie dem australischen Dollar (\$ 3,3 Mrd.) und dem neuseeländischen Dollar (\$ 1,1 Mrd.).

Zweitens hing das Wachstum der Wertpapiermärkte 1985 eng mit regulatorischen Veränderungen zusammen, die die Zulassung sowohl verschiedener Arten von Emissionen als auch einzelner Kategorien von Finanzmittlern betrafen, die diese Wertpapierplazierungen organisieren. Die am weitesten gehende Entregulierung erfolgte in Japan und betraf mehrere Aspekte des Emissionsgeschäfts. Erstens

Strukturmerkmale des internationalen Anleihemarktes

	1982	1983	1984	1985					1986 1. Quartal
				Jahr	1.	2.	3.	4.	
					Quartal	Quartal	Quartal	Quartal	
Milliarden US-Dollar									
Anleihen insgesamt .....	71,7	72,1	108,1	163,6	38,1	42,5	37,6	45,4	55,8
<i>davon:</i>									
Festverzinsliche Anleihen .....	56,4	50,0	65,5	100,4	22,0	23,1	26,2	29,1	46,2
Variabel verzinsliche Anleihen ..	12,6	15,3	34,1	55,9	14,1	17,2	9,7	14,9	8,3
Wandelanleihen <sup>1</sup> .....	2,7	6,8	8,5	7,3	2,0	2,2	1,7	1,4	1,3
<i>darunter:</i>									
US-Dollar Euro .....	40,9	35,7	67,2	95,3	24,6	27,9	19,0	23,8	26,0
Ausland <sup>2</sup> .....	3,2	3,4	1,2	3,3	0,8	0,4	0,8	1,3	2,2
Schweizer Franken .....	11,6	14,0	13,2	15,1	3,4	2,9	3,2	5,6	6,4
D-Mark .....	5,5	6,3	6,8	11,3	1,8	2,8	1,9	4,8	4,3
ECU .....	0,9	1,7	2,8	7,2	1,5	2,0	2,2	1,5	1,7
Yen Euro .....	0,4	0,3	1,2	6,8	1,2	0,6	2,7	2,3	5,5
Ausland .....	3,5	3,7	4,7	5,6	1,2	1,7	1,4	1,3	2,2
Pfund Sterling Euro .....	0,8	2,0	4,1	5,7	1,4	1,0	1,6	1,7	3,2
Ausland .....	1,2	0,9	1,4	0,9	—	0,2	0,4	0,3	0,2
Sonstige .....	3,7	4,1	5,5	12,4	2,2	3,0	4,4	2,8	4,1

<sup>1</sup> Ohne Anleihen mit Option zum Bezug von Aktien. <sup>2</sup> Ohne Anleiheemissionen kanadischer Schuldner in New York.  
Quelle: Bank von England.

wurde der Kreis der ausländischen Schuldner, dem Yen-Anleiheemissionen auf dem Euromarkt oder in Japan gestattet ist, stufenweise erweitert. Ferner wurde im Oktober bekanntgegeben, daß ausländischen Niederlassungen japanischer Unternehmen unter bestimmten Bedingungen erlaubt werden soll, Euro-Yen-Anleihen zu begeben. Zweitens wurden ausländische Banken ermächtigt, die Federführung bei Euro-Yen-Anleiheemissionen zu übernehmen. Drittens wurde die Quellensteuer auf von Gebietsfremden gehaltene Euro-Yen-Anleihen aufgehoben. Schließlich wurden im Juni gebietsfremde Schuldner ermächtigt, variabel verzinsliche Obligationen, Nullkuponanleihen und Wertpapiere, deren Bedienung in zwei Währungen erfolgen kann (Doppelwährungsanleihen), auf dem Euro-Yen-Markt zu begeben. Die Folge war, daß sich 1985 die Neuemissionen internationaler Yen-Anleihen mehr als verdoppelten. Insbesondere das Volumen neu begebener Euro-Yen-Anleihen schnellte von \$ 1,2 auf 6,8 Mrd.

Wichtige regulatorische Änderungen, die das internationale Kapitalmarktgeschäft beeinflussten, gab es auch in Deutschland. Seit Mai 1985 ist die Begebung von DM-Anleihen mit neuartigen Ausstattungsmerkmalen wie variabel verzinsliche Obligationen, Nullkuponanleihen, mit Swaps verbundene Anleihen und Doppelwährungsanleihen gestattet. Ferner dürfen in Deutschland niedergelassene ausländische Banken nunmehr die Konsortialführung bei der Emission von DM-Auslandsanleihen wahrnehmen, und der formelle Auslandsemissionskalender wurde durch ein flexibleres System ersetzt. Unter dem Einfluß dieser Maßnahmen expandierte im vergangenen Jahr das Volumen internationaler DM-Anleihen um 66% auf

\$ 11,3 Mrd., wovon fast ein Drittel auf variabel verzinsliche Obligationen und Nullkuponanleihen entfällt.

In Frankreich wurde im April 1985 der Euroanleihemarkt in französischen Francs (außer für FRN) wieder geöffnet. Italien gestattete im September die Begebung von auf Lira lautenden Euroanleihen gebietsfremder Adressen.

Wie in den vorangegangenen Jahren wurden wieder viele internationale Anleiheemissionen mit jenen spezifischen Merkmalen ausgestattet, die darauf abzielen, bestimmte Zins- und Wechselkurserwartungen auszunützen. Meistens wurden Dollarleihen mit diesen Ausstattungsmerkmalen versehen, doch einige dieser Techniken fanden, teilweise als Folge der Entregulierungsmaßnahmen, auch in andere Währungsbereiche Eingang. Im Bereich der wechsellkursbezogenen Techniken ermöglichten Teileinzahlungsanleihen und Optionen zum Bezug weiterer Anleihen den Investoren aus dem Nichtdollarbereich, Vorteile aus zukünftigen Zinssenkungen in den USA zu ziehen, gleichzeitig jedoch das Dollarabwertungsrisiko zu begrenzen. Auch die variabel verzinslichen Obligationen wiesen eine Vielfalt von Ausstattungsmerkmalen auf. Die wichtigsten waren Zinsplafondregelungen, wobei die Zinskupons nach Maßgabe eines Zinsindex bis zu einem vorher vereinbarten Maximalzins variieren können, und Zinskorrekturmaßnahmen, durch die die Zinsen in kürzeren Zeitabständen angepaßt werden, als durch die Zinsfälligkeiten vorgegeben.

Wie üblich wurde der Großteil der Neuemissionen für Kreditnehmer aus Industriestaaten organisiert. US-Schuldner, in erster Linie Unternehmen, nahmen mit \$ 40,5 Mrd. 63% mehr Mittel am Markt auf und waren dadurch für fast ein Viertel des Emissionsgeschäfts verantwortlich. Japanische Adressen, die zweitgrößte Gruppe, nahmen \$ 20 Mrd. auf, das waren 27% mehr als 1984. Eine der höchsten Wachstumsraten wiesen die britischen Schuldner auf, die ihre Marktnachfrage auf mehr als das Dreifache, von \$ 4,5 auf 14,6 Mrd., verstärkten; \$ 8 Mrd. des Gesamtbetrags waren Mittel, die in Form von variabel verzinslichen Obligationen aufgenommen wurden. Weitere \$ 2,5 Mrd. wurden im Rahmen einer einzigen Emission – der größten derartigen Transaktion, die es je gegeben hat – durch die britische Regierung aufgenommen, um die Währungsreserven des Landes zu stärken. Andersorts in der entwickelten Welt waren die größten Kreditnehmer Frankreich (\$ 11,9 Mrd.), Kanada (\$ 8,7 Mrd.), Schweden (\$ 5,9 Mrd.), Australien (\$ 5,7 Mrd.) und Italien (\$ 5,5 Mrd.). Die Entwicklungsländer (einschl. OPEC) weiteten ihre Emissionsaktivität auf mehr als das Doppelte aus, ihr Marktanteil blieb aber mit \$ 6,2 Mrd. gut unter 5%. Diese Länder kamen freilich teilweise in den Genuß von Mitteln, die von internationalen Institutionen aufgebracht worden waren; diese Mitteleaufnahme nahm im vergangenen Jahr um 41% auf \$ 18,6 Mrd. zu.

Das erste Quartal des Jahres 1986 war durch mehrere wichtige Entwicklungen gekennzeichnet. Erstens schnellten die Emissionen festverzinslicher Anleihen auf ein Rekordniveau von \$ 47,5 Mrd., nachdem die Zinsen stark gesunken waren, besonders jene für US-Dollar-Anleihen. Zweitens gingen die Neuemissionen von FRN auf \$ 8,3 Mrd. zurück, das sind 41% weniger als im Quartalsdurchschnitt des Jahres 1985. Diese Abschwächung kann auf mehrere Faktoren zurückgeführt werden. Zahlreiche Emittenten – besonders staatliche Kreditnehmer – fanden es leichter, sich

Schuldnergruppen auf den internationalen Anleihemärkten

Anleihe-schuldner	Jahr	Ins-gesamt	US-Dollar	davon:					Sonstige
				Schwei-zer Franken	Japani-scher Yen	D-Mark	ECU		
Milliarden US-Dollar									
USA .....	1982	15,3	12,8	1,5	0,2	0,6	—	0,2	
	1983	7,9	6,1	1,3	—	0,3	—	0,2	
	1984	24,9	21,4	1,2	0,7	0,7	0,1	0,8	
	1985	40,5	30,6	2,5	3,3	1,1	0,9	2,1	
	1986 1. Q.	12,5	7,9	1,7	1,9	0,2	0,3	0,5	
Japan .....	1982	5,9	1,8	3,8	0,1	0,2	—	—	
	1983	11,3	4,0	6,5	—	0,6	0,1	0,1	
	1984	15,8	9,1	5,7	0,1	0,5	0,1	0,3	
	1985	20,0	11,2	5,7	0,9	0,8	0,6	0,8	
	1986 1. Q.	5,8	3,1	1,7	0,7	0,3	—	—	
Sonstige entwickelte Länder ...	1982	35,8	22,2	4,4	2,2	2,6	0,7	3,7	
	1983	36,1	21,0	4,3	2,0	3,3	0,9	4,6	
	1984	51,1	32,6	4,3	2,4	3,3	1,5	7,0	
	1985	76,4	44,0	4,8	4,3	6,1	4,4	12,8	
	1986 1. Q.	29,5	14,2	2,2	3,3	2,6	0,9	6,3	
Entwicklungsländer (einschl. OPEC) .....	1982	3,1	2,2	0,3	0,3	0,2	—	0,1	
	1983	1,9	1,3	0,1	0,3	—	—	0,2	
	1984	2,8	1,6	0,2	0,7	—	—	0,3	
	1985	6,2	4,0	0,1	1,2	0,7	—	0,2	
	1986 1. Q.	1,5	0,6	—	0,8	0,1	—	—	
Sonstige (einschl. Osteuropa)	1982	0,2	0,2	—	—	—	—	—	
	1983	0,2	0,1	0,1	—	—	—	—	
	1984	0,3	0,2	—	0,1	—	—	—	
	1985	1,9	1,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
	1986 1. Q.	0,5	0,4	0,1	—	—	—	—	
Internationale Institutionen ...	1982	11,4	4,9	1,6	1,1	1,9	0,2	1,7	
	1983	14,7	6,6	1,7	1,7	2,1	0,7	1,9	
	1984	13,2	3,5	1,8	1,9	2,3	1,1	2,6	
	1985	18,6	7,4	1,9	2,6	2,5	1,2	3,0	
	1986 1. Q.	6,0	2,0	0,7	1,0	1,1	0,5	0,7	
Insgesamt .....	1982	71,7	44,1	11,6	3,9	5,5	0,9	5,7	
	1983	72,1	39,1	14,0	4,0	6,3	1,7	7,0	
	1984	108,1	68,4	13,2	5,9	6,8	2,8	11,0	
	1985	163,6	98,6	15,1	12,4	11,3	7,2	19,0	
	1986 1. Q.	55,8	28,2	6,4	7,7	4,3	1,7	7,5	

Quelle: Bank von England.

Mittel im Festzinssektor zu beschaffen und Swaps zu Kosten unterhalb LIBOR zu arrangieren. Die erwartete Abwärtsentwicklung der langfristigen Zinssätze regte die Nachfrage der Anleger nach festverzinslichen Anleihen an. Die Finanzinstitute, die 1985 ein großes Volumen an FRN emittiert hatten, um ihre Bilanzen zu verbessern, blieben dem Markt weitgehend fern. Die Renditenkurve schließlich behielt ihren flachen Verlauf bei, so daß jeder Anreiz fehlte, mit kurzfristigen Mitteln finanzierte FRN zu halten. Das dritte herausragende Merkmal dieses Quartals war der ausgeprägte Aufschwung am Markt für Konsortialkredite, wo sich das Neugeschäft von \$ 3,3 Mrd. im Schlußquartal des Jahres 1985 auf \$ 6,7 Mrd. ausweitete.

### Die internationale Schuldenlage und die Baker-Initiative

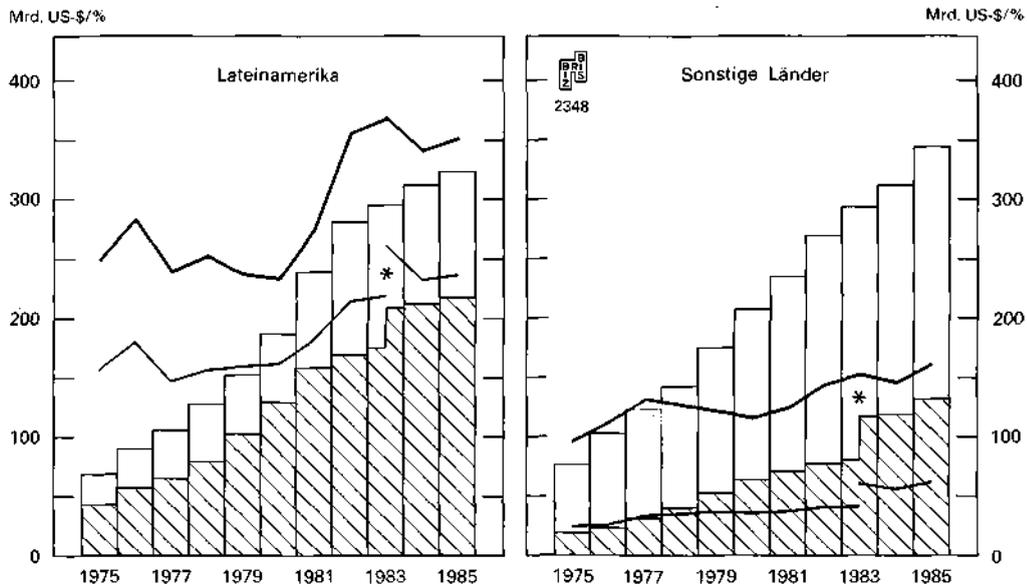
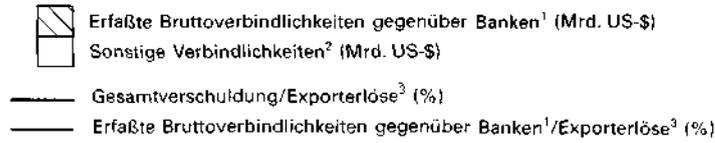
Aus der Sicht der internationalen Schuldenlage war 1985 ein ziemlich durchwachsendes Jahr. Nach einigen Verbesserungen im Jahr 1984 zogen am finanziellen Horizont erneut Wolken auf. Als Grund hierfür ist an erster und wichtigster Stelle die erneute Verschlechterung im Außenhandel der Problemschuldnerländer zu nennen. Als Ergebnis der verhalteneren wirtschaftlichen Expansion in den USA kam das Ausfuhrwachstum der Entwicklungsländer, das 1984 einen starken Aufschwung erfahren hatte, zum Stillstand, während die Ausfuhrpreise erneut abzurutschen begannen. Der resultierende Rückgang der Exporterlöse zwang Schuldnerländer zu weiteren Importkürzungen. Der negative Einfluß dieser Entwicklungen auf ihre eigenen Volkswirtschaften wurde in vielen Fällen durch die fortwirkenden rezessiven Effekte früherer Anpassungsmaßnahmen verstärkt. Diese hatten vornehmlich in einer Eindämmung der Gesamtnachfrage bestanden, ohne angebotsseitige Maßnahmen und strukturelle Reformen adäquat zu berücksichtigen.

Vor diesem düsteren Hintergrund schwindender Exporterlöse und anhaltender binnenwirtschaftlicher Probleme gab es – was nicht allzusehr überraschte – keine Anzeichen für ein Ansteigen „spontaner“ Bankausleihungen an die Schuldnerländer. Im Gegenteil: Trotz beträchtlicher, unter offizieller Mitwirkung geschnürter neuer Kreditpakete kam der Zufluß neuer Bankkredite an viele Schuldnerländer 1985 beinahe zum Stillstand oder kehrte sich sogar um.

Glücklicherweise gab es 1985 nicht nur negative Entwicklungen. Der Zinsrückgang, besonders bei in Dollar denominiertem Kapital, setzte sich fort: Die Zinssätze lagen im Durchschnitt 2,5 Prozentpunkte niedriger als 1984, und der Rückgang hielt im Jahr 1986 an. In ähnlicher Weise bedeutet der Fall des Dollarkurses auf den Devisenmärkten für jene Länder eine Senkung ihrer realen Auslandsschuldenlast, deren Schulden vornehmlich auf Dollar lauten, deren Ausfuhren aber überwiegend nicht in den Dollarraum gehen. Da die Währungen der Entwicklungsländer in den meisten Fällen an den US-Dollar geknüpft sind, half die Dollarabwertung darüber hinaus, realistischere Wechselkursrelationen gegenüber den Währungen anderer Industrieländer wiederherzustellen. Schließlich setzte sich die konstruktive Zusammenarbeit zwischen den Gläubigerbanken und den internationalen Organisationen trotz wachsender Enttäuschung und politischem Druck in den hochverschuldeten Ländern in den meisten Fällen fort. Mit wenigen Ausnahmen haben die Schuldnerländer ihre Zinszahlungen fortgesetzt, und einige haben in jüngster Zeit strukturelle Anpassungsprogramme in Angriff genommen. Im Zusammenhang mit Umschuldungsmaßnahmen waren die Banken in den meisten Fällen bereit, günstigere Zinsaufschläge zuzugestehen, wodurch die Effekte niedrigerer Zinssätze verstärkt wurden.

Bemerkenswert waren die ausgeprägten Unterschiede in der Lage einzelner Länder. Für Lateinamerika gilt beispielsweise: In Brasilien zog das wirtschaftliche Wachstum (zusammen mit der Inflation) kräftig an, während es sich in den meisten anderen Ländern deutlich abschwächte oder weiterhin stagnierte. Darüber hinaus werden diese Differenzen in der Wirtschaftsleistung durch den jüngsten Zusammenbruch der Ölpreise und dessen unterschiedliche Einflüsse auf die einzelnen Schuldnerländer weiter akzentuiert.

Entwicklung der internationalen Verschuldung der Entwicklungsländer  
(ohne OPEC) 1975–85



\* Bruch in der Datenreihe wegen der Erweiterung der statistischen Erfassung bei der internationalen Bankenstatistik der BIZ.

<sup>1</sup> Gegenüber Banken in den der BIZ berichtenden Ländern. <sup>2</sup> Schätzungen auf der Basis von IWF-Quellen. <sup>3</sup> Export von Waren und Dienstleistungen.

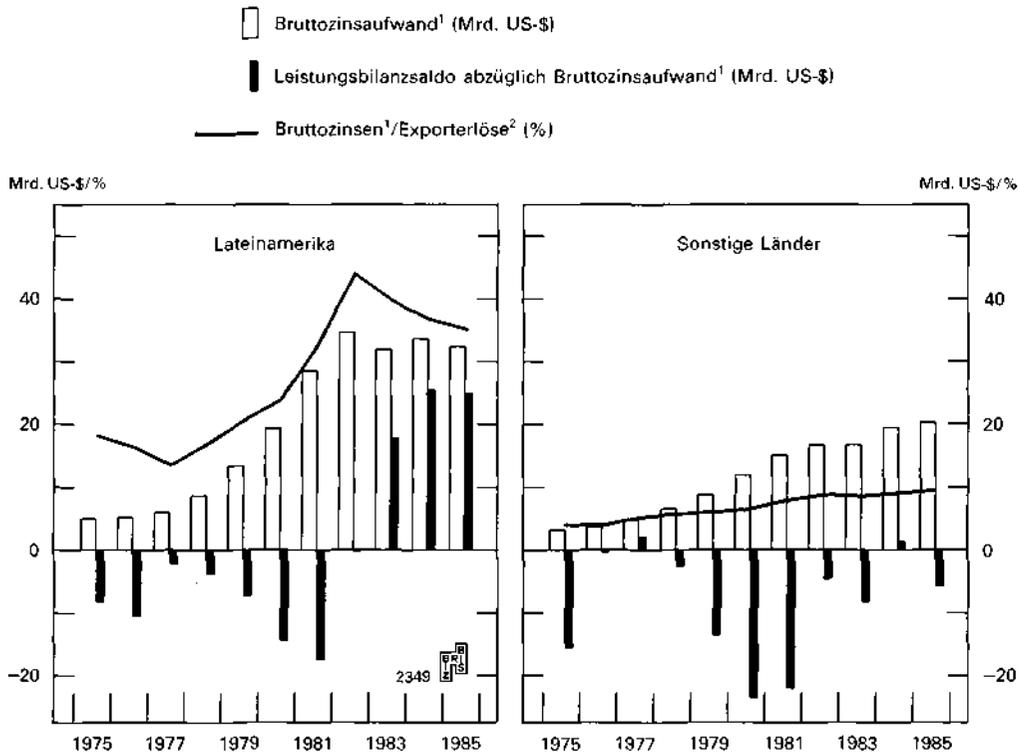
Angesichts der engen ökonomischen Bande zu ihrem großen nördlichen Nachbarn waren die lateinamerikanischen Länder im letzten Jahr von der Verlangsamung des wirtschaftlichen Wachstums in den Vereinigten Staaten besonders stark betroffen. Ihre Exporte von Gütern und Dienstleistungen, die – gemessen in Dollar – 1984 um 14% gestiegen waren, nahmen im letzten Jahr kaum weiter zu. Gleichzeitig verengte sich ihr Zugang zum Auslandskapital weiter. Sie reagierten darauf mit Importzurückhaltung und einem Stopp ihres früheren Reservenbaus bzw. mit einem Reservenabbau. Obwohl sich das Wachstum ihrer Auslandsschulden, zu jeweiligen Dollarkursen gerechnet, von \$ 17 Mrd. 1984 auf \$ 12 Mrd. verlangsamte, bedeutete das schwache Exportergebnis, daß das Verhältnis von Schulden zu Exporten erneut auf über 350% anstieg, nachdem es 1984 beträchtlich abgenommen hatte. Hinzu kommt, daß sich das Verhältnis aus Zinszahlungen und Exporten trotz des niedrigeren Zinsniveaus kaum weiter verbesserte. Beeinflußt durch die Notwendigkeiten einer straffen Haushaltsführung und eines wirtschaftlichen Umgangs mit Devisenreserven, stagnierten gleichzeitig die Investitionen und das wirtschaftliche Wachstum in den meisten Ländern dieser Region, während die

Arbeitslosigkeit weiter anstieg und das Pro-Kopf-Einkommen sich nicht verbesserte oder sogar weiter verschlechterte.

Mexiko verzeichnete im letzten Jahr eine besonders ausgeprägte Verschlechterung seiner externen Zahlungssituation. Der Leistungsbilanzüberschuß, der sich 1984 auf \$ 4 Mrd. belaufen hatte, wurde praktisch eliminiert, als der negative Einfluß des schwächeren Ölgeschäfts – obwohl er sich in den Außenhandelszahlen des Jahres 1985 noch nicht voll niederschlug – durch eine kräftige Ausweitung der Inlandsnachfrage verstärkt wurde. In Brasilien war der Umschwung in der Leistungsbilanz weniger ausgeprägt. Dank einer realistischen Wechselkurspolitik verschlechterte sich die Leistungsbilanz trotz des wiedereinsetzenden starken Wirtschaftswachstums von einer nahezu ausgeglichenen Position im Jahr 1984 zu einem Defizit von nicht mehr als \$ 0,7 Mrd. Da keine größeren strukturellen Ungleichgewichte vorliegen, ist zu erwarten, daß das umfassende antiinflationäre Wirtschaftsreformpaket, das im März 1986 verabschiedet wurde, die Inflationsrate in diesem Jahr von rund 250% auf eine einstellige Ziffer herunterbringen wird. Wiedereinsetzendes Ausfuhrwachstum – die Exporterlöse sanken 1985 um etwa 5% – würde vor dem Hintergrund niedrigerer Ölpreise und Zinssätze einen großen Schritt auf dem Weg zur Lösung der externen Zahlungsprobleme dieses Landes bedeuten. In Argentinien führte das im Juni letzten Jahres eingeleitete Sparprogramm zu einem Rückgang des Leistungsbilanzdefizits von \$ 2,5 auf 2 Mrd. und reduzierte die Inflationsrate von monatlich 30% auf nur wenig mehr als 3% zum Jahresende 1985. Doch das Land zahlte einen Preis in Form geringerer wirtschaftlicher Aktivität: Die Inlandsproduktion sank um ungefähr 4%, und das reale Sozialprodukt je Kopf der Bevölkerung lag um mehr als 15% unter dem Niveau zu Beginn dieser Dekade. Trotzdem: Nur durch beharrliches Vorwärtsschreiten auf dem eingeschlagenen politischen Weg kann das Land hoffen, seine wirtschaftliche Leistungsfähigkeit nachhaltig zu verbessern.

Stagnierende Exporte und schwindendes Vertrauen bedeuteten, zusammen mit dauerhaft hohen Schuldendienstlasten, daß die externe Finanzierungsposition der meisten Schuldnerländer sehr schwierig blieb. Wie auf S. 106 erklärt ist, kam die Bruttoneuverschuldung der lateinamerikanischen Länder bei Banken, ohne Bewertungseffekte, im letzten Jahr beinahe zum Stillstand, obwohl beträchtliche Summen neuer Kredite im Rahmen offiziell geförderter Umschuldungsprogramme vergeben wurden. Die Neukredite des IWF an Lateinamerika sanken netto ebenfalls, von \$ 3,9 Mrd. 1984 auf \$ 1,5 Mrd. Dies geschah nicht nur wegen des Auslaufens bestehender Kreditzusagen, sondern auch als Konsequenz von Zahlungsaussetzungen wegen Nichterfüllung der Leistungskriterien des Fonds oder einer glatten Weigerung, die Konditionalität des Fonds zu akzeptieren. Gleichzeitig blieb den Problemschuldnern der direkte Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten praktisch verschlossen, und die Direktinvestitionen zeigten als Ergebnis des schlechten Zustands ihrer Volkswirtschaften kaum Anzeichen einer Wiederbelebung. Eine ausgleichende Entwicklung nahmen die Einlagen der lateinamerikanischen Länder bei den berichtenden Banken: Nachdem sie 1984 um \$ 10 Mrd. gestiegen waren, gingen sie im letzten Jahr um \$ 1 Mrd. zurück. Doch dies spiegelte vor allem die Tatsache wider, daß diese Länder nicht länger in der Lage waren, ihre Nettowährungsreserven aufzustocken.

Bestimmungsgründe für den Kreditbedarf der Entwicklungsländer  
(ohne OPEC) 1975–85



<sup>1</sup> Schätzungen auf der Basis von IWF-Quellen. <sup>2</sup> Export von Waren und Dienstleistungen.

Außerhalb Lateinamerikas blieb die Finanzierungssituation in einer großen Gruppe kleiner Länder mit niedrigem Einkommen, namentlich in den afrikanischen Ländern südlich der Sahara, sehr schwierig, da sie praktisch keinen weiteren Zugang zu den internationalen Finanzmärkten hatten. Angesichts ihrer geringen Kreditwürdigkeit waren diese Länder selbst in den höchst euphorischen Tagen des internationalen Kreditgeschäfts nicht in der Lage gewesen, viel vom internationalen Bankensektor zu borgen; der Großteil ihrer beträchtlichen Auslandsverschuldung stammt von offiziellen Kreditgebern. Unter den gegebenen ungünstigen internationalen Handelsbedingungen waren diese Länder im letzten Jahr auch nicht in der Lage, ihre Zahlungsbilanzen zu verbessern. Nach IWF-Angaben kam es zu einer ausgeprägten Verschlechterung ihrer Quoten von Schulden und Zinszahlungen zu den Exporten: von 345 auf 383% bzw. von 9,3 auf 12,5%. Hinzu kommt, daß eine Anzahl dieser Länder mit ihren Schuldentrückzahlungen an den IWF im Rückstand ist, und einige von ihnen sind von neuen Ziehungen ausgeschlossen, weil sie versäumten, solche ausstehenden Forderungen zu begleichen. Es ist jedoch klar, daß im Falle dieser Länder die Lösung der Schuldenprobleme außerhalb der privaten Finanzmärkte gefunden werden muß.

In Ostasien stellte sich die Situation der Entwicklungsländer deutlich anders dar. Die Exportmöglichkeiten dieser Länder waren ebenfalls durch die Abschwächung des wirtschaftlichen Wachstums in den USA stark beeinträchtigt, doch dank ihres niedrigen Verschuldungsniveaus und/oder der größeren Dynamik ihrer Volkswirtschaften hatten die meisten dieser Länder weiterhin Zugang zu internationalen Bankkrediten unter relativ günstigen Bedingungen. Dennoch – China ausgenommen, das noch immer ein Nettogläubiger gegenüber dem internationalen Bankensektor ist – machten diese Länder von ihren Verschuldungsmöglichkeiten nur mäßigen Gebrauch, und auch dort, wo es zu einem gewissen Anstieg der Verschuldungsquoten kam, blieben diese weit unterhalb derjenigen der lateinamerikanischen Länder.

Wendet man sich erneut Lateinamerika zu, wo es zu keinen neuen freien Kapitalströmen kam, so hing die Vermeidung glatter Zahlungseinstellungen auch weiterhin von der Umschuldung fälliger Kredite ab. Während eine Art befristeter Übereinkommen mit fast allen Ländern geschlossen werden konnte, erwies sich die Ausarbeitung mehrjähriger Umschuldungspakete, die normalere Kreditbeziehungen erlaubt hätten, als ein schwieriger und zeitraubender Prozeß. Schließlich unterzeichneten im Frühjahr 1986 fünf wichtige lateinamerikanische Staaten – Argentinien, Chile, Ecuador, Mexiko und Venezuela – definitive, die Fälligkeiten mehrerer Jahre erfassende Umschuldungsvereinbarungen mit ihren Banken, nachdem viele Monate der Verhandlungen vorausgegangen waren. Eine Anzahl anderer lateinamerikanischer Länder verhandelt noch; vorläufige Abkommen mit den Lenkungsausschüssen der Banken wurden bereits unterzeichnet, z.B. im Fall von Brasilien und Uruguay. Zusammengenommen beliefen sich die durch Umschuldungsabkommen erfaßten Auslandsschulden Lateinamerikas zum Frühjahrsbeginn 1986 auf rund \$ 90 Mrd., das sind ungefähr 40% der gesamten Bankenverschuldung dieser Region. In praktisch allen Fällen beinhalteten die Programme ansehnliche Senkungen der von Banken geforderten Zinsspannen, wenngleich sich die Rückzahlungsbedingungen und tilgungsfreien Zeiten von Land zu Land beträchtlich unterschieden. Zwei lateinamerikanische Staaten, Kolumbien und Paraguay, setzen den Schuldendienst entsprechend den ursprünglichen Vertragsbedingungen fort, während am anderen Ende des Spektrums Bolivien und Peru ihre Schuldendienstzahlungen einseitig ausgesetzt oder reduziert haben. Außerhalb Lateinamerikas wurden neue mehrjährige Umschuldungsabkommen z.B. mit Jugoslawien und den Philippinen abgeschlossen, und mit Nigeria wird verhandelt. Für Polen, dem ersten Land, das ein mehrjähriges Umschuldungsabkommen mit den Banken erzielte, sind Ad-hoc-Umschuldungen fälliger Kredite, zum Teil solche aus früheren Programmen, ein fortwährender Prozeß.

Obwohl es in der Berichtsperiode weder zu einer Reduktion des Gesamtengagements gegenüber Problemländern noch zu einer erkennbaren Qualitätsverbesserung solcher Forderungen insgesamt kam, setzten die Gläubigerbanken in den meisten Fällen die Verbesserung ihrer Bilanzstruktur fort. Sie haben ihre Rückstellungen für zweifelhafte Forderungen weiter aufgestockt und gleichzeitig ihr Risikokapital erhöht. Die Banken außerhalb des Dollarraums wurden dabei durch den starken Kursrückgang des Dollar unterstützt: Der Kursrückgang führte in heimischer Währung gerechnet zu einer substantiellen Minderung ihrer internatio-

nenen Dollarpositionen. Andererseits haben Probleme im Inland, insbesondere im Energiebereich, bei den Immobilien und in der Landwirtschaft, in einigen Fällen die Verwundbarkeit der Banken auf ihren heimischen Märkten vergrößert (s. Kapitel IV). Gleichzeitig haben der heftige Wettbewerb auf den internationalen Wertpapiermärkten, der Mangel an erstklassigen Schuldnerländern und die drohende Aushöhlung der Rolle der Banken als Finanzintermediäre die Verdienstspannen der Banken bei ihren internationalen Geschäften gedrückt.

Ihre anhaltende nationale ökonomische Zwangslage – in den meisten lateinamerikanischen Ländern liegt das Sozialprodukt je Kopf der Bevölkerung deutlich unter dem Niveau zu Anfang dieses Jahrzehnts – und die schwierigeren internationalen ökonomischen Bedingungen haben zusammen mit protektionistischen Tendenzen in den Industrieländern die Haltung der Schuldnerländer tendenziell verhärtet. Bei ihrem Treffen im Dezember 1985 in Uruguay trat die sogenannte Cartagena-Gruppe elf lateinamerikanischer Schuldnerländer mit der ausdrücklichen Forderung an die internationale Finanzwelt, ihre Zinsbelastung zu verringern, bestehende Kreditlinien beizubehalten und zusätzliche Kredite zu gewähren. Mehr noch, sie billigten im voraus jede Entscheidung einzelner Schuldnerländer, einseitige Maßnahmen zur Reduktion ihrer Schuldendienstlasten zu treffen. Bisher hat kein weiteres lateinamerikanisches Land auf solche Maßnahmen zurückgegriffen. Trotzdem kann es wenig Zweifel über den schädlichen psychologischen Einfluß anhaltender Sparprogramme geben, zu denen sich neugewählte demokratische Regierungen dieser Länder aufgrund von Überlegungen zur Auslandsschuld ohne Aussichten auf Verbesserungen in absehbarer Zeit gezwungen sehen.

Die Erkenntnis, daß mehrere Jahre der Beschränkungen und Entbehnungen nicht vermochten, die Schuldenquoten zu vermindern, und daß deshalb eine neue Strategie zur Behandlung des internationalen Schuldenproblems notwendig sei, war auch einer der Hauptgründe hinter der neuen Initiative des US-Finanzministers, die im Oktober 1985 anläßlich des Jahrestreffens der Bretton-Woods-Institutionen in Seoul lanciert und von ihrem Autor „Ein Programm für nachhaltiges Wachstum“ genannt wurde.

Wie der Titel nahelegt, liegt die Betonung dieser neuen Schuldenstrategie auf der Wiederbelebung gesunden Wirtschaftswachstums in den Schuldnerländern als notwendige Bedingung für eine langfristige Lösung des internationalen Schuldenproblems. Anstelle kurzfristiger Zahlungsbilanzanpassungen, zu welchen Kosten für die ökonomische Aktivität auch immer, liegt der Schwerpunkt dieser neuen Strategie auf strukturellen Reformen: Diese würden die Schuldnerländer auf einen höheren wirtschaftlichen Wachstumspfad heben und dabei das relative Gewicht ihrer Auslandsschulden schrittweise verringern. Um den größeren externen Finanzierungsbedarf befriedigen zu können, der mit einer solchen langfristigen Strategie verbunden ist, sieht die Baker-Initiative eine 50prozentige Aufstockung (die sich auf \$ 3 Mrd. pro Jahr summiert) der neuen Kredite der Weltbank und ihrer Tochterinstitute an die wichtigsten Problemschuldnerländer und insgesamt \$ 20 Mrd. zusätzlicher neuer Kredite durch die Geschäftsbanken innerhalb der nächsten drei Jahre vor.

Der Zugang zu diesen neuen Finanzierungsquellen soll jedoch strikt von der Annahme wachstumsorientierter Strukturanpassungsprogramme abhängig sein, die

von den Schuldnerländern in enger Zusammenarbeit mit dem IWF und der Weltbank zu erstellen sind. US-Finanzminister Baker erwähnte insbesondere drei Bereiche, auf die diese Strukturanpassungen ausgerichtet sein sollten: erstens eine zunehmende Betonung des privaten Sektors und weniger Rückgriff auf den Staat zur Verbesserung der Beschäftigungslage, der Produktion und der Wirtschaftlichkeit; zweitens angebotsseitige Maßnahmen wie Steuer- und Arbeitsmarktreformen und die Entwicklung der Finanzmärkte zur Mobilisierung inländischer Ersparnisse und Erleichterung effizienter Investitionen; und drittens Marktöffnungsmaßnahmen, einschließlich der Liberalisierung des Außenhandels, um ausländische Direktinvestitionen und Kapitalzuflüsse zu ermutigen.

Der IWF und die Weltbank sollen dieser Neuorientierung der Entwicklungsstrategie ihre volle Unterstützung gewähren, selbst wenn sie gewisse Änderungen der gegenwärtigen Praxis und Verfahren beinhaltet. Das wird vertrauensvolle Zusammenarbeit und enge geschäftspolitische Koordination zwischen diesen beiden Institutionen erfordern. Während der IWF der erste Koordinator der allgemeinen internationalen Schuldenpolitik und Überwacher solider Wirtschaftspolitik bleiben soll, wird die Weltbank naturgemäß eine herausragende Rolle bei der Ausarbeitung und Finanzierung längerfristiger Wachstumsstrategien zu spielen haben. In diesem Zusammenhang sollen die Weltbank und ihre Tochterinstitute den Anteil rasch auszahlbarer sektoraler und struktureller Anpassungsdarlehen vergrößern und ihre Kofinanzierungsoperationen mit den Banken ausweiten. Die Internationale Finanz-Corporation (IFC) und die jüngst gegründete Multilaterale Investitionsagentur (MIGA) sollen die Entwicklungsländer unterstützen, sowohl schuldensbildendes Kapital als auch das dazugehörige technische und kaufmännische Know-how ins Land zu holen.

Die Geschäftsbanken wiederum sind aufgefordert, die \$ 20 Mrd. neuer Mittel ausschließlich jenen Ländern zukommen zu lassen, die ein solch wachstumsorientiertes Anpassungsprogramm ausgearbeitet haben. Die neuen Gelder könnten sowohl für kurzfristige Finanzierungen als auch für langfristige Investitionen benutzt werden.

Die Grundidee der Baker-Initiative hat weithin eine günstige, wenn auch vorsichtige Aufnahme gefunden. Zum einen hat sie gezeigt, daß die gegenwärtige US-Administration bereit ist, sich auf eine neue Art im internationalen Schuldenproblem zu engagieren. Zum anderen ist die zugrundeliegende Idee einer langfristigen Lösung dieses Problems über die Revitalisierung der Wirtschaften der Schuldnerländer, die sich in den meisten Fällen noch nicht von den sehr ernsten Rückschlägen der Schuldenkrise erholt haben, gewiß ein sehr stichhaltiges Konzept. Selbst aus der Sicht der Banken braucht die Verpflichtung, neue Mittel bereitzustellen, nicht als Mildtätigkeit angesehen zu werden, sondern kann in dem Maße als solide Geschäftspolitik betrachtet werden, wie die neuen Kredite die Qualität der ausstehenden Forderungen verbessern. Was darüber hinaus die Schuldnerländer angeht, so würden eine gesunde, wachstumsorientierte Wirtschaftspolitik, ein florierender privater Sektor, realistische Preisstrukturen – besonders auf dem Feld der Zinssätze und Wechselkurse – und das Fehlen überflüssiger und willkürlicher Regelungen sicherlich einen großen Schritt auf dem Weg zur Lösung ihrer ernstesten Pro-

bleme, namentlich der großen legalen wie illegalen privaten Kapitalabflüsse, bedeuten.

Die Kritik an der Baker-Initiative richtete sich daher nicht gegen ihre Grundidee, sondern vielmehr gegen ihre quantitative Angemessenheit, ihre Struktur und ihre Ausgewogenheit.

Ein Kritikpunkt, der besonders von den Schuldnerländern selbst angesprochen wurde, war, daß die neuen, nach dem Baker-Plan bereitzustellenden Mittel nur einen kleinen Teil ihrer Zinszahlungen ausmachen würden. Die fortgesetzte Austrocknung ihrer finanziellen Ressourcen würde deshalb nicht die Durchführung der von dem Plan anvisierten wachstumsorientierten Politik zulassen, da viele dieser langfristigen Strategien erst mit einer beträchtlichen Verzögerung beginnen würden, Früchte zu tragen. Demgemäß wäre die Baker-Strategie wahrscheinlich nur erfolgreich, wenn sie von einer direkten Senkung der Schuldenlast begleitet wäre. Ein damit verwandtes Argument besagt, daß eine Zinsreduktion um 2 Prozentpunkte den Schuldnerländern denselben Betrag neuer Mittel verschaffen würde wie der Baker-Plan, ohne jedoch zu einem weiteren Anstieg ihrer Verschuldung zu führen. Eine solche Zinssenkung wurde bekanntlich in der Zwischenzeit durch die Marktkräfte herbeigeführt, obwohl dieser Effekt für die ölexportierenden Länder durch die weitere Verschlechterung ihrer Terms of trade zunichte gemacht wurde. Außerdem wurden Vorbehalte seitens der Schuldnerländer laut, die Fragen der nationalen Autonomie und der Vernachlässigung historischer wie politischer Zwänge besonders im Hinblick auf die forcierte Schrumpfung des öffentlichen Sektors und die Ermunterung von Direktinvestitionen betreffen.

Ein anderer Kritikansatz, der nicht nur aus den Schuldnerländern kam, bezieht sich auf den so empfundenen Mangel an Ausgewogenheit der neuen Strategie. Während sie weitreichende neue Verpflichtungen sowohl von den potentiellen Schuldnerländern wie den Gläubigerbanken verlangt, sind keine entsprechenden Bindungen seitens der Regierungen der Gläubigerländer vorgesehen. So wurde beispielsweise angeführt, daß eine Ausweitung offizieller Handelskredite, finanzieller Garantien oder bilateraler Entwicklungshilfe in dem Plan nicht erwähnt wird. Noch enthält der Plan eine Empfehlung, daß die zusätzlich von den Banken verlangte Kreditvergabe von den nationalen Aufsichts- und Finanzbehörden ermutigt werden sollte. Hinzu kommt: Während die Konditionalität für die Schuldnerländer eine freiere Handelspolitik einschließt, wird von den Industrieländern keine Zusage verlangt, ihre Märkte für die Exporte der Entwicklungsländer offenzuhalten und Subventionen auf Produkte abzuschaffen, die mit den Ausfuhrsgütern der Entwicklungsländer konkurrieren. Ferner gibt es keinerlei Verpflichtung seitens der Industrieländer, das Ausfuhrwachstum der Entwicklungsländer durch gesamtwirtschaftliche Maßnahmen und „gemischte Strategien“, die hohe wirtschaftliche Wachstumsraten mit einem einigermaßen niedrigen Zinsniveau vereinbaren müßten, zu unterstützen.

Gegen diese Kritik kann eingewandt werden, daß solche wirtschaftspolitischen Absichten wiederholt durch die Industrieländer zum Ausdruck gebracht wurden, z.B. auf dem Treffen der „Fünfergruppe“ im September 1985 in New York und auf dem Gipfeltreffen der sieben wichtigsten Industrieländer Anfang Mai 1986 in Tokio, obwohl diese Absichtserklärungen zugebenermaßen kaum als bindende

Verpflichtungen angesehen werden können. Es kann nur wenig Zweifel daran geben, daß die Baker-Strategie ohne eine Politik der offenen Türen und ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum in den Industrieländern sowie ohne niedrigere reale Zinssätze sehr unvollständig bliebe.

Bisher hat sich kein Land ausdrücklich der zusätzlichen Finanzierungsmöglichkeiten bedient, die nach dem Baker-Plan potentiell verfügbar sind (zum Teil deswegen, weil angesichts der verhärteten Einstellung der Schuldnerländer kein Land das erste sein wollte), doch mit einer Anzahl von Ländern wird verhandelt, während die Weltbank begonnen hat, Kredite für Strukturprojekte des von der Baker-Initiative anvisierten Typs auszus zahlen.

Abschließend sei erwähnt, daß in Übereinstimmung mit der in der Baker-Initiative dargelegten Strategie eine neue Strukturanpassungsfazilität (SAF) beim IWF eingerichtet wurde, über welche die zwischen 1985 und 1991 aus der Rückzahlung von Krediten des Treuhandfonds in Höhe von SDR 2,7 Mrd. verfügbar werdenden Mittel an Niedrigeinkommensländer mit anhaltenden außenwirtschaftlichen Zahlungsschwierigkeiten vergeben werden. China und Indien haben erklärt, daß sie von dieser Kreditquelle keinen Gebrauch machen wollen, um die kleineren Länder nicht zu verdrängen. Länder, die sich um Unterstützung unter dieser Fazilität bewerben, werden ein mittelfristiges wirtschaftliches und strukturelles Anpassungsprogramm zur Überwindung ihrer Zahlungsbilanzprobleme und Förderung des Wirtschaftswachstums vorlegen müssen. Das Rahmenwerk für diese Politik wird von den Stäben des IWF und der Weltbank gemeinsam entwickelt.

## VI. GELDPOLITIK: ZWISCHENZIELE UND STEUERUNGSKONZEPTE

### Schwerpunkte

Seit einigen Jahren räumt die Geldpolitik in den Industrieländern der Dämpfung des Preisanstiegs Vorrang ein. In den größeren Ländern basierte diese Politik vornehmlich auf der Steuerung der monetären Aggregate. Als im letzten Jahr das Ziel der Preisstabilität näher rückte, konzentrierte sich die Geldpolitik zunehmend darauf, einen inflationsfreien Wirtschaftsaufschwung zu fördern. Mit gewachsenen Schwierigkeiten, die Entwicklung der monetären Gesamtgrößen zu interpretieren, wurde die Geldpolitik in einigen Ländern verstärkt „fallweise“ betrieben.

In den USA und Großbritannien, wo die monetäre Entwicklung von Sonderinflüssen gestört war, nahmen die geldpolitischen Instanzen Anpassungen an ihren monetären Zielen vor und legten weniger Gewicht auf bestimmte Aggregate. Das unerwartete Verhalten der Umlaufgeschwindigkeit monetärer Schlüsselgrößen, bedingt durch niedrigere Zinssätze, finanzielle Innovationen und eine fortgesetzte Verlangsamung des Preisanstiegs, veranlaßte die in diesen und in einigen anderen Ländern für die Geldpolitik Verantwortlichen, sich mehr von der wirtschaftlichen Entwicklung, den Zinsen und den Wechselkursen leiten zu lassen.

Dagegen waren die Währungsbehörden in Deutschland, Japan, der Schweiz und Frankreich bei der Verfolgung ihrer Zielsetzungen für das Geldmengenwachstum im wesentlichen erfolgreich und sahen keinen Grund, bedeutende Änderungen ihrer Geldmengenstrategien vorzunehmen. In vielen europäischen Ländern ist die Geldpolitik weiterhin vornehmlich darauf ausgerichtet, stabile Wechselkursrelationen aufrechtzuerhalten, insbesondere zu Ländern mit einer positiven Inflationsbilanz.

Gleichzeitig wurde zunehmend deutlich, daß die Einflüsse von Wechselkursentwicklungen auf die Wirtschaft selbst der größten Länder so beträchtlich sein können, daß sie von den monetären Instanzen bei der Formulierung und Umsetzung ihrer Geldpolitik berücksichtigt werden müssen. Zum Teil aus diesen Gründen mußten die Zentralbanken Wege finden, den Finanzmärkten anpassungsfähigere Zinsleitlinien zu geben, und sie führten flexible Verfahren zur Beeinflussung der kurzfristigen Zinsen ein.

Auf lange Sicht beeinflußt die Geldpolitik vor allem das allgemeine Inflations-tempo. Diesen Zusammenhang aus den Augen zu verlieren, könnte bedeuten, daß die mühsam errungenen Erfolge im Kampf gegen die Inflation aufs Spiel gesetzt werden. Diese Gefahr ist vielleicht am größten, wenn die unmittelbaren Aussichten für die allgemeine Preisentwicklung wegen der rückläufigen Energiepreise und der – abgesehen von den Vereinigten Staaten – sich in den meisten Ländern aufwertenden Währungen so günstig sind wie im Augenblick. Geldmengensteuerung scheint in den größten Ländern nach wie vor der beste Schutz gegen ein Wiederaufleben

der hausgemachten Inflation zu sein. Zielvorgaben für Nominaleinkommen oder für Zinssätze allein würden diesen Zweck zweifellos nicht erfüllen.

Allerdings unterliegt das, was die Geldpolitik erreichen kann, mannigfachen Zwängen. Aus verschiedenen Gründen wird in manchen Ländern die Finanzpolitik nicht mehr als ein nützliches Instrument zur Steuerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage angesehen. Damit besteht die Gefahr, daß man sich zu sehr auf die Geldpolitik verläßt, besonders wenn kurzfristige Ziele verfolgt werden. Geldpolitik ist am wirksamsten, wenn sie langfristig ausgerichtet ist und dabei ein stabiles monetäres Klima für wirtschaftliches Wachstum herstellt.

### Entwicklungen der Geldmengenpolitik

*Die monetären Aggregate: Ziele und Entwicklung.* Zu Beginn des letzten Jahres war die Geldpolitik in den meisten größeren Industrieländern weiterhin durch Vorgaben für die monetären Gesamtgrößen gekennzeichnet. Vor dem Hintergrund rückläufiger Inflationsraten wurden die verkündeten Ziele für die monetäre Expansion im Jahr 1985 in Deutschland und in Frankreich reduziert. Auch in Groß-

Geldmengen- und Kreditaggregate: Zielvorgaben und Zuwachsraten

	Geldmengen- bzw. Kredit- aggregat <sup>1</sup>	Zielvorgabe <sup>2</sup> für			Geldmengen- bzw. Kreditwachstum				
					Zielperiode <sup>4</sup>		Veränderung gegen Vorjahr (basierend auf Quartalsdurchschnitten)		
		1984 <sup>3</sup>	1985 <sup>3</sup>	1986 <sup>3</sup>	1984	1985	1. Quartal		
Prozent <sup>5</sup>									
USA .....	M1	4-8	3-8	3-8	5,4	13,2	9,1	6,5	11,3
	M2	6-9	6-9	6-9	8,0	8,6	8,7	9,2	6,7
	M3	6-9	6-9 <sup>1/2</sup>	6-9	10,4	7,7	9,5	10,6	6,9
	GVINS	8-11	9-12	8-11	14,3	13,9	12,2	14,4	14,7
Japan .....	M2 + CD	8	8	8-9	7,9	9,0	7,9	7,9	9,0
Deutschland (BR) ..	ZBG	4-6	3-5	3 <sup>1/2</sup> -5 <sup>1/2</sup>	4,6	4,5	5,4	4,9	5,1
Frankreich .....	M2R	5 <sup>1/2</sup> -6 <sup>1/2</sup>	4-6	-	7,6	6,9	8,9	8,1	7,3 <sup>6</sup>
	M3	-	-	3-5	-	-	9,9	9,4	5,2
Großbritannien .....	M0	4-8	3-7	2-6	5,6	2,4 <sup>7</sup>	5,8	5,4	3,9
	£M3	6-10	5-9	11-15	12,3	15,2 <sup>7</sup>	10,2	10,0	15,1
Italien .....	CPS	-	12	9 <sup>8</sup>	17,6	11,5	15,5	16,1	9,1
	M2	-	10	9	-	10,8	12,7	14,1	9,5
Schweiz .....	NBGB	3	3	2	2,5	2,2	1,1	2,4	1,4
Niederlande .....	DM2	-	-	5 <sup>1/2</sup> -6	-	-	6,5	5,7	9,6 <sup>6</sup>

<sup>1</sup> GVINS = gesamte Verschuldung der inländischen nichtfinanziellen Sektoren; ZBG = Zentralbankgeldmenge; M2R = M2-Aktiva Gebietsansässiger; M0 = weit abgegrenzte monetäre Basis; CPS = Kredite an den nichtöffentlichen Sektor; NBGB = bereinigte Notenbankgeldmenge; DM2 = M2 aus inländischen Bankquellen. <sup>2</sup> Japan: Projektion. <sup>3</sup> USA (außer für M1 im Jahre 1985), Japan (1984/85), Deutschland und Frankreich (1986): viertes Quartal gegen viertes Quartal des Vorjahres; Italien und die Niederlande: Dezember gegen Dezember des Vorjahres. Frankreich (1984/85): Zielperioden basieren auf Durchschnitten November bis Januar; Großbritannien (seit 1985): Veränderung über zwölf Monate; Schweiz: Jahresdurchschnitt. Die für die USA ausgewiesene Zielvorgabe für M1 für 1985 wurde im Juli 1985 für den Zeitraum vom zweiten Quartal bis zum vierten Quartal eingeführt. (Die zuvor im Januar verkündete Zielvorgabe betrug 4-7%.) In Großbritannien wurde die Zielvorgabe für Sterling-M3 für 1985 im Oktober außer Kraft gesetzt. Für Japan ist für 1986 die Projektion vom zweiten Quartal zum zweiten Quartal ausgewiesen. In Frankreich und Italien wurde die Definition der Aggregate zu Beginn des Jahres 1986 geändert. <sup>4</sup> Gleiche Berechnung wie bei den Zielvorgaben. <sup>5</sup> Jahresraten. <sup>6</sup> Viertes Quartal 1985. <sup>7</sup> Zwölf Monate bis Dezember. <sup>8</sup> Vor der Anpassung wegen ungewöhnlicher Entwicklungen Ende 1985.

Quellen: Angaben und Definitionen der einzelnen Länder.

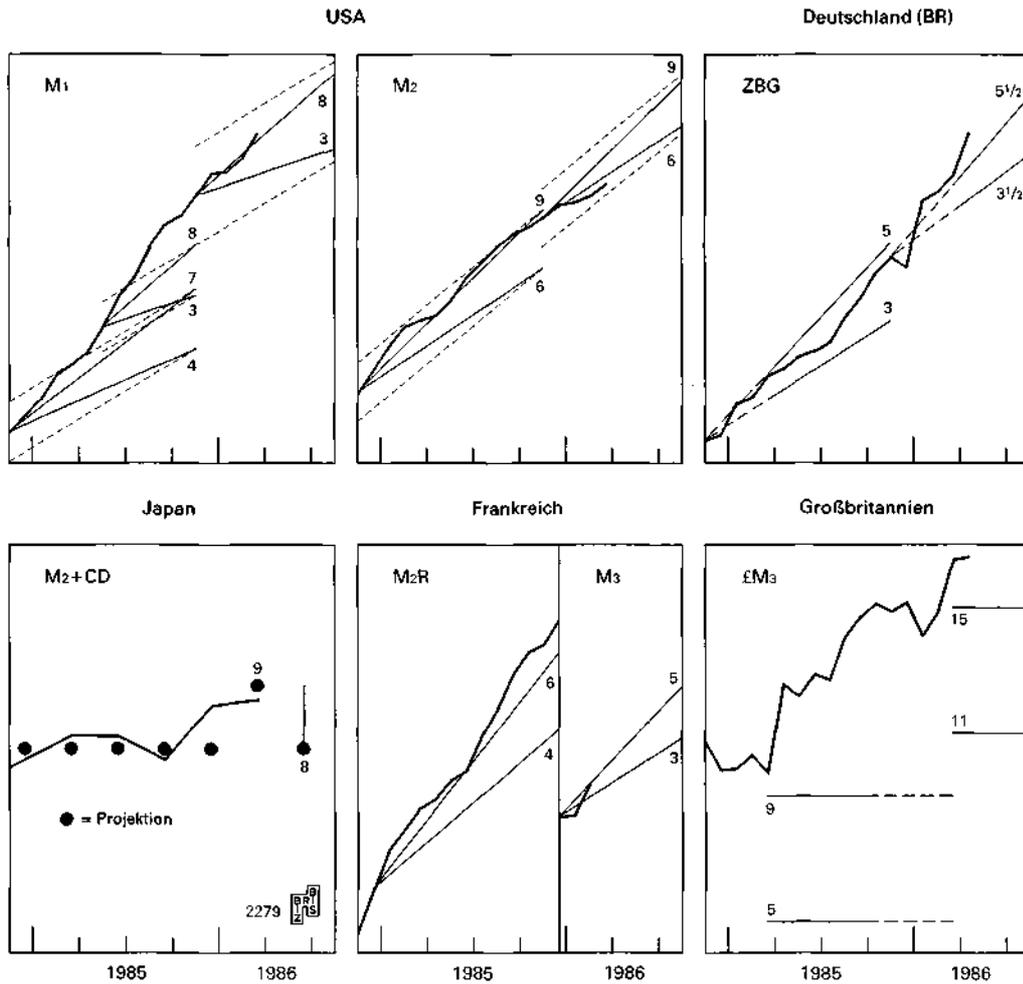
britannien wurden die Vorgaben in Übereinstimmung mit den mittelfristigen Zielen verringert. In den USA wurde die Obergrenze des Zielbandes für das Wachstum von M1 zunächst herabgesetzt, die Zielspanne für M2 blieb jedoch unverändert, und die Obergrenze des Korridors von M3 wurde etwas heraufgesetzt. Der Warnbereich für den Anstieg der gesamten inländischen Verschuldung wurde ebenfalls nach oben erweitert, nachdem dieses Aggregat 1984 steil angestiegen war.

Bezogen auf die Zielvorgaben gab es bei der monetären Entwicklung im Verlauf des letzten Jahres von Land zu Land deutliche Unterschiede. In Deutschland, Japan und der Schweiz hielt sich das Geldmengenwachstum eng an die offiziellen Vorgaben oder Projektionen, auch wenn sich die geldpolitischen Instanzen Elemente der Flexibilität im Rahmen ihrer Steuerungsmechanismen zunutze machten. Unter dem Einfluß sinkender Zinsen im Sommer lag in Deutschland das Jahreswachstum der Zentralbankgeldmenge (viertes Quartal gegen viertes Quartal des Vorjahres), wie von der Bundesbank beabsichtigt, in der oberen Hälfte des Zielkorridors. In der Schweiz, wo sich die kurzfristigen Zinsen ebenfalls nach unten bewegten, lag die jahresdurchschnittliche Wachstumsrate der bereinigten Notenbankgeldmenge 1985 unter der verkündeten Zielvorgabe für dieses Jahr. In Japan stieg die Wachstumsrate der Geldmenge M2 zuzüglich Einlagezertifikaten (CD), gemessen über vier Quartale, am Jahresende 1985 über die Projektion der Bank von Japan, zum Teil, weil erwartete Zinssteigerungen die Unternehmen veranlaßten, geplante längerfristige Kreditaufnahmen zeitlich vorzuziehen.

In den USA und in Großbritannien übertrafen die Expansionsraten der wichtigsten monetären Gesamtgrößen im letzten Jahr bei weitem die ursprünglichen offiziellen Zielvorgaben. Die durch M1 gemessenen Transaktionsbestände, welche von der Federal Reserve gewöhnlich als das wichtigste monetäre Aggregat angesehen werden, stiegen zwischen dem vierten Quartal 1984 und dem zweiten Quartal 1985 mit einer Jahresrate von beinahe 11%. Nach Abwägung verschiedener Faktoren, einschließlich des unerwarteten Rückgangs der Umlaufgeschwindigkeit, des Einflusses der Dollaraufwertung auf die kurzfristigen Inflationsaussichten und des Risikos, daß der Erholungsprozeß ins Stocken geraten könnte, entschied die Federal Reserve im Juli, den Zielkorridor für M1 umzubasieren und zu erweitern. Mit deutlich weniger Betonung der Notenbank auf M1 und verstärktem Akzent auf dem Satz für Federal funds setzte sich der rasche Anstieg von M1 bis spät in das Jahr fort. Dabei kletterte M1 weit über die Obergrenze des neuen Zielbandes hinaus, obwohl das Jahreswachstum von M2 und M3 innerhalb der festgelegten Bandbreite blieb. Anzumerken ist, daß der Anstieg der Gesamtverschuldung der inländischen nichtfinanziellen Sektoren unter dem expansiven Einfluß der hohen Kreditaufnahmen der öffentlichen Hand und von Sonderfaktoren – darunter Kreditaufnahmen im Zusammenhang mit Unternehmensfusionen – wiederum die Obergrenze des Warnbereichs überschritt.

In Großbritannien beschleunigte sich im Frühjahr 1985 das Wachstum der Geldmenge Sterling-M3, die bisher von den Geldpolitikern als der wichtigste weit abgegrenzte monetäre Indikator angesehen wurde, und blieb danach, gemessen über einen Zwölfmonatszeitraum, deutlich oberhalb des Zielkorridors. Die Steuerung dieses Aggregats, das die Entwicklung der wichtigsten Inlandsaktiva und -passiva

Monetäre Gesamtgrößen: Zielvorgaben und tatsächliche Entwicklung 1985/86\*



\*USA, Deutschland und Frankreich: Niveaugrößen (logarithmischer Maßstab); Japan und Großbritannien: prozentuale Veränderungen über vier Quartale bzw. zwölf Monate auf der Basis von Monatsendwerten. Die Gesamtgrößen und Zielvorgaben sind in der Tabelle auf S. 130 definiert.

der Banken widerspiegelt, hing für einige Zeit weniger von der Zinspolitik ab als vom sogenannten „overfunding“, d.h. der Kompensation des Einflusses des schnellen Wachstums der Bankkredite an den privaten Sektor auf Sterling-M3, indem sichergestellt wird, daß die offiziellen Nettoverkäufe von Staatsschuldverschreibungen an die privaten Nichtbanken den öffentlichen Kreditbedarf übertreffen. Diese Praxis wurde im Oktober aufgegeben, als die Zielvorgabe für M3 suspendiert wurde. Das offizielle Ziel für die Geldmenge M0 (die hauptsächlich aus dem Bargeldumlauf besteht) wurde beibehalten, und die Währungsbehörden verwendeten weiterhin eine weit abgegrenzte Liquiditätsgröße, für die keine Norm als Orientierungsgröße für die Geldpolitik publiziert worden war. Die Absicht war jedoch, die Geldpolitik mehr an anderen finanziellen und ökonomischen Indikatoren auszurichten, insbesondere am Wechselkurs.

In Frankreich und Italien muß die Entwicklung der monetären Gesamtgrößen im Zusammenhang mit dem Einsatz administrativer Kontrollen und der Bedeutung, die der Stabilisierung der Wechselkurse innerhalb des EWS beigemessen wird, gesehen werden. Dies präjudiziert bis zu einem gewissen Grad die Zinspolitik. In Frankreich, wo M2R gegen Ende des Jahres 1984 stark expandiert hatte, verlangsamte sich im letzten Jahr der Anstieg unter dem Einfluß einer im Juli vorgenommenen Reduktion des Richtwerts für das Kreditvolumen, welches das Bankensystem aus monetären Quellen heraus gewährt. Darüber hinaus wurden die Devisenkontrollen verschärft, um dem Mittelzufluß aus dem Ausland Einhalt zu gebieten. Die Mindestreserveverpflichtungen auf Einlagen wurden Ende 1985 und Anfang 1986 in mehreren Schritten erhöht, zum Teil, um den Einfluß des Rückgangs der Geldmarktsätze auf die Kosten für Bankkredite zu dämpfen. In Italien verlangsamte sich das Wachstum von M2 am Ende des vergangenen Jahres aufgrund von Mittelabflüssen im Zusammenhang mit Währungsspekulationen drastisch, während die Kreditvergabe der Banken in Lira im November und Dezember mit einer bereinigten Jahresrate von ungefähr 40% expandierte. Im Januar 1986 wurden die Devisenkontrollen vorübergehend verschärft, die kurzfristigen Zinsen heraufgesetzt, und ein Plafond für Bankkredite für die erste Hälfte dieses Jahres wieder eingeführt.

Die Ende 1985 oder Anfang 1986 verkündeten revidierten Zielvorgaben für die monetäre Expansion spiegelten zum Teil die in den Ländern im Jahr 1985 gemachten Erfahrungen wider. In Deutschland wurde die Vorgabe für das Wachstum der Zentralbankgeldmenge angesichts der erwarteten Beschleunigung des Wachstums des Produktionspotentials geringfügig erhöht. In Japan wurde erwartet, daß sich der Ende 1985 beobachtete etwas stärkere Zuwachs von M2 zuzüglich Einlagenzertifikaten – beeinflusst unter anderem durch den Rückgang der Anleiherenditen gegenüber den geregelten Zinssätzen auf Einlagen – fortsetzen würde. In der Schweiz wurde das neue Ziel für das Wachstum der Notenbankgeldmenge auf 2% festgesetzt – eine Rate, von der die Nationalbank glaubt, sie sei auf mittlere Sicht geeignet, Inflation zu vermeiden.

In den USA wurde die Mitte des im Juli 1985 für das Wachstum von M1 versuchsweise für 1986 angekündigten Zielkorridors bestätigt. Dies stand im Einklang mit der Ansicht, daß sich der im Jahr 1985 beobachtete ungewöhnlich ausgeprägte Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit von M1 vermutlich nicht fortsetzen würde. Da das jedoch unsicher war, wurde die Bandbreite etwas vergrößert, und Bewegungen von M1 wurden mehr im Lichte der Entwicklung anderer Aggregate interpretiert. Die Richtwerte für M2 und M3 blieben im großen und ganzen unverändert; im Falle von M2 und der gesamten Inlandsverschuldung implizierten die vorangegangenen Entwicklungen aber, daß deren Wachstum 1986 ausgehend von einer relativ hohen Basis zu berechnen sein würde. In Großbritannien beinhaltete die im März 1986 bekanntgegebene Revision der mittelfristigen Strategie eine niedrigere Zielspanne für M0 und einen höheren und erweiterten Korridor von 11 bis 15% für Sterling-M3, welcher wegen des in den letzten Jahren beobachteten raschen Rückgangs der Umlaufgeschwindigkeit dieses Aggregats gewählt wurde. Es wurde erklärt, daß die Geldpolitik auf die Beibehaltung monetärer Bedingungen abzielt, die auf mittlere Sicht einen allmählichen Rückgang des Wachstums des nominalen Bruttoinlandsprodukts herbeiführen würden.

In Frankreich beginnen veränderte Reglementierungen, wie die Zulassung neuer Finanzierungsinstrumente, das Tempo der finanziellen Innovationen zu beschleunigen. Deswegen bezieht sich die monetäre Zielvorgabe für das Jahr 1986 auf ein neu definiertes Aggregat M3, das insbesondere die Verbindlichkeiten sowohl der Sparkassen als auch der Banken einschließt. Zwei konzeptionell neue Aggregate, M2 (ein Maß für die Transaktionsbestände) und L (Liquidität in weiter Abgrenzung), werden beobachtet und könnten in künftigen Jahren für Zielvorgaben herangezogen werden. In Italien wurden die monetären Aggregate ebenfalls umdefiniert; ein neues M2A beinhaltet M1 und Spareinlagen, schließt aber Einlagenzertifikate, die in M2 enthalten sind, aus. M2 wird weiterhin als die wichtigste Geldmengengröße erachtet, doch das primäre Zwischenziel der Geldpolitik sind die Kredite an den nichtstaatlichen Sektor.

In den Niederlanden unterstreicht eine Festlegung auf den Wechselkurs weiterhin die Bedeutung monetärer Stabilität im Inland. In den letzten Jahren wuchs jedoch die Sorge der geldpolitischen Instanzen, daß das Geldmengenwachstum, das größer war als der Zuwachs der Nominaleinkommen, letzten Endes die inländische Preisstabilität beeinträchtigen könnte. Im Februar 1986 wurden die Banken angehalten, eine Wachstumsleitlinie von 5½ bis 6% für ihre Kreditvergabe an den privaten Sektor und die langfristigen Kredite an den öffentlichen Sektor unter Berücksichtigung des Wachstums des langfristigen Mittelaufkommens der Banken einzuhalten. In Verbindung mit der von der Regierung eingegangenen Verpflichtung, von monetärer Finanzierung Abstand zu nehmen, soll die Kreditrichtlinie den inländischen Beitrag der Geldschöpfung auf einen mit dem langfristigen Wachstum des nominalen Bruttosozialprodukts in etwa übereinstimmenden Wert senken.

In Spanien und Griechenland bestanden im letzten Jahr weiterhin offizielle Zielvorgaben für weit abgegrenzte Geld- und Kreditaggregate. In beiden Ländern verlangte die starke Ausweitung der Kredite an den öffentlichen Sektor – der bei weitem größten Komponente der inländischen Kreditexpansion – nach Maßnahmen zur Einschränkung der Bankenliquidität und des Wachstums der Kredite an den privaten Sektor. In beiden Fällen sind die offiziellen Vorgaben für das Wachstum der primären Zwischenziele im Jahr 1986 – 9,5–12,5% für ALP (weit gefaßte Liquidität) in Spanien und 15% für Kredite an den privaten Sektor in Griechenland – substantiell niedriger als die Ziele und tatsächlichen Ergebnisse des Jahres 1985.

*Probleme bei der zielgerechten Steuerung der monetären Gesamtgrößen.* Schwierigkeiten bei der Interpretation und Steuerung monetärer Gesamtgrößen haben sich von Zeit zu Zeit in den meisten Ländern ergeben, die Zielvorgaben für die Geldmenge folgen. In einigen Ländern waren jedoch die Währungsbehörden erfolgreicher beim Finden zuverlässiger monetärer Aggregate als in anderen.

Unterschiedliche Überlegungen haben bei der Wahl der Zielgrößen, die sich konzeptionell von Land zu Land beträchtlich unterscheiden, Eingang gefunden. Eine wichtige Grundvoraussetzung ist, daß ein relativ stabiler Zusammenhang zwischen dem Aggregat und dem Nominaleinkommen bestehen sollte, d.h. die Umlaufgeschwindigkeit des Aggregats sollte hinreichend stabil oder wenigstens prognostizierbar sein. Angesichts der wechselnden zeitlichen Verzögerungen, die bei diesem Zusammenhang bestehen mögen, ist es manchmal schwierig, die Ur-

sachen von Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit auszumachen und klar zu begründen, was sie bedeuten.

Der in den letzten Jahren erfolgte Zusammenbruch der zuvor stabilen langfristigen Beziehung zwischen M1 und dem nominalen Bruttosozialprodukt in den USA ist extensiv diskutiert worden. Alle US-Aggregate sind zeitweise von Finanzinnovationen beeinflusst worden. Es scheint jedoch, daß der Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit von M1 im letzten Jahr, der größenordnungsmäßig mit dem vorangegangenen starken Rückgang des Jahres 1982 vergleichbar ist, teilweise auf simultane und verzögerte Effekte rückläufiger Zinssätze gegen Ende 1984 und zu Beginn 1985 zurückzuführen ist. Insbesondere scheint die ausgeprägte Verengung des Gefälles zwischen den Zinssätzen der Termineinlagenkomponente von M2 und den starreren Zinsen auf liquide NOW-Konten (Sparkonten, über die per Scheck verfügt werden kann) zu einem starken Anstieg der zinstragenden Komponente von M1 geführt zu haben. Die kräftige Zunahme der unverzinslichen Sichteinlagenkomponente von M1 im letzten Jahr gibt jedoch Rätsel auf, berücksichtigt man, daß hochliquide zinsbringende Anlagemöglichkeiten vorhanden waren. Möglicherweise schlug sich hier eine emotional bedingte vorsorgliche Nachfrage nieder, wobei ungewiß ist, ob sich der trendmäßige Anstieg fortsetzen oder umkehren wird.

In dem Ausmaß, in dem ungewöhnlich starke Zuwächse von M1 einen Anstieg der Geldnachfrage im Zusammenhang mit anhaltend sinkenden Zinssätzen und Inflationsraten reflektierten, konnten sie gefahrlos durch eine Anhebung der Zielvorgaben akkommodiert werden. Überdies hilft eine gewisse Zinsreagibilität eines Aggregats gewöhnlich, dieses der Steuerung von der Nachfrageseite über den Einfluß der Zentralbank auf die Geldmarktsätze zugänglich zu machen. Wenn diese Sensitivität sehr groß wird, kann es jedoch schwierig sein, diesen Einfluß mit hinreichender Genauigkeit abzuschätzen. Jedenfalls haben sich frühere Befürchtungen,

Veränderung von Geldmengenaggregaten, Sozialprodukt und Umlaufgeschwindigkeit\*

	Aggregat	1985			1976-85			
		Geldmenge	BSP/BIP	Umlaufgeschwindigkeit	Durchschnitt			Minimale Umlaufgeschwindigkeit
					Geldmenge	BSP/BIP	Umlaufgeschwindigkeit	
Prozent								
USA .....	M1	11,9	5,4	- 5,9	8,1	9,2	1,0	- 5,9
	M2	8,6		- 3,0	9,3		- 0,0	- 5,5
	M3	7,7		- 2,1	10,5		- 1,2	- 6,2
Japan .....	M2+CD	8,7	6,2	- 2,3	9,2	7,3	- 1,7	- 4,4
Deutschland (BR) .....	ZBG	4,5	4,9	0,4	6,1	5,6	- 0,5	- 3,8
	M3	5,6		- 0,7	6,8		- 1,2	- 4,7
Frankreich .....	M2R	7,3	8,3	0,9	10,7	11,6	0,9	- 1,8
Großbritannien .....	M0	3,1	9,9	6,6	7,2	11,5	4,0	- 1,0
	EM3	15,0		- 4,4	13,7		- 1,8	-10,6
Italien .....	M2	12,5	12,3	- 0,2	15,6	17,0	1,2	- 4,7

\* Auf der Basis von Veränderungen über vier Quartale, jeweils endend mit dem vierten Quartal eines Kalenderjahres. Die Aggregate sind definiert wie in der Tabelle auf S. 130.

Quellen: Angaben und Definitionen der einzelnen Länder.

der Abbau von Zinsreglementierungen könnte die Zinselastizität von  $M1$  in den USA in einem Ausmaß reduzieren, das einen Steuermechanismus dieses Typs unbrauchbar machen würde, als unbegründet erwiesen. In der Tat scheint das Problem nun gerade im Gegenteil zu bestehen: Die Reaktion dieses Aggregats auf Zinsänderungen ist offensichtlich größer geworden als vorhergesehen.

In vielen anderen Ländern wurde gewöhnlich der Entwicklung der weiter definierten Aggregate des Bankensystems mehr Aufmerksamkeit gewidmet. Diese sind meist weniger zinselastisch, dafür aber einer Steuerung durch administrative Einflüsse auf die aus- und inländischen Kreditgegenposten in der Bilanz des Bankensystems besser zugänglich. In manchen Fällen wurde die Beziehung dieser Aggregate zum Bruttosozialprodukt in den letzten Jahren durch das Wachstum liquider Einlagen bei finanziellen Institutionen ohne Bankcharakter gestört. In Frankreich beispielsweise haben strukturelle finanzielle Veränderungen zeitweise die Umlaufgeschwindigkeit von  $M2R$  tendenziell zunehmen lassen. Zu den Kräften, die dem im letzten Jahr entgegenwirkten, gehörten sinkende Zinsen und eine rückläufige Inflationsrate sowie das rasche Wachstum einer steuerbegünstigten Vertragssparkomponente von  $M2R$ , die im Rahmen von Plänen zum Erwerb von Wohnungseigentum geschaffen worden war. In Großbritannien trug der schärfere Wettbewerb zwischen den Banken und Bausparkassen zu dem starken Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit von Sterling- $M3$  im letzten Jahr bei. Insbesondere hat eine Maßnahme im Haushaltsbeschluß vom April 1985 zur steuerlichen Gleichbehandlung von Einlagen bei Banken und Bausparkassen die Banken an der Zahlung von Zinsen auf Bruttobasis gehindert. Da die Banken in dieser Konkurrenzsituation mit dem Angebot marktnaher Zinsen auf Scheckkonten reagierten, expandierten diese Einlagen auf Kosten der Spareinlagen, die nicht in Sterling- $M3$  enthalten sind. Eine andere Steueränderung schuf Anreize für die Bausparkassen, ihre liquiden Mittel im Bankensystem zu halten, statt sie in Titeln des öffentlichen Sektors anzulegen. Gleichwohl ging die Umlaufgeschwindigkeit eines umfassenderen Aggregats,  $PSL2$ , das die Verbindlichkeiten der Bausparkassen einschließt, im letzten Jahr ebenfalls deutlich zurück. Gleichzeitig stieg die Umlaufgeschwindigkeit von  $M0$ , möglicherweise wegen eines Rückgangs der Bargeldnachfrage aufgrund hoher Zinssätze.

In Deutschland und Japan war die Umlaufgeschwindigkeit der monetären Schlüsselgrößen in den letzten Jahren recht gut prognostizierbar. In Japan dürfte der Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit von  $M2$  zuzüglich Einlagenzertifikate (CD) im letzten Jahr unter anderem auf die wieder wachsende Rolle der Banken als Finanzintermediäre zurückzuführen sein. Diese Entwicklung wurde durch die schrittweise Liberalisierung der Verzinsung von Bankeinlagen gefördert, wenngleich auch ein signifikanter trendmäßiger Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit dieses Aggregats feststellbar ist. In Deutschland veränderte sich die Umlaufgeschwindigkeit der Zentralbankgeldmenge im letzten Jahr nur wenig. Es ist jedoch zu beachten, daß die Zielvorgaben der Bundesbank nicht auf den erwarteten jährlichen Veränderungen des tatsächlichen Bruttosozialprodukts basieren, sondern auf dem erwarteten Anstieg des Produktionspotentials in jeweiligen Preisen.

Störungen in der Entwicklung zusammengefaßter Bankbilanzpositionen aufgrund finanzieller Innovationen haben die geldpolitischen Instanzen mancher Länder veranlaßt, umfassender definierte Liquiditätsaggregate als monetäre Indikatoren

heranzuziehen. In einigen Fällen sind solche Aggregate allerdings einer genauen Steuerung mit den Instrumenten, die den Zentralbanken zur Verfügung stehen, nicht zugänglich. Das gilt beispielsweise für M2 und M3 in den USA, da große Teile dieser Aggregate marktmäßig verzinst werden. In Deutschland ist das jedoch nicht der Fall. Hier umfassen M3-Verbindlichkeiten, die sich in der Zentralbankgeldmenge über das Reservesoll niederschlagen, praktisch sämtliche inländischen kurzfristigen Einlagen. Die Tatsache, daß M3 in stabiler Weise auf Veränderungen des Gefälles zwischen Anleiherenditen und den weniger flexiblen Zinssätzen auf Einlagen reagiert, hilft, die anhaltende Effektivität der Geldmengensteuerung in Deutschland zu erklären.

*Mehr Flexibilität bei der Geldmengensteuerung.* Im letzten Jahr scheint die Handhabung der Geldpolitik in den Industrieländern in eine neue Phase eingetreten zu sein. Im Gefolge des weltweiten Inflationauftriebs im Jahr 1979, als alle wichtigen Industrieländer eine mittelfristige Stabilisierungspolitik zur schrittweisen Herstellung von Bedingungen für einen inflationsfreien Wirtschaftsaufschwung einschlugen, bildeten offiziell verkündete Zielvorgaben für das Wachstum der Geldbestände deren Kernstück. Die Währungsbehörden betrachten weiterhin die Eindämmung der Inflation als ihr primäres Ziel, und jene der fünf größten Industrieländer halten monetäre Zielvorgaben nach wie vor als diesem Zweck dienlich. Sie alle möchten den zur Förderung der wirtschaftlichen Erholung vorhandenen Spielraum nutzen. Dennoch waren im letzten Jahr Unterschiede erkennbar, sowohl in ihrer Bereitschaft, eine langfristige Betrachtung vorzunehmen, als auch in ihrer Bewertung des Bedarfs an Flexibilität bei der Ableitung und Verfolgung von Geldmengenzielen.

In Deutschland, Japan und der Schweiz scheinen die Erfahrungen weiterhin darauf zu deuten, daß ein moderates und stabiles Geldmengenwachstum auf mittlere Sicht am ehesten ein inflationsfreies Wachstum fördert. Die USA und Großbritannien entfernten sich hingegen weiter von einer strikten monetären Zielstrategie. In den Vereinigten Staaten, mit einer nach wie vor relativ niedrigen und stabilen Inflationsrate, war die zentrale Frage, ob und in welchem Ausmaß die Zielvorgabe für M1 überschritten werden sollte, um den ökonomischen Erholungsprozeß zu verlängern. Dieser zeigte nämlich noch immer Zeichen der Schwäche, insbesondere im Exportsektor und in den mit Importen konkurrierenden Industrien. In dem Bemühen, die antiinflationäre Strategie zu unterstreichen, ging es dagegen in Großbritannien um die Frage, in welchem Ausmaß Wechselkursziele ein befriedigender Ersatz für Versuche sein konnten, die Geldmengengrößen zu steuern.

Es ist jedoch nicht angebracht, vom Ende der Geldmengensteuerung in diesen Ländern zu sprechen, obwohl in einigen die Geldpolitik inzwischen zweifellos verstärkt fallweise und eklektisch betrieben wird. In den USA bestehen Zielvorgaben für die monetären Aggregate weiter, wenngleich M1 nun ein geringeres Gewicht beigemessen wird. In Großbritannien wurde die Zielvorgabe für M0 – trotz bestehender Zweifel an der Zuverlässigkeit dieses Aggregats als Geldmengenindikator – beibehalten, und im Haushalt für das Jahr 1986 findet sich wieder eine Vorgabe für die breit definierte Geldmenge (Sterling-M3). Zielvorgaben für die monetären Gesamtgrößen wurden auch in anderen Ländern bei früheren Gelegenheiten ausgesetzt.

So ist an die Schweiz zu erinnern, die ihr Ziel für M1 im Jahr 1978 aufgab. Das geschah im Zusammenhang mit offiziellen Devisenmarktinterventionen großen Umfangs im Anschluß an eine reale Aufwertung des Schweizer Frankens um 35% binnen zwölf Monaten. Inzwischen ist jedoch erkannt worden, daß das Versäumnis, der übermäßigen monetären Expansion rasch zu begegnen, die Inflation begünstigte; dies geschah, obwohl 1980 eine Zielvorgabe für die bereinigte Notenbankgeldmenge eingeführt wurde. In Kanada wurde 1982 das Ziel für M1 aufgegeben, und seither ist die Geldpolitik vornehmlich an der Entwicklung des Wechselkurses ausgerichtet. Doch die Suche nach einer geeigneten Geldmengengröße geht weiter.

*Einbeziehung von Wechselkursen in die Geldmengenstrategie.* Der Zusammenbruch des Nachkriegssystems fester Wechselkurse verschaffte den einzelnen Ländern bessere Möglichkeiten, ihre eigenen Geldbestände und Inflationsraten zu kontrollieren, und war vielerorts der Hauptgrund für die Einführung der Geldmengensteuerung. Man ging davon aus, daß eine an innerer Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik der einzelnen Länder auch die Voraussetzungen für eine befriedigende Wechselkursentwicklung schaffen würde. Die später gemachten Erfahrungen enttäuschten jedoch die Erwartungen, die Wechselkurse würden mittelfristig vor allem die Inflationsunterschiede widerspiegeln. Tatsächlich stellte sich heraus, daß floatende Wechselkurse die Länder nicht in dem Maße von externen Störungen abschirmten, wie es deren frühere Verfechter behauptet hatten. Als eine restriktive Geldpolitik in den USA von Ende 1979 bis Jahresmitte 1982 mit hohen und variablen Zinssätzen einherging, hatten die anderen Länder die Wahl, entweder starke Schwankungen der inländischen Zinsen zuzulassen oder weite Pendelausschläge des Wechselkurses ihrer Währung gegenüber dem Dollar hinzunehmen. Später hatten sie die Nachteile höherer Realzinsen, als sie sich allein aufgrund interner Einflüsse ergeben hätten, gegen die potentiellen Kosten einer starken realen Abwertung ihrer Währungen gegenüber dem Dollar abzuwägen. Obwohl sich die internationalen Inflationsunterschiede verringert hatten, bestanden für die Länder außerhalb der Vereinigten Staaten keine Bedingungen, die es möglich gemacht hätten, die Geldpolitik zur Stabilisierung des Währungsaußenwerts einzusetzen.

„Überschießende“ Wechselkurse stellten sich zunehmend als eine den Ländern auferlegte Beschränkung ihrer Fähigkeit heraus, unabhängige geldpolitische Ziele zu verfolgen. Komplexe Fragen über die angemessene Antwort der Geldpolitik ergaben sich in Situationen, in denen die Wechselkurse hauptsächlich auf nicht-monetäre Störungen zu reagieren schienen, wie auf Veränderungen der Energiepreise oder gegenwärtige und antizipierte Salden der öffentlichen Haushalte. In einem größeren Ausmaß, als zuvor erkannt worden war, beeinflussten Erwartungen des Marktes hinsichtlich künftiger Entwicklungen in Politik und Wirtschaft erheblich die Wechselkursrelationen.

Im letzten Jahr wurde der kontraktive Einfluß der starken Aufwertung des US-Dollar auf die US-Wirtschaft sehr deutlich, was protektionistische Bestrebungen begünstigte. Der neue internationale Konsensus, daß eine Korrektur der Wechselkursfehlentwicklungen notwendig sei, sah in offiziellen Devisenmarktinterventionen das Hauptinstrument zur Berichtigung dieser Situation. Das im September 1985 veröffentlichte Kommuniqué der „Fünfergruppe“ (s. Kapitel VII) schien zu impli-

zieren, daß die Geldpolitik der meisten der größten Länder weiterhin einem festen, an den fundamentalen ökonomischen Anforderungen ausgerichteten Kurs folgen würde, obwohl erwähnt wurde, daß die Geldpolitik in Japan mit Blick auf den Wechselkurs flexibel gehandhabt werden sollte.

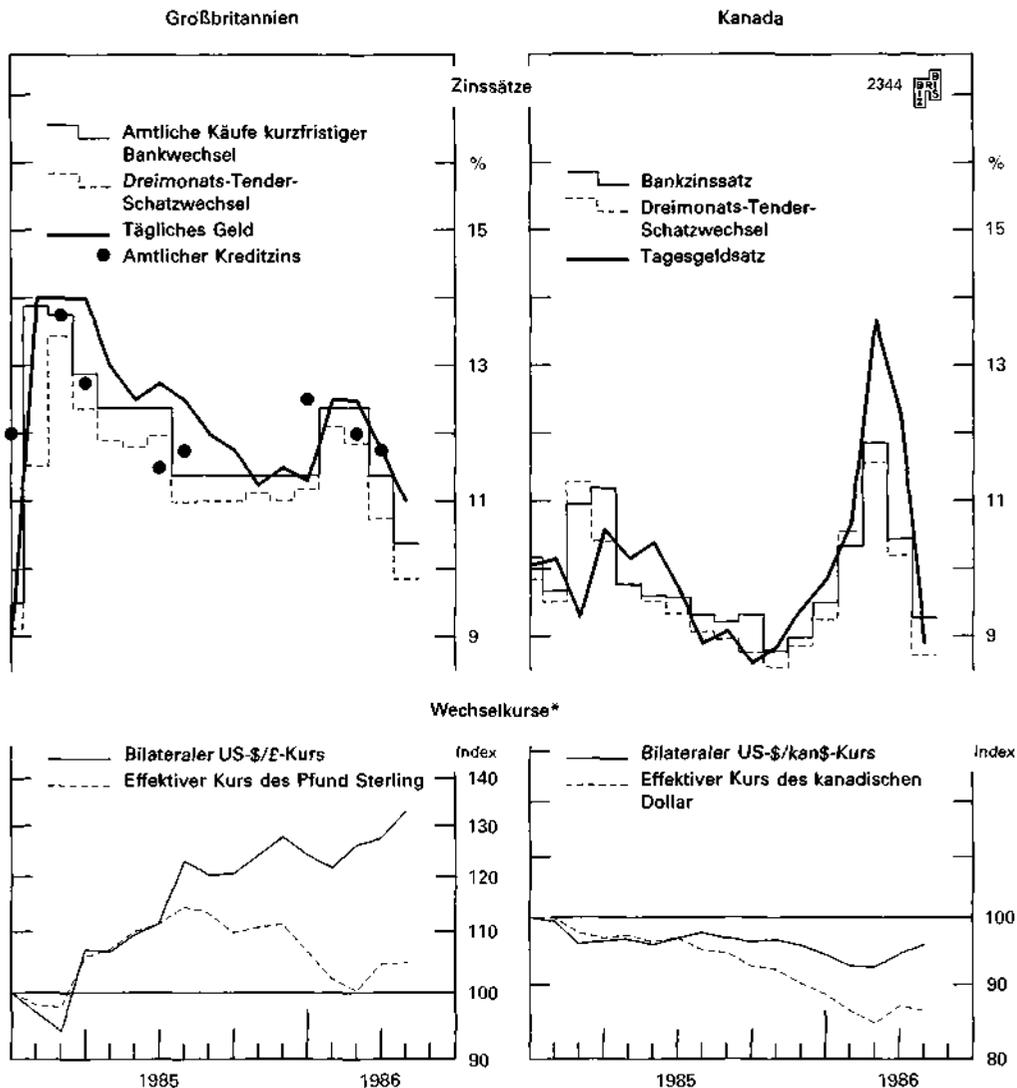
Die Erfahrungen der letzten Jahre haben gezeigt, daß der Zusammenhang zwischen dem Wachstum der Geldmenge und den Veränderungen der Wechselkurse weder direkt noch wohlverstanden ist. Es dürfte für die nationalen Währungsbehörden schwierig sein, Wechselkurse bei der Setzung von Geldmengenzielen auf eine präzise Weise zu berücksichtigen. Gleichwohl können Wechselkurse nützliche „Informationsvariablen“ bei der Beurteilung des Zusammenwirkens von Geld- und Finanzpolitik in den wichtigsten Ländern sein.

In den USA hat die Zentralbank seit einiger Zeit den Einfluß der Dollaraufwertung auf die heimische Inflation und die Wirtschaftstätigkeit berücksichtigt, obwohl sie sicherlich kein Ziel für den Wechselkurs hatte. Daß die kurzfristigen Effekte einer Dollaraufwertung in mancher Hinsicht als ähnlich denen monetärer Verknappungen angesehen werden konnten, beeinflusste offensichtlich die Entscheidung, die Geldmarktsätze Anfang 1985 sinken zu lassen und eine starke Zunahme von M1 hinzunehmen. Die New Yorker Übereinkunft der „Fünfergruppe“ im September wurde vom Markt offenkundig als Anzeichen dafür gewertet, daß eine Verschärfung der US-Geldpolitik nicht in Aussicht stand. Sobald sich der Dollar abzuschwächen begann, schien freilich die amerikanische Geldpolitik von der Eventualität beeinflusst worden zu sein, daß eine exzessiv rasche Abwertung nicht nur die Produktion anregen, sondern mit der Zeit auch die Inflationsrate nach oben drücken könnte. Zudem könnten zurückgehende Dollaranlagen des Auslands angesichts der Notwendigkeit, ein großes Haushaltsdefizit des Bundes finanzieren zu müssen, einen Zinsauftrieb in den USA bewirken. Gegen Ende 1985 schien die Zinspolitik der Vereinigten Staaten mehr oder weniger darauf ausgerichtet gewesen zu sein, einen freien Fall des Dollar zu verhindern. Während die Anleiherenditen, die vornehmlich Markteinschätzungen reflektieren, um die Jahreswende 1985/86 stark zurückgingen, blieb der Diskontsatz der Federal Reserve von Mai 1985 bis Frühjahr 1986 unverändert; dann wurde er zunächst im März von 7½ auf 7% und anschließend im April auf 6½% herabgesetzt.

Zinserhöhungen in Japan, die eine Aufwertung des Yen einleiten sollten, standen in eindeutigem Widerspruch zu der Absicht, die Inlandsnachfrage zu steigern. Nach der Übereinkunft der „Fünfergruppe“ wirkte die Bank von Japan auf einen Anstieg der Geldmarktsätze hin. Dies enttäuschte Hoffnungen auf eine baldige Senkung des Diskontsatzes und spiegelte sich auch in den Renditen öffentlicher Anleihen wider. Bis Dezember hatten sich jedoch die Anleiherenditen wieder auf ihr Niveau vom Oktober zurückgebildet. Nachdem sich der Anstieg des Yen weiter gefestigt hatte, senkte die Bank von Japan den Diskontsatz in drei Stufen, im Januar, März und April 1986, von 5 auf 3½%. In Deutschland, wo der Zielkonflikt zwischen internem und externem Gleichgewicht weniger ausgeprägt war, stiegen die Anleiherenditen im Oktober und November, obwohl die Zinssätze für die Aktivitäten der Bundesbank am kurzen Ende des Marktes wenig Veränderungen zeigten. Im März 1986 führte die Bundesbank eine erste Diskontsenkungsrunde wichtiger Länder an.

In Frankreich und Italien war die Zinspolitik an Devisenmarktentwicklungen geknüpft, doch im Verhalten ihrer Währungen schlug sich die Stärke des Dollar nur teilweise nieder. In Frankreich machten es rückläufige Zinsen im Ausland, zusammen mit der Verbesserung der Leistungsbilanz und der inländischen Preisentwicklung, den Behörden leichter, eine Politik der schrittweisen Zinssenkung einzuleiten. In Italien, wo externe Einflüsse Mittelzuflüsse nach der Senkung des Leitkurses die Lira im EWS im Juli einschlossen, ließen grundlegende Haushalts- und Leistungsbilanzungleichgewichte wenig Raum für Aktionen der Geldpolitik.

Geldmarktzinsen und Wechselkurse 1985/86



\* Ende Dezember 1984 = 100 (logarithmischer Maßstab).

Wegen der Schwierigkeiten, die Entwicklungen der monetären Gesamtgrößen zu erklären, verließen sich die Währungsbehörden in Großbritannien und Kanada im letzten Jahr mehr auf die Wechselkurse als Leitlinien ihrer Geldpolitik. Zu Beginn des Jahres 1985 wurde in Großbritannien die Zinspolitik hauptsächlich zur Verteidigung der Währung eingesetzt. Am Jahresende schien dagegen ein Rückgang des gewogenen Außenwerts des Pfund Sterling durch Entwicklungen auf den Weltenergiemärkten gerechtfertigt. Beeinflusst durch Entwicklungen im Staatshaushalt war der kanadische Dollar um die Jahreswende 1985/86 ebenfalls einem starken Abwertungsdruck ausgesetzt, dem zu widerstehen sich als ziemlich schwierig herausstellte, selbst mit kräftigen Interventionen auf den Devisenmärkten. Die angemessene Reaktion der Geldpolitik in Situationen dieser Art ist jedoch schwierig zu beurteilen, und in jedem dieser Länder erwies sich das Fehlen eines expliziten Ankers für die Wechselkurserwartungen immer wieder als Nachteil. Sowohl in Großbritannien als auch in Kanada mußten die kurzfristigen Zinsen erhöht werden. In der Folge gingen sie zurück, befanden sich jedoch im Frühjahr 1986 noch immer auf einem Niveau, das in Relation zu den Inflationsraten und den kurzfristigen Zinsen in Deutschland und den Vereinigten Staaten ziemlich hoch erschien.

#### **Alternative Strategien der Geldpolitik**

*Geldpolitik mit einer ausdrücklichen Wechselkursorientierung* bildete in den letzten Jahren die Basis antiinflationärer Strategien einer Gruppe europäischer Länder, zu denen jene (aber nicht nur) mit Wechselkursverpflichtungen im Europäischen Währungssystem gehören. Durch Anpassung der kurzfristigen Zinssätze zur Verteidigung regionaler Wechselkursrelationen, die in den meisten Fällen von März 1983 bis April 1986 unverändert waren, setzte sich in den Niederlanden im letzten Jahr eine mit Deutschland vergleichbare Stabilität des Geldes und der Preise fort, während Frankreich, Italien, Belgien, Dänemark und Irland weiteren Druck auf die relativ hohen inländischen Inflationsraten ausübten.

Durch flexible Anpassungen der Geldmarktzinsen als wichtigstes Mittel zur Beeinflussung der Wechselkurse konnten viele kontinentaleuropäische Länder ziemlich sicher sein, daß die Geldpolitik mit ihren Wechselkursverpflichtungen vereinbar blieb. Diese Verpflichtungen trugen zweifellos zur Kontrolle der Kosten und zur Dämpfung der Inflationserwartungen bei. Solche Wechselkursvereinbarungen werfen freilich die Frage auf, ob monetäre Zielvorgaben in den einzelnen Ländern notwendig sind. In einem System administrativ verknüpfter, aber anpassungsfähiger Wechselkurse ist es im Grunde erforderlich, daß ein großes Land eine monetäre Zielvorgabe hat und eine stabile monetäre Nachfragebeziehung zu dem gesteuerten Aggregat besteht. Zusätzlich sollten die anderen Länder, deren Währungen an den Wechselkurs des dominanten Landes geknüpft sind, im großen und ganzen konsistente und erreichbare Ziele im Hinblick auf Inflation und Produktion haben. In manchen Fällen dürften jedoch monetäre Richtwerte notwendig sein, um sicherzustellen, daß die Geldpolitik auf dem richtigen mittelfristigen Kurs bleibt. Mit Zinssätzen, die an Wechselkursziele geknüpft sind, müßten sich die Bemühungen um Einhaltung dieser Normen auf andere Instrumente stützen, wie Kredit- oder Devisenkontrollen, die in EWS-Ländern häufig eingesetzt wurden, um sowohl Wechselkurs- als auch monetäre Ziele zu verfolgen. Dies trifft nicht auf Deutschland zu, wo

der Einfluß auf die monetäre Entwicklung, der von Kapitalbewegungen ausgeht, die im Zusammenhang mit Bemühungen um eine Stabilisierung der Wechselkursrelationen stehen, gewöhnlich in einem handhabbaren Rahmen blieb. Die relativ geräuschlose Anpassung der kurzfristigen Zinsen in Deutschland durch die Bundesbank zur Bewältigung grundlegender Veränderungen des Inflationsdrucks hat einen ziemlich stabilen Standard geschaffen, auf den sich andere Länder bei der Festlegung ihrer eigenen Geldmarktsätze beziehen können. Das hohe Maß monetärer Stabilität in Deutschland hat deshalb zur monetären Stabilität in anderen EWS-Mitgliedsländern beigetragen.

Im letzten Jahr mußten die kurzfristigen Zinsen in vielen europäischen Ländern wiederum auf Wechselkursentwicklungen reagieren, die sowohl in- wie ausländische Einflüsse und auch rückläufige Inflationsraten widerspiegeln. In Frankreich, Italien und den Niederlanden wurden die Geldmarktzinsen zwischen Januar und November etwa im Gleichschritt mit den kurzfristigen Zinsen in Deutschland heruntergeführt. In Belgien, wo die Zinsen im Frühjahr 1985 deutlich gesenkt worden waren, mußten sie im Sommer vorübergehend erhöht werden. Ausgehend von einem relativ hohen Niveau im Frühjahr 1985 sanken die kurzfristigen Zinsen in Dänemark und Irland danach ziemlich stark während des größten Teils des Jahres. Die Anleiherenditen, die in einigen Ländern administrativ beeinflußt werden, gingen in den meisten Ländern zurück. In Belgien ebenso wie in Irland und Dänemark, wo sich die Inflationsbedingungen deutlich verbessert hatten, erfolgte der Rückgang relativ rasch.

In den meisten europäischen Ländern sind die Nominalzinsen höher als in Deutschland, doch auch die Inflationsraten sind zumeist noch immer höher. Bei Zinsvergleichen berücksichtigen die Marktteilnehmer zweifellos auf lange Sicht die Möglichkeit von Wechselkursanpassungen. Der Zeitpunkt von Wechselkursrealignments im EWS ist jedoch bekanntlich von politischen Überlegungen abhängig. In dem langen Zeitraum zwischen der Leitkursneuordnung im EWS vom März 1983 und der vom April 1986 stellten einige Länder ihre Fähigkeit unter Beweis, relativ hohe Inflationsraten zu reduzieren und die Zahlungsbilanz zu verbessern. Kapitalzuflüsse in Länder mit vergleichsweise hohen Nominalzinsen charakterisierten einen großen Teil des Zeitraums bis November 1985; dies in einem Ausmaß, daß in den Empfängerländern zeitweise der Eindruck einer exzessiven Auflockerung der Bedingungen am Geldmarkt entstand. In Frankreich und in Italien wurden die Devisenkontrollen im Sommer 1985 verschärft, um Mittelzuflüsse abzuwehren. Dänemark ersetzte andererseits das Kreditplafondsystem durch ein System zur Regulierung des Einlagenwachstums, nachdem zuvor die Kapitalverkehrskontrollen gelockert worden waren.

Die Devisenmarktsituation änderte sich um die Jahreswende 1985/86, als in Italien, Belgien und Irland die kurzfristigen Zinsen als Reaktion auf eine Schwächung ihrer Währungen gegenüber der D-Mark erhöht werden mußten. Die Eurosätze für französische Francs einiger Laufzeiten stiegen ebenfalls, doch konnten die inländischen Sätze in Frankreich auf einem abwärts gerichteten Pfad gehalten werden. Unter anderem, weil die D-Mark eine bedeutende internationale Anlagewährung ist, geht eine Kräftigung der D-Mark gegenüber dem Dollar oft mit einer Schwächung der anderen europäischen Währungen gegenüber der D-Mark einher.

Kurz- und langfristige Zinssätze und Veränderung der Verbraucherpreise:<sup>1</sup> Unterschiede gegenüber Deutschland

	1979-83 <sup>2</sup>	1984 1.Q.	1985 1.Q.	1985 3.Q.	1986 1.Q.	1979-83 <sup>2</sup>	1984 1.Q.	1985 1.Q.	1985 3.Q.	1986 1.Q.
	Prozentpunkte									
	<b>Frankreich</b>					<b>Belgien</b>				
Kurzfristiger Zinssatz . . . . .	4,1	6,6	4,3	4,7	3,6	4,5	6,5	4,1	4,5	5,1
Langfristiger Zinssatz . . . . .	5,6	6,1	4,7	5,7	3,4	3,6	4,3	3,9	4,1	2,5
Inflationsrate . . . . .	7,0	5,5	3,9	3,1	2,8	2,2	4,2	3,2	2,4	1,4
	<b>Italien</b>					<b>Niederlande</b>				
Kurzfristiger Zinssatz . . . . .	8,7	11,5	9,4	9,7	12,7	0,4	0,3	0,8	1,1	0,8
Langfristiger Zinssatz . . . . .	8,8	7,3	5,2	6,8	6,7	1,1	0,2	0,4	0,6	0,6
Inflationsrate . . . . .	12,6	8,8	6,1	6,1	7,2	0,3	0,9	- 0,1	0,1	0,6
	<b>Dänemark</b>					<b>Irland</b>				
Kurzfristiger Zinssatz . . . . .	7,0	4,3	5,5	4,7	4,6	7,4	7,1	7,5	5,3	11,5
Langfristiger Zinssatz . . . . .	9,4	6,1	5,4	4,8	3,6	7,1	6,2	6,0	5,6	3,5
Inflationsrate . . . . .	5,3	3,9	3,2	1,7	1,5	11,0	7,2	3,9	3,2	3,8
	<b>Großbritannien</b>					<b>Schweden</b>				
Kurzfristiger Zinssatz . . . . .	4,7	3,1	6,9	6,8	6,6	3,3	4,1	7,1	10,3	6,6
Langfristiger Zinssatz . . . . .	4,3	2,3	3,1	4,0	3,0	3,5	3,7	5,6	7,1	5,6
Inflationsrate . . . . .	6,4	2,2	3,5	3,7	4,4	5,2	5,9	5,4	4,5	4,3

<sup>1</sup> Die kurzfristigen Zinssätze sind ausgewählte typische Sätze für Interbankpapiere. Italien: Sichteinlagen; Irland und Schweden: Tageskredite; andere Länder: Dreimonats-Geldmarktpapiere. Die langfristigen Zinssätze sind ausgewählte typische Sätze. Deutschland, Frankreich und Italien: Anleihen der öffentlichen Hand; andere Länder: Staatsschuldverschreibungen. Die Inflationsraten sind prozentuale Veränderungen der Verbraucherpreise über einen Zeitraum von zwölf Monaten (Irland: über vier Quartale). <sup>2</sup> Durchschnitte aus Monatsdaten.

Quellen: Angaben und Definitionen der einzelnen Länder.

Gleichwohl scheinen um den Jahreswechsel steigende kurzfristige Zinsen in vielen europäischen Ländern auch die Erkenntnis des Marktes widergespiegelt zu haben, daß im EWS eine Wechselkursanpassung der Währungen nötig war, um den vorangegangenen Inflationsunterschieden Rechnung zu tragen. Nach dem Realignment vom April konnten die Geldmarktsätze in den betroffenen Ländern zurückgeführt werden.

Eine Ausrichtung der Geldpolitik an den Wechselkursen dürfte für relativ kleine offene Volkswirtschaften das geeignetste Verfahren sein. Die in einigen europäischen Ländern rasche Reaktion der Löhne auf Wechselkursveränderungen wirft auch ein Schlaglicht auf die Vorteile stabiler Wechselkurse. In einem engeren Kreis von Ländern mit relativ strengen politischen Verpflichtungen zur Liberalisierung des innerregionalen Handels- und Kapitalverkehrs lassen sich die kontinuierlichen Bemühungen um Stabilisierung der Wechselkurse ihrer Währungen bis in die frühen siebziger Jahre zurückverfolgen. Vielleicht noch wichtiger war der Umstand, daß die Geldpolitik der EWS-Länder in den letzten Jahren durch die gemeinsame Überzeugung erleichtert wurde, daß die Bekämpfung der Inflation eine Vorbedingung für allgemein befriedigende ökonomische Ergebnisse sei.

Die Koordination der Geldpolitik im EWS dürfte dadurch erleichtert worden sein, daß die großen externen Schocks des letzten Jahrzehnts – einschließlich der Energiepreisänderungen – viele der betroffenen europäischen Industrieländer in ähnlicher Weise beeinflussten. Bemühungen, die Ungleichgewichte im Staatshaushalt zu reduzieren und die Lohnfindungsmechanismen flexibler zu machen, waren jedoch nicht in allen Fällen gleichermaßen erfolgreich. Während Anpassungen der Geldpolitik halfen, kurzfristige Ausschläge und mittelfristige Schwankungen der Wechselkurse zu verhindern, konnte ein trendmäßiger Rückgang des Außenwerts einiger Währungen nicht verhindert werden. Daß Länder mit relativ hohen Inflationsraten über eine Reihe von Jahren nicht entsprechende Wechselkursanpassungen anstrebten, implizierte im Endeffekt, daß sie durch Hinnahme des Auftriebs des realen Wechselkurses der Inflationseindämmung Priorität einräumten.

In Schweden hilft ein Wechselkursziel, ausgedrückt als jährlicher bereinigter Wechselkursindex (mit einem großen Gewicht der EWS-Währungen), die Geldpolitik zu unterstützen. Im Juli 1985 wurden die Interventionsgrenzen verengt und erstmals bekanntgegeben. Devisenkontrollen sind jedoch weiterhin in Kraft, und wie in einer Reihe anderer europäischer Länder hat die offizielle Strategie bezüglich einer öffentlichen Kreditaufnahme im Ausland ebenfalls einen Einfluß auf die inländischen monetären Bedingungen. Der Erfolg der Anpassungsbemühungen erlaubte es im letzten Jahr, die kurzfristigen Zinsen von ihrem zuvor hohen Niveau herunterzubringen.

*Geldpolitische Richtwerte für das nominale Bruttosozialprodukt und für Zinssätze.* Die Notwendigkeit in einigen Ländern, die Bedeutung ungewöhnlicher und unerwarteter Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit mit Blick auf die Geldpolitik bewerten zu müssen, hielt die generelle Frage am Leben, ob Richtwerte für das nominale Bruttosozialprodukt oder für Zinssätze eine befriedigende Alternative zu Geldmengenzielen darstellen könnten.

Befürworter von Nominaleinkommenszielen beginnen gewöhnlich mit der Behauptung, daß die Geldpolitik auf mittlere Sicht nur das Nominaleinkommen beeinflussen könne, während die Zuwachsraten der Produktion und der Preise die Endziele der Politik darstellten. Zielvorgaben für das nominale Sozialprodukt würden daher die Abhängigkeit der „Aufspaltung“ zwischen realer Produktion und Preisen vom Preis- und Lohnsetzungsverhalten des privaten Sektors unterstreichen. In der Tat sind die kurzfristigen Beziehungen zwischen Geld, Preisen und Produktion unsicher und hängen sowohl von der Finanzpolitik als auch von Zinsbewegungen ab. Unter normalen Umständen kann jedoch erwartet werden, daß die monetäre Expansion sich langfristig vor allem in den Preisen niederschlägt, wenngleich sie auf kurze Sicht auch die reale Ausbringung beeinflussen mag. Wo der langfristige Zusammenhang zwischen monetärer Expansion und Inflation unsicher geworden ist, dürfte ein veranschaulichender Pfad für das Nominaleinkommenswachstum künftiger Perioden die Notwendigkeit unterstreichen, über eine Reihe von Jahren Druck auf die Inflationsrate auszuüben; Großbritannien hat hierzu durch die im März 1986 veröffentlichte mittelfristige Finanzstrategie ein Beispiel gegeben. In keinem der Industrieländer hielten aber die monetären Instanzen kurzfristige Nominaleinkommensziele für geeignet, monetäre Zielvorgaben zu ersetzen.

Im allgemeinen betrachten die Geldpolitiker Entwicklungen der Geldmenge nicht als bloßen Indikator für Veränderungen des Nominaleinkommens. Was kurzfristig im Hinblick auf Wachstum und Inflation erreichbar ist, wird gewöhnlich bei der Ableitung der jährlichen Geldmengenziele berücksichtigt. Wird die Umlaufgeschwindigkeit korrekt prognostiziert, so kann erwartet werden, daß die Einhaltung monetärer Ziele einen befriedigenden Fortschritt in Richtung auf langfristige Ziele der Volkswirtschaft impliziert. Einige geldpolitische Instanzen hatten ihre Ziele anzupassen, um finanziellen Innovationen Rechnung zu tragen. Einige haben auch versucht, sowohl unerwartete Bewegungen von Komponenten der Geldmenge als auch den Einfluß von „überschießenden“ Wechselkursen auf Produktion und Preise zu berücksichtigen. In den USA wurden solche Einflüsse im letzten Jahr bei der Einschätzung der monetären Expansion beachtet, doch dies bedeutete nicht, daß die Geldpolitik zur Steuerung des Nominaleinkommens eingesetzt wurde.

Die Währungsbehörden fürchten, daß die Aufgabe, Nominaleinkommensziele einzuhalten, ihnen eine zu schwere Bürde auferlegen würde. In vielen Fällen wäre die Geldpolitik nicht in der Lage, Vorgaben für nominale Ausgaben einzuhalten, wenn sie durch die Finanzpolitik nicht angemessen unterstützt wird. Mag der langfristige Einfluß des „deficit spending“ auf die Ausbringung auch schwach sein, so reagiert doch das Produktionswachstum innerhalb kurzer Frist in vielen Ländern auf Staatsausgaben und Steuerpolitik. Diese Einflüsse wären bei Vorgaben für das Nominaleinkommen einzukalkulieren. Insbesondere kurzfristig ist die Entwicklung von Produktion und Preisen durch viele weitere Faktoren beeinflusst, so z.B. durch Störungen des Rohstoffangebots. Die Setzung von Nominaleinkommenszielen hat auch eine politische Dimension. Ziele für das Sozialprodukt liegen in den meisten Ländern im Zuständigkeitsbereich der Regierung. Für die monetären Instanzen könnte die Übernahme von Verantwortung beim Versuch, Richtwerte für das nominale Sozialprodukt einzuhalten, eine gefährliche Konzentration auf kurzfristige Entwicklungen des realen Output mit sich bringen. Dies könnte die Fortschritte in Frage stellen, die in den letzten Jahren bei der Verlängerung des Zeithorizonts der Geldpolitik auf dem langen Weg zur Eindämmung der Inflation erzielt wurden.

Die Verwendung von Nominal- oder Realzinsen zur längerfristigen Orientierung der Geldpolitik würde ähnliche Risiken einschließen. Die frühere Abneigung, die Zinsen zur Eindämmung übermäßigen monetären Wachstums ausreichend anzuheben, hatte den Aufbau eines Inflationspotentials zugelassen. Diese Erkenntnis war ein wichtiger Grund für die Ausrichtung der Geldpolitik an Zielvorgaben für monetäre Aggregate. Richtwerte für die kurzfristigen Zinssätze werden in der monetären Tagespolitik der meisten Länder verwendet, doch sie dienen lediglich als Orientierungshilfen und müssen im Lichte der Entwicklung von Geldmengen und Wechselkursen angepaßt werden.

### **Änderung der geldpolitischen Instrumente und Steuerungskonzepte**

*Neue Instrumente und Verfahren.* In ihren Bemühungen, die Zielvorgaben für monetäre Gesamtgrößen und Wechselkurse einzuhalten, haben sich die Währungsbehörden vieler Länder in den vergangenen Jahren zunehmend auf Geldmarktoperationen und weniger auf Kapitalverkehrskontrollen oder Kreditplafonds gestützt.

Seit den späten siebziger Jahren wurde die administrative Beschränkung der Bankkreditvergabe in Großbritannien, Schweden, den Niederlanden, Dänemark, Irland und Österreich aufgehoben, und nur noch wenige Industrieländer machen von diesem Instrument Gebrauch. In Frankreich ist die Reglementierung der Kreditvergabe nicht länger restriktiv; sie dient nunmehr eher als ein Sicherheitsnetz denn als Hauptmittel zur Erreichung der Geldmengenziele. Für 1986 wurden die Kreditkontrollbestimmungen erweitert und schließen nun die Sparkassen ein. Für Kreditgewährungen, welche die für das Bankensystem geltende offizielle Norm übersteigen, müssen die einzelnen Banken Reserven halten. Für die Koeffizienten zur Berechnung dieser Reserven wurde jedoch die Progression abgeschwächt. Die Behörden haben angedeutet, daß die Kreditrestriktionen nach einer Übergangsphase im nächsten Jahr in einen vornehmlich zinsorientierten Ansatz zur Kontrolle der Geld- und Kreditexpansion übergehen könnten. In Japan hat sich die Kreditplafonierung („window guidance“) in den letzten Jahren von einem strikten Kontrollinstrument zu einem Ausdruck der Zentralbanksicht hinsichtlich der kurzfristigen Kreditexpansion gewandelt. Durch Reduktion ihrer Projektionen für die Kreditverteilung im zweiten Quartal 1986 hat die Bank von Japan allerdings ihrer Sorge über das rasche Wachstum der liquiden Geldbestände der Wirtschaft und den scharfen Anstieg der Aktienkurse sowie der Preise für gewerblich genutzte Grundstücke Ausdruck verliehen. In Schweden wurde Anfang 1985 im Zuge der fortgesetzten Liberalisierung der Finanzmärkte die Reglementierung der Zinsen für Bankkredite in heimischer Währung aufgehoben, und die Kreditplafonds für Banken, Realkreditinstitute und Finanzierungsgesellschaften wurden im November abgeschafft. In Dänemark trat im Juni 1985 an die Stelle der Kreditobergrenzen ein Abkommen mit den Banken, spezielle Einlagen bei der Nationalbank zu halten, wenn das Wachstum ihrer Verbindlichkeiten aus dem Einlagengeschäft eine vereinbarte Vorgabe übersteigt. Die Nationalbank kann die auf die speziellen Einlagen gezahlten Zinsen senken, um so ein rasches monetäres Wachstum zu hemmen. In Italien waren die im Januar 1986 eingeführten Plafonds für Bankkredite als vorübergehend nützliches Instrument gedacht, den Mittelabfluß unter Kontrolle zu bringen. In den Niederlanden sollten die im Februar 1986 erlassenen Richtlinien für die Liquiditätsschöpfung aus inländischen Quellen vor allem den trendmäßigen Anstieg des Verhältnisses von M2 zum Nominaleinkommen aufhalten. Da langfristig finanzierte Kredite von den Kreditrichtlinien ausgenommen sind, könnte eine Verschiebung zur langfristigen Kreditaufnahme durch die Banken tendenziell zu einem steileren Anstieg der Kurve der Terminstruktur der Zinssätze führen. Doch insgesamt wird die Effektivität der Richtlinien davon abhängen, in welchem Ausmaß grenzüberschreitende Kapitalbewegungen auf Zinsunterschiede reagieren werden.

Die meisten offiziellen Geldmarktoperationen verändern die Bilanzposition der Zentralbank in einer Weise, die sich auf das Angebot von Bankreserven und – bei gegebener Reservenachfrage – auf die Geldmarktzinsen auswirkt. Die Instrumente und Verfahren, die von den Zentralbanken zur Beeinflussung der Geldmarktbedingungen eingesetzt werden, hängen von institutionellen und gesetzlichen Verhältnissen ab, die von Land zu Land unterschiedlich sind. Im Lauf der Jahre haben sich jedoch die Steuerungstechniken in einer Weise verändert, die eine gemeinsame Richtung erkennen läßt. Insbesondere wurden in vielen Ländern Maßnahmen

ergriffen, um die Banken vom Rückgriff auf den traditionellen Notenbankdiskont- oder Lombardkredit abzuhalten. Gleichzeitig haben die Zentralbanken beim Angebot von Bankreserven mehr von Offenmarktgeschäften Gebrauch gemacht. Mindestreservebestimmungen, gewöhnlich mit Vorkehrungen versehen, die einen Ausgleich der Reservehaltung über einen bestimmten Zeitraum zulassen, wurden in den meisten Ländern zur Stabilisierung der Reservennachfrage und zur Verstetigung der Geldmarktsätze beibehalten. In fast allen Industrieländern haben jetzt diese Sätze eine zentrale Rolle als Steuerungsvariable eingenommen.

Früher benutzte das Bankensystem in vielen Ländern, von den Vereinigten Staaten abgesehen, den Notenbankkredit als Hauptmittel zur Anpassung seiner Reserveposition. Abhängig davon, ob der Zugang zum Diskont- oder Lombardkredit beschränkt war oder nicht, dienten die geltenden Notenbanksätze im allgemeinen als Gravitationszentrum der kurzfristigen Geldmarktzinsen oder als deren Unter- oder Obergrenze. Größere Flexibilität der Zentralbankoperationen läßt sich durch Erhöhung der Kosten für Notenbankkredite im Verhältnis zu den Marktzinssätzen sowie durch Verwendung von Marktinstrumenten zur Anpassung der Bankreserveposition erreichen. Im Ergebnis haben derartige Umstellungen dazu geführt, daß die Diskontsätze der Notenbanken gewöhnlich höher waren als die Geldmarktsätze: seit 1982 in der Schweiz, seit Ende 1984 in Italien und Belgien und für viele Jahre in Kanada. In Deutschland ist der Lombardsatz der Bundesbank seit Januar 1985 höher als die Geldmarktsätze. In Belgien (seit Mai 1985) und Kanada (seit 1981) wurde die gewünschte Relation zwischen offiziellen und Marktsätzen durch wöchentliches Festsetzen des Diskontsatzes in bezug auf den Schatzwechseltendersatz erzielt. In Schweden ist der von der Zentralbank erhobene Kreditstrafzins seit Dezember 1985 nicht mehr an den Diskontsatz gekoppelt und so gestaffelt, daß er es erlaubt, die Grenzkosten für Notenbankkredite – und daher die Tagesgeldsätze – einfach durch Veränderungen des Angebots von Reserven zu variieren.

In Japan verharret der Diskontsatz unterhalb des Satzes für tägliches Geld, doch die Bank von Japan nutzt ihren Ermessensspielraum bei der Zuteilung und Aufkündigung von Krediten. Außerdem werden neuerdings Offenmarktgeschäfte zur Beeinflussung der Geldmarktsätze auf sehr flexible Weise durchgeführt. In den USA, wo der Zugang zum Notenbankkredit beschränkt ist, bleibt der Diskontsatz normalerweise unterhalb des Federal-funds-Satzes. Der daraus resultierende Zusammenhang zwischen diesen Sätzen und der Kreditaufnahme der Banken bei der Federal Reserve läßt sich nutzen, um die Zinsschwankungen im Rahmen des seit Ende 1982 verwendeten Verfahrens zur Steuerung der „geborgten Reserven“ zu begrenzen. In Großbritannien, wo seit 1982 kein akkommodierender Notenbankkredit gewährt wurde, hat die Bank von England 1985 bei einer Anzahl von Gelegenheiten auf die Kreditgewährung zurückgegriffen, um ihre Sichtweise der Geldmarktsätze rasch effektiv zu machen.

Zu den von den Zentralbanken neuerdings intensiver eingesetzten Instrumenten zur Anpassung der Bankreserven gehören sogenannte Outright-Käufe und -Verkäufe von Wechseln und Wertpapieren, Pensionsgeschäfte mit Wechseln und Wertpapieren, Verkäufe von Wechseln, die auf die Zentralbank gezogen sind, Devisenwapgeschäfte und die Verlagerung von öffentlichen Einlagen von der Zentralbank

Offizielle Maßnahmen zur Beeinflussung der Geldmarktbedingungen<sup>1</sup>

	Japan	Deutschland (BR)	Frankreich	Italien	Belgien	Niederlande	Schweiz
	Veränderung in Prozent der Notenbankgeldmenge am Ende des Vorquartals <sup>2</sup>						
<b>Nettoauslandsaktiva der Zentralbank<sup>3</sup></b>							
1985 1. Quartal .....	- 0,5	- 7,9	8,4	- 4,2	2,0	- 4,9	8,0
2. Quartal .....	0,1	3,2	7,5	2,7	2,9	0,1	4,2
3. Quartal .....	- 1,1	4,1	7,1	- 2,7	- 8,2	11,1	2,5
4. Quartal .....	- 1,7	0,3	3,2	- 7,9	1,5	1,6	- 1,1
1986 1. Quartal .....	0,3	3,6	.	- 1,2	.	.	- 7,8
<b>Öffentliche Finanzen<sup>4</sup></b>							
1985 1. Quartal .....	- 0,7	0,3	7,6	10,3	- 8,9	- 2,3	-
2. Quartal .....	4,7	- 2,8	- 5,0	- 0,7	1,3	1,1	-
3. Quartal .....	-21,6	- 3,0	2,0	1,1	4,6	-10,8	-
4. Quartal .....	4,3	2,7	- 8,0	9,3	- 1,5	6,4	-
1986 1. Quartal .....	- 2,7	- 0,6	.	6,2	- 3,1	.	-
<b>Marktgeschäfte der Zentralbank<sup>5</sup></b>							
1985 1. Quartal .....	- 5,5	6,9	-12,3	- 1,1	-	14,0	- 7,7
2. Quartal .....	- 1,4	0,9	- 4,4	0,4	-	0,9	0,8
3. Quartal .....	9,6	0,8	0,8	2,0	-	- 2,8	- 2,0
4. Quartal .....	10,6	2,5	2,7	2,9	-	2,7	12,1
1986 1. Quartal .....	- 5,0	- 2,6	.	3,2	-	.	- 7,5
<b>Zentralbankkredite an Banken<sup>6</sup></b>							
1985 1. Quartal .....	- 6,1	- 1,1	- 1,2	0,0	0,1	-11,4	- 1,0
2. Quartal .....	- 0,8	- 2,1	- 1,4	- 0,3	1,0	2,1	0,1
3. Quartal .....	5,3	- 0,1	- 2,7	1,9	- 1,5	2,0	1,1
4. Quartal .....	6,9	0,1	- 0,3	3,3	4,2	- 6,2	- 0,3
1986 1. Quartal .....	- 2,6	0,6	.	- 4,8	.	.	- 0,6

<sup>1</sup> Ein negatives Vorzeichen bedeutet eine Verringerung der Bankreserven. <sup>2</sup> Um Bewertungsänderungen bereinigte Stromgrößen; zum Teil eigene Schätzungen. Deutschland, Frankreich und Schweiz: auf der Basis monatlicher Durchschnitte von Tagesdaten; andere Länder: Monatsendstände. <sup>3</sup> Ohne Devisenswapgeschäfte zur Beeinflussung der Bankenliquidität. Japan: Geschäfte des Devisenfonds. <sup>4</sup> Ohne bestimmte Geschäfte zur Geldmarktsteuerung; Japan: ohne Geschäfte des Devisenfonds; Niederlande: Einlagen des Schatzamtes bei der Zentralbank. <sup>5</sup> Devisenswapgeschäfte, Wechsel- und Wertpapierpensionsgeschäfte, Outright-Offenmarktkäufe und -verkäufe von Wechseln und Wertpapieren, spezielle Kredite zu Marktzinsen und Verlagerungen öffentlicher Einlagen in den Markt. Italien: einschl. Krediten an Schatzwechsel übernehmende Konsortien. <sup>6</sup> Lombard- und labgesehen von Deutschland) Diskontkredite. Frankreich: Darlehen zu festen Zinssätzen abzüglich zurückgenommener liquider Mittel.

Quellen: Angaben und Definitionen der einzelnen Länder.

in den Markt. In manchen Ländern werden die offiziellen Geschäfte auf bestehenden privaten Märkten durchgeführt; in anderen Ländern haben die Zentralbanken spezielle Versteigerungsverfahren eingeführt. Die neuen Instrumente räumen den Zentralbanken einen reichlichen Ermessensspielraum bei der Festlegung von Zeitpunkt und Dauer der Maßnahmen zum Angebot und Entzug von Reserven und bei der Festsetzung der belasteten Zinsen ein. In mehreren Ländern dienen die angewandten Sätze als Signal für die Absichten der Zentralbank hinsichtlich der Zinsentwicklung.

In einer Anzahl von Ländern wurden die Mindestreservebestimmungen verfeinert oder an neu entstandene Arten von Bankverbindlichkeiten angepaßt. Die Kostenbelastung der Mindestreservehaltung wurde durchweg verringert, und in einigen Fällen wurde das Gewicht stärker von den Spar- und Termineinlagen auf Transaktionsguthaben verlagert. Strukturelle Änderungen gab es in den letzten Jahren in Italien (1982), den USA (1982 und 1984), Kanada (1983) und Frankreich (Januar 1985). In Deutschland wurden die Reservebestimmungen mit Wirkung ab Mai 1986 neu strukturiert, so daß sie nunmehr Verbindlichkeiten mit Laufzeiten bis zu zwei Jahren in Form von Inhaberschuldverschreibungen mit erfassen. Dadurch können deutsche Banken erstmals Einlagenzertifikate ausgeben. Gleichzeitig wurde

die Staffelung der Reservesätze für Termin- und Spareinlagen reduziert und vereinfacht.

*Gründe für die Änderungen.* Alle Zentralbanken nutzen nun diskretionäre Verfahren zur Beeinflussung der kurzfristigen Zinsen, doch ihre neuen Instrumente haben sie eingesetzt, um die Bestimmung der kurzfristigen Zinsen flexibler zu gestalten und um Geschäfte über den Markt betreiben zu können. In dem Wunsch nach größerer Flexibilität spiegelt sich im Grunde die Notwendigkeit wider, die kurzfristigen Zinsen rasch anzupassen. Gleichzeitig war es das Ziel, die Zinsintentionen der Zentralbanken präziser zu übermitteln und die manchmal übermäßige Publizität zu verringern, die traditionell mit der Veränderung der Leitzinsen verbunden ist.

Die Flexibilität hat das Erreichen grundlegender geldpolitischer Ziele erleichtert und dabei der Zinspolitik ermöglicht, auf Störungen der Finanz- und Devisenmärkte zu reagieren. Freischwankende Wechselkurse reagieren sehr sensitiv auf die Erwartungen des Marktes hinsichtlich des künftigen Kurses der Währungspolitik. Die neueren Instrumente lassen graduelle Veränderungen der Zinssätze auf eine Weise zu, die es erlaubt, Marktreaktionen zu berücksichtigen. Traditionelle Instrumente der Geldpolitik wie Diskontsatzänderungen können dann benutzt werden, um stärkere Signale zu geben, wenn dies angebracht erscheint. In Ländern mit Wechselkurszielen haben die neuen Techniken auch die rasche Anpassung der Geldmarktsätze gefördert, was manchmal notwendig war, besonders in Zeiten voraussichtlicher Wechselkursrealignments.

Die größere Flexibilität half auch, Störungen zu begegnen, die die Steuerung des Angebots an Bankreserven erschwerten, wie erratischen kurzfristigen Bewegungen in den Konten der öffentlichen Haushalte bei der Zentralbank. In einigen Fällen wurden Veränderungen der Prozeduren auch zu dem Versuch vorgenommen, zu verhindern, daß große Defizite der öffentlichen Haushalte und der Aufbau eines Bestands liquider kurzfristiger Staatstitel durch Banken die Geldmengensteuerung untergraben.

Der zunehmende Rückgriff der Zentralbanken auf Instrumente wie Wertpapierpensionsgeschäfte wurde durch das Wachstum und die Entwicklung der Geldmärkte gefördert. Der sparsamere Einsatz des Leitzinsinstruments hat vor dem Hintergrund des verstärkten Gebrauchs anpassungsfähiger Zinsinstrumente bei der Bankkreditvergabe stattgefunden.

*Flexible Steuerungsverfahren am Geldmarkt und Wechselkurse.* Die Art und Weise, in welcher die neue Flexibilität der Verfahren funktioniert, kam klar in der komplexen Interaktion des letzten Jahres zwischen Geldpolitik, Geldmarktzinsen und freischwankenden Wechselkursen zum Ausdruck.

In zahlreichen Ländern hat die Geldpolitik den größten Einfluß auf die Tagesgeldsätze und die Zinsen mit einer Fristigkeit bis zu einem Monat, während die Zinssätze für längere Laufzeiten stärker durch Erwartungen des Marktes beeinflußt werden. Im Rahmen des in den Vereinigten Staaten verwendeten Verfahrens zur Steuerung der „geborgten Reserven“ kann der Satz für Federal funds signifikant auf

Markterwartungen bezüglich geldpolitischer Änderungen reagieren. Marktreaktionen können zeitweise die geldpolitischen Maßnahmen der Zentralbank verstärken. Anfang 1985 spiegelte jedoch der Anstieg der US-Geldmarktsätze im großen und ganzen die vom Markt antizipierte Reaktion der Federal Reserve auf das Überschreiten des Zielkorridors von M1 wider.

In den europäischen Ländern drohte zu dieser Zeit der weitere steile Anstieg des Dollar den Inflationsdruck zu verstärken und war für die Währungsbehörden zweifellos ein Grund zur Sorge. Unter diesen Umständen kam es in fast allen Ländern für einige Zeit zu einem Aufwärtsdruck auf die Anleiherenditen, obwohl die kurzfristigen Geldmarktzinsen in vielen Fällen unverändert blieben. In Deutschland beispielsweise, wo die neuen Geldmarktsteuerungsverfahren im Januar 1985 eingeführt wurden, blieben die sehr kurzfristigen Geldmarktsätze relativ stabil und nah bei den von der Bundesbank beim Angebot von Bankreserven durch Wertpapierpensionsgeschäfte angewandten Sätzen.

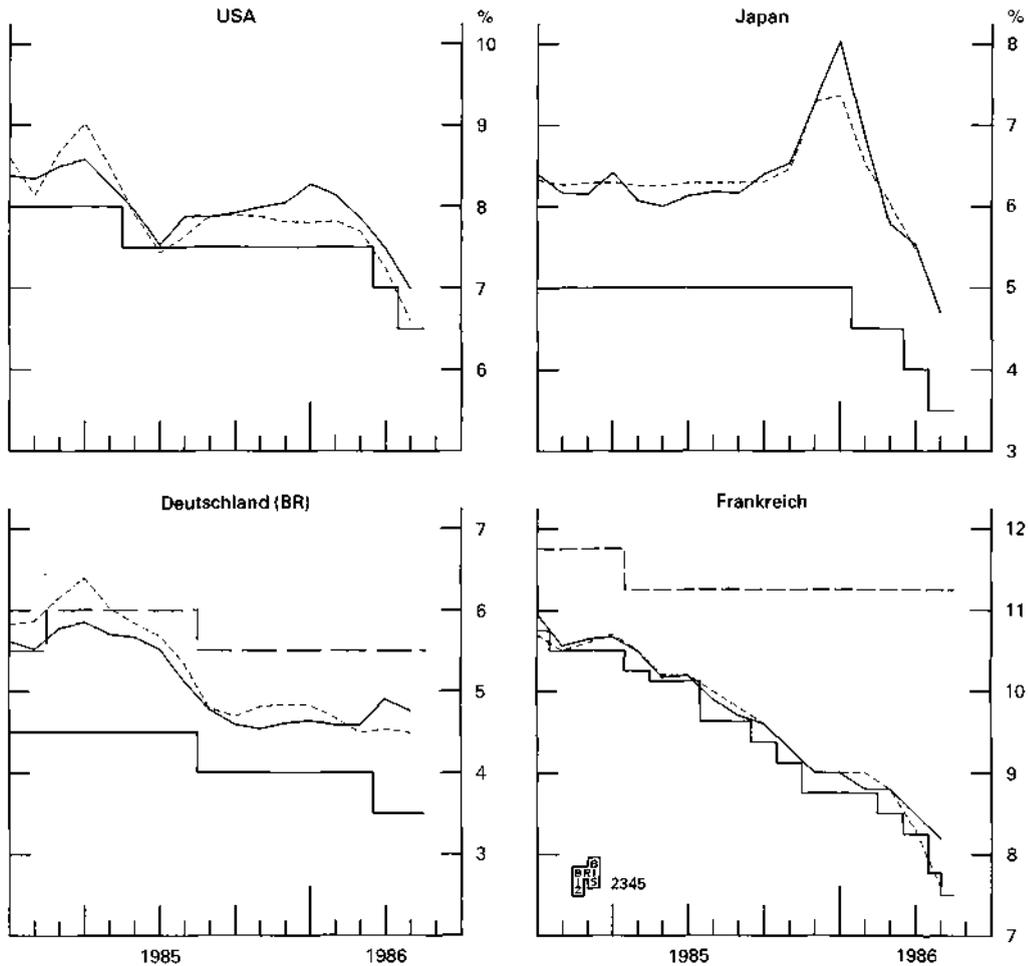
In den USA wuchs im Frühjahr des letzten Jahres die Sorge, daß die wirtschaftliche Erholung zum Stillstand kommen könnte. Nach der Senkung des Diskontsatzes im März sank der Satz für Federal funds im Juni auf das neue Diskontsatzniveau. Die Zinssätze auf dreimonatige Depositenzertifikate fielen allerdings unter den Diskontsatz, offenbar, weil der Markt eine weitere Lockerung der Geldpolitik erwartete.

Mit sich abschwächendem Dollar scheint die Federal Reserve von Juni an auf eine zunehmende Festigung des Satzes für Federal funds hingewirkt zu haben. In Deutschland berücksichtigte die Bundesbank die günstige inländische Preisentwicklung und die Stärkung der D-Mark, um einen allmählichen Rückgang der kurzfristigen Zinsen zu fördern, indem sie die Zinssätze für Pensionsgeschäfte schrittweise senkte. Im Juli, als die kurzfristigen Zinsen in der unteren Hälfte des vom Diskontsatz und vom Lombardsatz begrenzten Bandes lagen, wurden diese Leitzinsen gesenkt, um Raum für ein weiteres Absinken der Geldmarktzinsen zu schaffen. Durch das Angebot von Wertpapierpensionsgeschäften mit einer bis zu zwei Monaten reichenden Laufzeit konnte die Bundesbank den Bedarf an Feinsteuernmaßnahmen minimieren, bis die Devisenmärkte im August und September erneut unruhig wurden. Die Bank von Japan setzte von Januar bis August die Anpassung der von ihr bereitgestellten Bankreserven sowohl durch den Verkauf von Wechseln und kurzfristigen Wertpapieren als auch durch Kreditvergabe fort, um flexible Reaktionen des Satzes für tägliches Geld auf Entwicklungen der Devisenmärkte zu begünstigen.

Die wichtigste Änderung der kurzfristigen Zinspolitik nach dem Treffen der „Fünfergruppe“ im September fand in Japan statt, wo Geldmarkttechniken eingesetzt wurden, um einen steilen Anstieg der Geldmarktsätze zu fördern. Weil der Diskontsatz unverändert blieb, wurden die Zinssätze für Kredite an die heimische Wirtschaft jedoch teilweise abgeschirmt. In Deutschland fuhr die Bundesbank fort, auf sich ändernde Devisenmarktbedingungen durch Variation ihrer Ausschreibungsverfahren zu reagieren, indem sie Tender zu gegebenen Zinssätzen immer dann anbot, wenn es ihr angebracht schien, dem Markt klare Zinssignale zu geben. Die Zinsentwicklung in Deutschland blieb im großen und ganzen mit den gesetzten

Notenbankzinsen und Interbanksätze 1985/86

- Amtlicher Diskontsatz<sup>1</sup>
- Tagesgeldsatz
- - - Satz für Dreimonats-Interbankkredite<sup>2</sup>
- Lombardsatz der Deutschen Bundesbank
- - - Satz der Bank von Frankreich für 7-Tages-Pensionsgeschäfte in Schatzpapieren



<sup>1</sup> Frankreich: offizielle Käufe von kurzfristigen privaten Titeln.

<sup>2</sup> USA: Dreimonats-Einlagenzertifikate.

Geldmengenzielen vereinbar, doch die Terminierung der Veränderungen war offensichtlich durch externe Überlegungen beeinflusst.

In Frankreich führte die sich verbessernde binnen- und außenwirtschaftliche Lage zu einem Aufwertungsdruck auf den französischen Franc. Die Behörden hielten den Franc innerhalb der EWS-Schwankungsbreite, indem sie einen starken Nettoanstieg der Währungsreserven hinnahmen und den Schlüsselsatz für den Ankauf privater Titel erster Adressen durch die Bank von Frankreich allmählich senkten. Der verkündete Zinssatz für die seit langem bestehenden siebtägigen

Schatzwechselfensionengeschäfte, der einzig verbliebenen Möglichkeit der Banken, von der Bank von Frankreich durch eigene Initiative akkommodiert zu werden, blieb unverändert auf einem Niveau, das mit zunehmender Spanne über den Geldmarktsätzen lag.

Zu Anfang des Jahres 1986 folgten in Japan die Marktsätze aller Fälligkeiten dem Tagesgeldsatz nach unten, und in Deutschland gaben die Anleiherenditen ebenfalls nach. Obwohl die Senkung des Diskontsatzes durch die Bundesbank im März nicht einen sofortigen gleich großen Rückgang der inländischen Geldmarktsätze implizierte, lieferte dies ein wichtiges Signal und könnte die Kosten für Bankkredite beeinflussen. Dieser Maßnahme folgten unmittelbar Diskontsenkungen in Japan, den USA und den Niederlanden, und eine weitere Herabsetzung des amtlichen Geldmarktinterventionsatzes in Frankreich schloß sich an. Senkungen der offiziellen Sätze folgten bald danach in Italien, Großbritannien, Schweden, Kanada, Belgien, Irland und Portugal. In Japan und Frankreich führten die Währungsbehörden neue Techniken zur direkteren Beeinflussung der Zinssätze auf dem offenen Markt ein, besonders jener für Einlagenzertifikate, um sicherzustellen, daß sich Zinsimpulse der Zentralbanken rasch über die Geldmärkte verbreiten. In den Vereinigten Staaten und in Japan wurden die Diskontsätze Ende April weiter gesenkt.

*Anhaltende Probleme der Geldmarktsteuerung.* In einigen Ländern, in denen die Veränderungen der Geldmarkttechniken einen Teil der Bemühungen bildeten, den durch hohe Haushaltsdefizite auf die Geldschöpfung ausgeübten Druck zu beherrschen, sind grundlegendere Maßnahmen zur Senkung der Defizite erforderlich. Übermäßige Geldschöpfung in einem Umfeld hoher Haushaltsdefizite zu vermeiden, verlangt nach Vorkehrungen, die es den Zinsen auf Staatsschulden erlauben, auf den Finanzierungsdruck zu reagieren. Regelungen, die den Zugang des Schatzamtes zum Zentralbankkredit effektiv begrenzen, dürften ebenso notwendig sein. In Italien half die 1981 vorgenommene Trennung von Haushaltsfinanzierung und Handhabung der Geldpolitik zusammen mit Verbesserungen der Finanzierungsinstrumente und -verfahren, Bedingungen für eine kurzfristig effektive Geldmengensteuerung zu etablieren. Die Begrenzung der Kreditlinie des Schatzamtes bei der italienischen Notenbank steigt aber weiterhin automatisch von Jahr zu Jahr im Gleichschritt mit dem Wachstum der Staatsausgaben.

In Belgien konnte sich der Staat über Jahre hinweg indirekt bei der Nationalbank über den Wertpapierstabilisierungsfonds finanzieren. Dieser Fonds ist ein unabhängiges öffentliches Organ, das spezielle Staatspapiere durch Rückgriff auf eine Kreditlinie bei der Zentralbank erwerben konnte. Es gibt keine Mindestreservvorschriften, und die Banken, die einen großen Bestand an kurzfristig kündbaren Staatspapieren ansammeln konnten, haben nun nur geringen Bedarf an Akkommodation durch die Zentralbank. Unter diesen Bedingungen behält die Nationalbank die Kontrolle über die kurzfristigen Zinsen nur kraft ihrer Fähigkeit, die Zinssätze für kurzfristige Papiere des Schatzamtes festzusetzen. Im Unterschied hierzu *trocknete in Großbritannien die Überfinanzierung des öffentlichen Kreditbedarfs in den letzten Jahren den Schatzwechselmarkt aus und machte ihn stärker von umfangreichen Käufen privater Wechsel durch die Bank von England abhängig.* Der Einfluß der Überfinanzierung auf die Terminstruktur der Zinssätze dürfte relativ begrenzt

gewesen sein, doch sie gab zu einer Reihe technischer Schwierigkeiten Anlaß. Das pragmatische Ziel seit Oktober letzten Jahres war, den öffentlichen Kreditbedarf des gesamten Haushaltsjahrs durch Verkäufe von Staatspapieren außerhalb des Bankensystems zu decken.

In manchen Fällen haben die Vorkehrungen, die mit der Absicht eingeführt wurden, die Bestimmung der kurzfristigen Zinsen flexibler zu machen, nicht wie erwartet funktioniert. In Großbritannien beispielsweise konnte das 1981 zur Zeit der Geldmarktreformen verkündete Ziel, die Bestimmung der Zinssätze mehr den Marktkräften zu überlassen, im Zusammenhang mit der Überfinanzierung nicht immer eingehalten werden. Die im letzten Jahr wieder aufgelebte Praxis des Geldmarktausgleichs durch Zentralbankkredite deutet darauf hin, daß die Behörden die Notwendigkeit erkannt haben, dem Markt bei Bedarf mehr Orientierung hinsichtlich der sehr kurzfristigen Zinssätze zu geben. Andererseits ist vorstellbar, daß die konventionellen Regelungen, die in einigen Ländern mit Notenbanksätzen unterhalb der kurzfristigen Zinssätze weiterhin in Kraft sind, die Anpassung der kurzfristigen Geldmarktsätze nach unten verzögern könnten. In einigen Ländern, Japan und Großbritannien eingeschlossen, haben Beschränkungen hinsichtlich der Art der Instrumente, welche die Zentralbank zu kaufen oder als Sicherheit anzunehmen bereit ist, zeitweise Bemühungen der Behörden behindert, ihren Einfluß auf wichtigen Geldmärkten spürbar werden zu lassen, auf denen sie nicht selbst operieren.

In den USA sind die Zinsschwankungen seit Ende 1982 deutlich geringer geworden, als die Federal Reserve ihre strikte Steuerung der „nicht geborgten Bankreserven“ aufgab, die automatische Zinsreaktionen auf Zielabweichungen von M1 impliziert hatte. Das Verfahren zur Steuerung der „geborgten Reserven“ erlaubt der Federal Reserve, einen weitaus größeren diskretionären Einfluß auf die kurzfristigen Zinsen auszuüben. Der Satz für Federal funds konnte jedoch frei auf Änderungen der Kreditaufnahmebereitschaft der Banken reagieren, selbst bei unveränderten offiziellen Zielvorgaben für die „geborgten Reserven“. Im Anstieg des Satzes für Federal funds im Sommer 1984 spiegelte sich beispielsweise zum Teil die Reaktion der Banken auf Schwächezeichen des Finanzsystems wider. Im letzten Jahr jedoch, als der Diskontsatz den Satz für Federal funds die meiste Zeit über streng untermauerte, konnten sich in den Änderungen des Satzes für Federal funds die Erwartungen des Marktes nur relativ begrenzt niederschlagen.

In einigen Ländern, darunter Japan, Frankreich und Schweden, wo die Zentralbankkonzepte an den fortschreitenden Prozeß der Deregulation und finanziellen Innovation angepaßt worden sind, dürften weitere Änderungen in den Steuerungstechniken mit der Entwicklung neuer Instrumente und noch stärkerer Integration der Märkte notwendig werden. In der Schweiz wird eine beabsichtigte Änderung des Clearingsystems vermutlich zu einer veränderten Nachfrage nach der bereinigten Notenbankgeldmenge – dem Zielaggregat der Nationalbank – in vorhersehbarer Zukunft führen. Schwierigkeiten dieser Art könnten sich jedoch als nur vorübergehend erweisen.

### Zwänge, denen die Geldpolitik unterliegt

Viele der Schwierigkeiten, mit denen die Geldpolitik in den letzten Jahren zu kämpfen hatte, stammen aus den großen Defiziten der öffentlichen Haushalte. In einigen Fällen waren die Defizite struktureller Natur, und Bemühungen, sie abzubauen, haben wenig Raum gelassen, die Fiskalpolitik zur Stabilisierung der Wirtschaft einzusetzen.

Große Haushaltsdefizite können die Effektivität der Geldpolitik sowohl kurz- als auch langfristig beeinträchtigen. In einigen Ländern mit besonders großen Deckungslücken (Italien, Belgien, Spanien, Griechenland und Irland) wurden die Schwierigkeiten bei der Handhabung der Geldpolitik durch unwirksame Begrenzungen des Zentralbankkredits an den Staat verursacht oder auch durch die Abneigung des Schatzamtes, angemessene Zinserträge für Staatspapiere zu bieten. In anderen Fällen haben sich ändernde Erwartungen über das Ausmaß, in dem die öffentliche Kreditaufnahme die monetäre Expansion beeinflussen könnte, Druck auf die Wechselkurse ausgeübt. Im Rahmen einer Geldpolitik, die der Inflationsbekämpfung Priorität eingeräumt hatte, stammte das Hauptproblem im allgemeinen aber aus dem Zinsauftrieb, der von großen aktuellen und voraussichtlichen Defiziten herrührte.

Devisenmarktentwicklungen haben die Probleme der Geldpolitik verstärkt. Eine der wichtigsten Lektionen aus den Erfahrungen mit floatenden Wechselkursen in den letzten Jahren war das Ausmaß, in dem externe Faktoren die Geldpolitik beeinflussen und behindern können, selbst in großen Ländern. Dies zeigte sich 1985 in einigen von ihnen. Aus drei Gründen müssen die Wechselkurskonsequenzen der Geldpolitik zunehmend beachtet werden. Der erste Grund ist die wachsende internationale Kapitalmobilität aufgrund der fortschreitenden Liberalisierung nationaler Geld- und Kapitalmärkte und die zunehmende internationale Substituierbarkeit von in verschiedenen Währungen denominierten finanziellen Aktiva. Das bedeutet, daß die inländischen Finanzmärkte den Aktivitäten auf den ausländischen Finanzmärkten stärker ausgesetzt sind. Die Geld- und Finanzpolitik im Ausland verursacht zunehmend Veränderungen der finanziellen Bedingungen im Inland. Daraus folgt, daß die in einigen großen Volkswirtschaften gewählte Kombination von Geld- und Fiskalpolitik über ihren Einfluß auf die Wechselkurse die Palette der in anderen Ländern zur Verfügung stehenden Politikalternativen substantiell verändern kann. Größere finanzielle Integration bedeutet somit eine größere wirtschaftspolitische Interdependenz.

Der zweite Grund für die zunehmende Beachtung externer Einflüsse auf die Geldpolitik stammt aus den Erfahrungen mit Wechselkursbewegungen, die größer waren, als es ihren fundamentalen langfristigen Bestimmungsgründen entsprochen hätte. Das Risiko, daß Wechselkurse in Reaktion auf Politikanpassungen „überschießen“, dürfte solche Anpassungen mitunter behindern oder verzögern. In den letzten Jahren war ein großer Teil der Wechselkursbewegungen wichtiger Währungen nicht mit entsprechenden Veränderungen der relativen Preise verknüpft; nominale Wechselkursänderungen haben zu großen Veränderungen der realen Wechselkurse geführt. Die grundlegende Schwierigkeit, zu wissen, was der „richtige“ oder „angemessene“ Wechselkurs einer Währung sein könnte, sei zugegeben. Trotzdem

legen die Erfahrung und das Bewußtsein, daß veränderte Erwartungen der privaten Marktteilnehmer die Wechselkurse substantiell beeinflussen, der Geldpolitik Restriktionen auf. Diese Restriktionen spielten sicherlich bei dem vorsichtigen Vorgehen in den Vereinigten Staaten seit Mitte 1985 eine Rolle, die Geldmarktsätze und den Diskontsatz anzupassen, und bei der Änderung der kurzfristigen Zinssätze in Japan im Oktober nach der New Yorker Übereinkunft der „Fünfergruppe“. Stärkere Reaktionen der Kapitalbewegungen auf Zinsunterschiede und erwartete Politikänderungen haben die Politiker zunehmend sensitiv gegenüber den Konsequenzen selbst moderater Änderungen im Kurs der Geldpolitik gemacht.

Der dritte Grund für die vermehrte Berücksichtigung äußerer Einflüsse auf die Wirtschaftspolitik ist das gewachsene Bewußtsein für die langfristigen und kumulativen realen ökonomischen Konsequenzen dauerhafter Wechselkursentwicklungen. Große Veränderungen der realen Wechselkursrelationen zwischen den wichtigen Währungen haben die Nutzung und Allokation der realen Ressourcen beträchtlich verändert. Die Anpassungskosten dieser Veränderungen können beachtlich sein. Die verringerte Wettbewerbsfähigkeit der US-Wirtschaft und die sehr großen Handelsdefizite der USA führten zu ernstlichen Schwierigkeiten für die Produzenten international gehandelter Güter dieser Volkswirtschaft. Dies wiederum zog dort eine gesteigerte politische Sensitivität gegenüber Veränderungen der allgemeinen Wirtschaftspolitik und eine verstärkte politische Diskussion über den Kurs der Geldpolitik nach sich. In ähnlicher Weise hat in Japan der im Zusammenhang mit der Aufwertung des Yen seit dem Frühjahr 1985 eingetretene Verlust an Wettbewerbsfähigkeit und dessen potentiell bedeutsamer Einfluß auf den japanischen Außenhandel die Aufmerksamkeit auf Politikänderungen gelenkt, was Wechselkurseffekte haben könnte.

Es ist kaum zu leugnen, daß die in Verbindung mit der weiteren Integration der internationalen Finanzmärkte gestiegene Kapitalmobilität zu einer Welt größerer wirtschaftspolitischer Interdependenz geführt hat. Die Umwelt, in der die Geldpolitik operiert, hat sich in den letzten Jahren fundamental verändert: wegen des Abbaus von Hürden für den internationalen Kapitalverkehr, wegen des fortgesetzten Prozesses finanzieller Deregulation und Innovation und aufgrund der Finanzanlagendiversifikation durch viele Investorengruppen. Die ziemlich unterschiedliche Mischung von Geld- und Finanzpolitik der wichtigsten Volkswirtschaften hat auch zu schwankenden und überschießenden Wechselkursen beigetragen. Mit dem Verlust eines großen Teils der früheren Flexibilität der Fiskalpolitik geht das Risiko einher, daß von der Geldpolitik zuviel erwartet werden könnte. Die Geldpolitik kann aber nicht eingesetzt werden, um gleichzeitig ein inneres und äußeres Gleichgewicht sowie kurz- und langfristige Ziele zu erreichen. In den großen Volkswirtschaften wird eine geeignete interne Orientierung für die langfristigen Inflationserwartungen weiterhin benötigt, selbst nach der bedeutsamen Verbesserung der Inflationsbilanz in den letzten Jahren. Die Geldmengensteuerung liefert nach wie vor die notwendige Grundlage für eine langfristige Sicherung der Kaufkraft des Geldes.

## VII. INTERNATIONALES WÄHRUNGSSYSTEM

### Schwerpunkte

Im Bereich des internationalen Währungswesens war das herausragende Ereignis der Berichtsperiode, daß der Außenwert des US-Dollar – nach einem fast fünfjährigen, nahezu ununterbrochenen Anstieg – im Februar 1985 seinen Höhepunkt erreichte und in der Folge steil abwärts glitt. Diese Kursumkehrung war nicht allein die Folge selbsttätiger Marktkräfte, sondern scheint auch in erheblichem Maße durch ein aktiveres Verhalten der Währungsbehörden auf den Devisenmärkten beeinflußt worden zu sein. Der Übergang zu einer Politik „aktiver Anteilnahme“, die international abgestimmte offizielle Devisenmarktinterventionen, eine verbale Wechselkursbeeinflussung und eine stärkere Beachtung der Wechselkurse bei der Gestaltung der Binnenwirtschaftspolitik umfaßte, stellt eine wichtige Veränderung im offiziellen Verhalten dar, insbesondere was die USA angeht.

Neben der Beschreibung der Entwicklungen auf den Devisenmärkten, die Ende Februar und September 1985 in abgestimmten Interventionen kulminierten, sowie den Auswirkungen, welche diese Maßnahmen wiederum auf die Devisenmärkte hatten, werden in diesem Kapitel Fragen allgemeinerer Art zur Rolle und Wirksamkeit offizieller Interventionen und zur Funktionstüchtigkeit des gegenwärtigen Systems flexibler Wechselkurse erörtert.

Eine andere bemerkenswerte Entwicklung war der im letzten Jahr erzielte Fortschritt des Europäischen Währungssystems (EWS) in Richtung auf „eine stabile Währungszone in Europa“. Die Inflationsraten der Partnerländer wiesen eine deutliche Tendenz zur Konvergenz auf ein niedriges Niveau auf, was dazu beitrug, daß der Wechselkursmechanismus des EWS die plötzliche Umkehr der Dollarentwicklung auf den Devisenmärkten bewältigte, ohne daß das System übermäßigen Belastungen standhalten mußte.

Was die Entwicklung der internationalen Liquidität betrifft, so wurde der Goldmarkt kaum vom schwächeren Dollar oder von den politischen Unruhen in Südafrika betroffen. Während sich der Goldpreis in Dollars gerechnet etwas erholte, gab er in den meisten anderen wichtigen Währungen deutlich nach.

Wegen der umfangreichen Zuflüsse privaten Kapitals in die Vereinigten Staaten wirkte 1985 das massive und sich ausweitende Defizit der US-Leistungsbilanz nicht als Triebkraft des Reservenwachstums. Die – in US-Dollars gerechnet – gleichwohl recht starke Zunahme der offiziellen Währungsreserven im vergangenen Jahr beruhte hauptsächlich auf dem starken Anstieg des Dollarwerts der in anderen Währungen gehaltenen Aktiva und auf dem Reservenauflauf durch die Vereinigten Staaten. Die in den USA angelegten Reserven verringerten sich hingegen, und der Anteil des Dollar an den offiziellen Devisenbeständen sank beträchtlich.

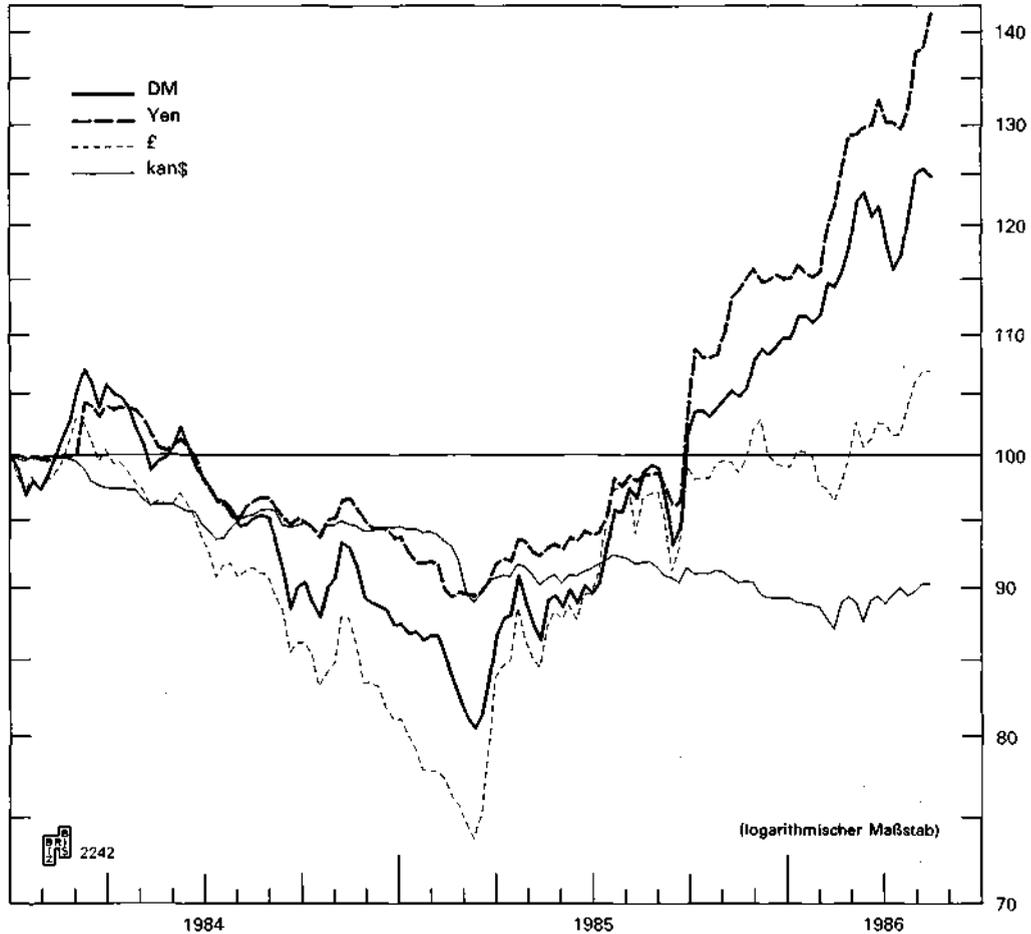
## Allgemeine Entwicklung der Wechselkurse

*Währungen mit frei schwankenden Kursen.* Während der Berichtsperiode kennzeichneten drei Merkmale das Geschehen auf den Devisenmärkten: erstens eine viel aktivistischere Einstellung der Währungsbehörden in der Wechselkurspolitik; zweitens die beträchtliche Abwertung des Dollar gegenüber anderen wichtigen Währungen, wozu die Veränderung des währungspolitischen Verhaltens beitrug; und drittens die Tatsache, daß sich die Anpassung der Wechselkursrelationen in geordneten Bahnen vollzog, wie der bis zum Frühjahr 1986 anhaltende Rückgang der Dollarzinsen belegt. Nach einer fünf Jahre dauernden Aufwertungsphase schwächte sich der Dollar von Ende Februar 1985 bis Mitte Mai 1986 im gewogenen Durchschnitt um 30% ab, und gegenüber einigen wichtigen Währungen betrug der Kursrückgang fast 40%. Diese Umkehr und das darauf folgende Sinken des Dollarkurses wurden durch eine Reihe wirtschaftlicher Grundtendenzen in den USA gefördert: große und wachsende Leistungsbilanzdefizite seit 1983, nachlassendes Wirtschaftswachstum seit Mitte des Jahres 1984, eine nachgiebigere Geldpolitik und tendenziell sinkende US-Zinsen. Allerdings verliefen diese Entwicklungen zu langsam, um sich auf den Devisenmärkten direkt bemerkbar zu machen. Erst nachdem die Währungsbehörden der Vereinigten Staaten und anderer führender Industrieländer öffentlich bekundet hatten, daß eine niedrigere Bewertung des Dollar erforderlich sei, und sie diesem Wunsch durch koordinierte Devisenmarktinterventionen Nachdruck verliehen, begannen sich Ende 1985 die genannten wirtschaftlichen Grundtendenzen in einer von selbsttätigen Marktkräften getragenen Wechselkursentwicklung widerzuspiegeln.

Am 17. Januar 1985 bekräftigten die Finanzminister und Notenbankgouverneure der Länder der Gruppe der „Fünf“ ihre Absicht, koordiniert zu intervenieren, wenn dies angezeigt sei. Dieser Ankündigung folgten kurz darauf einige offizielle Dollarverkäufe. Da aber von umfassenden und koordinierten Interventionen kaum etwas zu merken war, zeigten sich die Märkte nach wie vor wenig überzeugt von der Entschlossenheit der Währungsbehörden, der außerordentlichen Stärke des Dollar zu begegnen. Die Ausweitung des den Dollar begünstigenden Zinsgefälles ließ dessen Außenwert im Februar erneut steil ansteigen. Zu diesem durch eine zunehmend euphorische Marktstimmung gegenüber dem US-Dollar gekennzeichneten Zeitpunkt hatte sein Wechselkurs eindeutig ein unhaltbares Niveau erreicht, das die bestehenden Ungleichgewichte verschärfte und damit zwangsläufig zu nur noch größerer Instabilität führte. Unter Führung der Deutschen Bundesbank wurden deshalb großangelegte konzertierte Devisenmarktinterventionen in die Wege geleitet, wobei diesmal auch die US-Währungsbehörden mit begrenzten Beträgen eingriffen. Zwischen dem Januartreffen der Gruppe der „Fünf“ und dem 1. März beliefen sich die Dollarverkäufe der Länder der Zehnergruppe auf ungefähr \$ 10 Mrd. Der Großteil dieser Verkäufe wurde von europäischen Zentralbanken getätigt, während sich die Interventionen der USA auf \$ 0,7 Mrd. beliefen. Diese Maßnahmen waren erfolgreich, da sie einen beidseitig offenen Markt wiederherstellten. Untermauert wurden sie durch zunehmende Anzeichen einer sich verlangsamenden Wirtschaftsentwicklung in den Vereinigten Staaten und durch einige Vorfälle auf den US-Finanzmärkten, die so gedeutet wurden, daß sie jegliche Verschärfung der US-Geldpolitik ausschlossen. Der effektive Wechselkurs des US-Dollar fiel zwischen dem

### Entwicklung der bilateralen Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber dem US-Dollar 1984–86

Wochendurchschnitte, Ende 1983 = 100

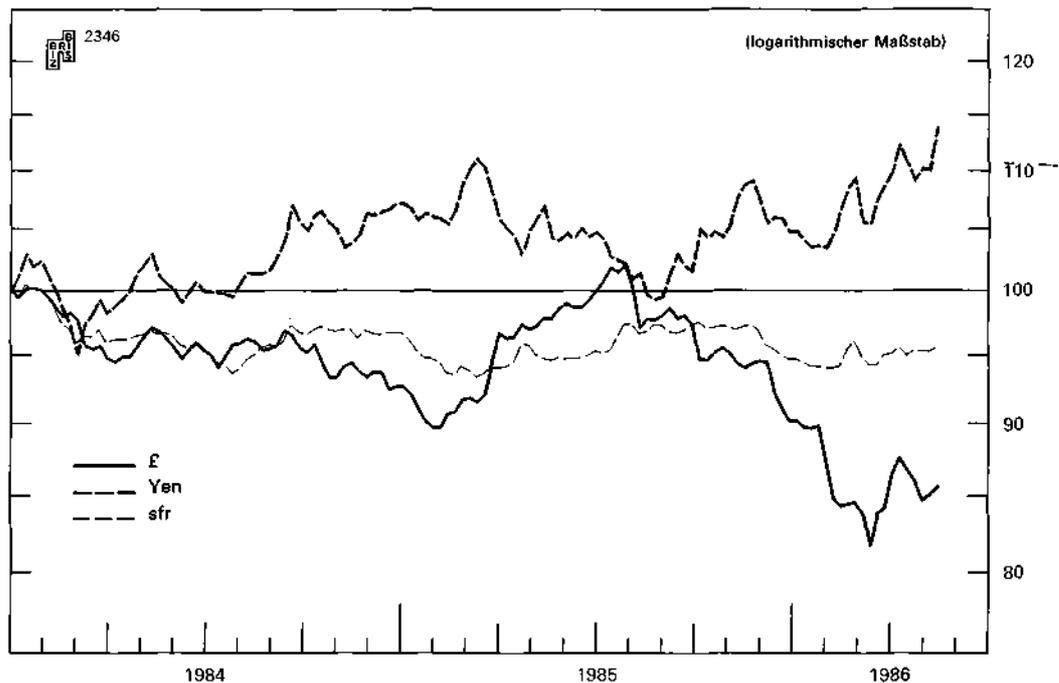


26. Februar, kurz bevor die Interventionen begannen, und dem 19. April um 10%. Was die bilateralen Kursrelationen betrifft, so war der Fall des Dollar gegenüber dem Pfund Sterling und der D-Mark mit 18 bzw. 14% am ausgeprägtesten; gegenüber dem Yen, der sich zuvor weniger schwach gezeigt hatte als einige der europäischen Währungen, belief sich die Abwertung auf nicht mehr als 6%.

Während der folgenden zweieinhalb Monate verzeichnete der Dollar starke Schwankungen mit recht großen täglichen Wechselkursveränderungen, wobei sich aber kein klarer Trend abzeichnete. Obwohl die US-Zinsen deutlich nachgaben und die amerikanische Notenbank den Diskontsatz am 20. Mai um  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt senkte, weckte das rasche Wachstum der US-Geldaggregate Zweifel, ob die Zinsen weiter nachgeben würden. Gleichzeitig sanken die Zinsen auch in anderen Ländern, allerdings in geringerem Ausmaß.

Entwicklung der bilateralen Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber der D-Mark 1984–86

Wochendurchschnitte, Ende 1983 = 100



Im Juli tendierte der Dollar erneut schwach. Obwohl die Dollarzinsen in dem Monat vorübergehend anzogen, schien die am 17. Juli angehobene Basis der Geldmengenziele der Federal Reserve zusammen mit der erweiterten Zielspanne Erwartungen auf eine weiterhin nachgiebige Haltung der US-Geldpolitik zu bestätigen. Hinzu kam, daß die wachsenden Defizite in der Handels- und der Leistungsbilanz, ihre belastenden Auswirkungen auf die Binnenwirtschaft und die damit einhergehende Verstärkung der protektionistischen Tendenzen dafür sprachen, daß den US-Behörden eine weitere Schwächung des Dollar willkommen sein könnte. Vor diesem Hintergrund sank der effektive Wechselkurs des US-Dollar in der Zeit von Anfang Juli bis Ende August um 6½% und lag damit 15% unter dem um die Monatswende Februar/März verzeichneten Höchststand. Mehrere europäische Zentralbanken machten sich die Schwäche des Dollar zunutze, indem sie ihre Devisenbestände wiederaufstockten und die Zinsen senkten. Am 16. August nahm die Deutsche Bundesbank sowohl ihren Diskont- als auch den Lombardsatz um je ½ Prozentpunkt zurück, und in Großbritannien wurde der Basisausleihesatz der Clearingbanken zweimal, am 15. und 29. Juli, um je ½ Prozentpunkt gesenkt.

Ende August führten dann eine ermutigendere Entwicklung der US-Wirtschaftsindikatoren, etwas bessere Außenhandelsergebnisse und das sich vorübergehend zugunsten der USA vergrößernde Zinsgefälle zu einer kräftigen Erholung

des Dollar, wobei z.B. die Notierung gegenüber der D-Mark innerhalb von drei Wochen um rund 8% stieg. Obgleich der Dollar dann um Mitte September etwas nachgab, blieb er in der Grundtendenz fest. In der Zwischenzeit gewannen protektionistische Forderungen im US-Kongreß zunehmend an Unterstützung. In dieser Situation trafen sich auf Einladung der Vereinigten Staaten die Finanzminister und Notenbankgouverneure der „Fünfergruppe“ am 22. September in New York, um ihre Währungspolitik zu überprüfen.

Das bei diesem Treffen erzielte Einvernehmen übertraf alle vorangegangenen Bemühungen um abgestimmte Maßnahmen auf dem Gebiet der Wechselkurse und kündigte vor allem ein Umdenken der Vereinigten Staaten in ihrer Währungs- und Wirtschaftspolitik an. Erstens wurden die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte, insbesondere das große und weiter wachsende US-Leistungsbilanzdefizit, endlich öffentlich als möglicher Problemherd der Weltwirtschaft bezeichnet. Zweitens wurde Übereinstimmung nicht nur dahingehend erzielt, daß Wechselkurse zur Korrektur außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte beitragen sollten, sondern auch darüber, daß sie, um dies zu bewerkstelligen, die grundlegenden wirtschaftlichen Bedingungen besser widerspiegeln sollten als es bislang der Fall war. Drittens wurde man sich in logischer Fortsetzung dieser gemeinsamen Ansichten darüber einig, daß eine gewisse weitere, in geordneten Bahnen verlaufende Aufwertung der wichtigsten Währungen gegenüber dem Dollar erwünscht sei. Schließlich betonten die fünf Staaten ihre Bereitschaft, enger zusammenzuarbeiten, um einen solchen Anpassungsprozeß einzuleiten. Obgleich nichts über die Art und Weise dieser Zusammenarbeit gesagt wurde, war klar, daß Devisenmarktinterventionen dazugehörten. Am darauffolgenden Tag verlautete, die US-Behörden könnten bereit sein, auch in Fällen zu intervenieren, in denen keine ungeordneten Marktverhältnisse herrschten.

Diese Demonstration offizieller Einigkeit und Entschlossenheit überraschte die Devisenmärkte. Unmittelbar nach der Öffnung der europäischen Devisenbörsen am 23. September und noch bevor koordinierte Zentralbankinterventionen eingesetzt hatten, verzeichnete der US-Dollar gegenüber den meisten anderen Hauptwährungen mit nahezu 6% den stärksten an einem einzigen Tag verzeichneten Kursrückgang seit März 1973. Die Entschlossenheit, den Dollar abzuwerten, bestätigte sich am darauffolgenden Tag, als der Tokioter Devisenmarkt nach einem Bankfeiertag geöffnet wurde und die Bank von Japan aggressiv wie seit Jahren nicht intervenierte. Dies und die darauffolgenden Interventionsverkäufe drückten den Dollarkurs gegenüber dem Yen, der D-Mark und dem Pfund Sterling binnen zwei Wochen um 12, 10 bzw. 6% nach unten.

Es überrascht nicht, daß die Märkte einige Zeit brauchten, um das volle Ausmaß der geänderten offiziellen Einstellung zu begreifen. Demzufolge wurde im Oktober die Standfestigkeit der Zentralbanken hinsichtlich ihres gemeinsamen Anliegens mehrmals getestet; erneuten Auftriebstendenzen beim Dollar wurde jedoch durch fortgesetzte Interventionen begegnet. Zwischen dem Treffen der „Fünfergruppe“ im September und Anfang November verkauften die an der Konzentration beteiligten Zentralbanken insgesamt \$ 13 Mrd. Entscheidend für den Erfolg des Vorhabens war, daß die Vereinigten Staaten bei diesen Interventionen

erstmals eine führende Rolle einnahmen, wobei sie insgesamt \$ 3 Mrd. (davon einen Teil auf den Märkten des Fernen Ostens) verkauften. Die Dollarabgaben der Bank von Japan spiegelten sich in den während der Monate September und Oktober um mehr als \$ 2 Mrd. verringerten Devisenreserven des Landes größtenteils wider. Ferner bekräftigte die Bank von Japan Ende Oktober ihre Verpflichtung, auf einen stärkeren Yen hinzuwirken, indem sie die japanischen Zinsen nach oben schleuste, obwohl dies aus binnenwirtschaftlichen Gründen kaum wünschenswert war. Diese Demonstration staatlicher Entschlossenheit machte schließlich auf die Devisenmärkte Eindruck: Im November begann der Dollarkurs erneut zu sinken, ohne daß weitere, hohe Dollarverkäufe notwendig gewesen wären.

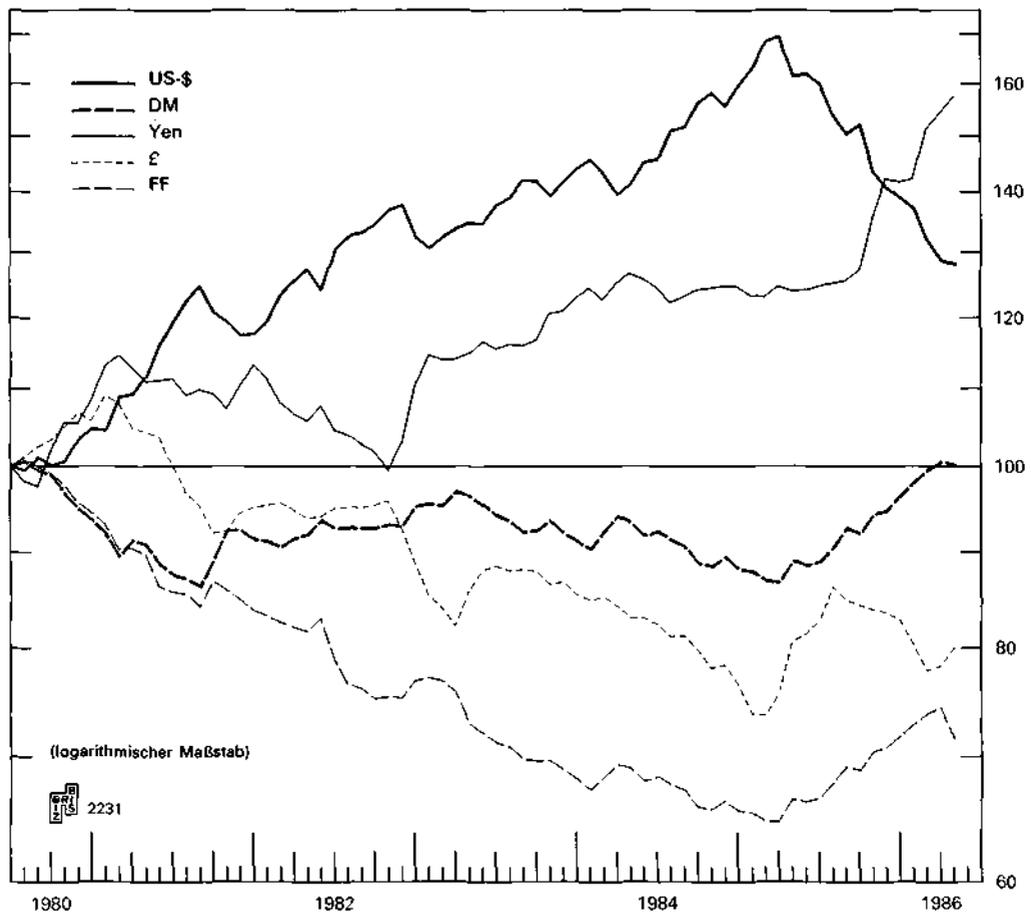
Anfang Dezember war der Dollar nur noch DM 2,50 und Yen 200 wert, und gegenüber dem Pfund Sterling notierte er nicht stärker als \$ 1,50. Während die langfristigen US-Zinsen ihren Weg nach unten fortsetzten, begannen die japanischen Zinsen Mitte Dezember infolge eines behutsamen Umschwenkens der zuvor verfolgten Zinspolitik auf breiter Front zu sinken. Danach schien sich auf den Märkten der Eindruck zu verbreiten, daß die Währungsbehörden der Länder der „Fünfergruppe“ bis auf weiteres mit den erfolgten Wechselkurskorrekturen zufrieden waren. Während im EWS-Wechselkursmechanismus wieder Spannungen auftraten, verharrte der Dollar bis Mitte Januar 1986 auf dem erreichten Niveau.

Im Anschluß an das Treffen der „Fünfergruppe“ am 18./19. Januar 1986 in London veränderten jedoch amerikanische und japanische Verlautbarungen, daß ein weiteres Sinken des Dollar nicht undenkbar und vielleicht sogar willkommen wäre, erneut die Marktstimmung. Ein Faktor, der den Dollar ebenfalls schwächte, war der freie Fall der Ölpreise, der nach Ansicht der Märkte die deutsche und die japanische Zahlungsbilanz mehr begünstigen würde als die amerikanische. Hinzu kam, daß die im Gefolge der niedrigeren Ölpreise günstigeren Inflationsaussichten in den USA die Erwartungen auf niedrigere Dollarzinsen verstärkten. Vor diesem Hintergrund schwächte sich der Dollar Ende Januar erneut deutlich gegen Yen, D-Mark und Schweizer Franken ab, und der Kursrückgang hielt unter dem Einfluß ungünstiger Ergebnisse im US-Außenhandel und nachgebender Renditen am US-Kapitalmarkt bis Ende Februar an. Angesichts dieser neuen Dollarschwäche sah sich die Bank von Japan am 30. Januar in der Lage, den Diskontsatz, der aufgrund von Wechselkursüberlegungen für mehr als zwei Jahre unverändert geblieben war, um ½ Prozentpunkt zu senken. In dieser von Ende Januar bis Anfang März reichenden Zeit sank der Dollar gegenüber dem Yen um 12% und gegenüber der D-Mark und dem Schweizer Franken um je 11%, wies aber nur geringe Veränderungen gegenüber den Währungen der erdölfördernden Industrieländer – so gegenüber dem Pfund Sterling und dem kanadischen Dollar – auf.

Anfang März sahen sich die Deutsche Bundesbank, die Bank von Japan, die Federal Reserve und einige andere Zentralbanken veranlaßt, eine koordinierte Leitzinssenkungsrunde einzuleiten, da die niedrigeren Ölpreise einen zusätzlichen wirtschaftspolitischen Spielraum ohne Inflationsrisiko geschaffen hatten und sich in Japan eine wirtschaftliche Verlangsamung abzeichnete, da sich der höhere Yen-Kurs auf die Exporte des Landes auszuwirken begann. Anfänglich reagierte der Dollar wie gewünscht und erholte sich im Laufe der folgenden vier Wochen insbesondere

Entwicklung der effektiven Wechselkurse ausgewählter Währungen 1980–86

Monatsdurchschnitte, Juni 1980 = 100



gegenüber den kontinentaleuropäischen Währungen, während er gegenüber dem Yen in der Grundtendenz eher schwach blieb. Anfang April trugen jedoch Erwartungen, daß die US-Zinsen gelockert würden, zu einer neuen Abwärtsbewegung des Dollar bei. Und tatsächlich, nach der Tagung des Interimsausschusses des IWF in Washington, senkten die Zentralbanken der USA, Japans und wichtiger europäischer Länder mit Ausnahme der Deutschen Bundesbank – nach gegenseitiger Abstimmung – im Rahmen einer zweiten Runde in der Zeit vom 14. bis zum 25. April die Leitzinsen. Amtliche Äußerungen aus den Vereinigten Staaten und Europa zugunsten einer weiteren Aufwertung des Yen verstärkten überdies die Baissestimmung gegen den Dollar, obwohl die Bank von Japan wiederholt zugunsten der amerikanischen Währung intervenierte. Und Anfang Mai brachte der Wirtschaftsgipfel von Tokio keine Bestätigung dafür, daß eine grundsätzliche Bereitschaft bestünde, den Dollar in dieser Phase zu stützen. Unter diesen Bedingungen büßte der Dollar von Anfang April bis Mitte Mai gegenüber dem Yen 12% und gegenüber der D-Mark und dem Schweizer Franken je 10% an Wert ein.

Während der 15 Monate bis Mitte Mai 1986 währenden Abwertungsphase des Dollar werteten sich der Yen, der Schweizer Franken und die D-Mark um mehr als 60% gegenüber dem Dollar auf. Dies stellte seit dem Übergang zu frei schwankenden Kursen zweifellos die größte bislang in so relativ kurzer Zeit verzeichnete Kursbewegung dar. Im gewogenen Durchschnitt belief sich die Aufwertung der D-Mark und des Schweizer Frankens auf je 19%, während der Außenwert des Yen aufgrund der engeren Handelsbeziehungen Japans zu den USA sogar um 35% stieg.

Ein herausragendes Merkmal der Yen-Aufwertung ist, daß sie auf die Zeit nach dem Treffen der „Fünfergruppe“ im September konzentriert war. In den Jahren davor hatte der Yen gegenüber dem Dollar viel weniger an Wert verloren als die europäischen Währungen. Demzufolge fiel seine Erholung bis Ende September 1985 schwächer aus. Mit nachgebenden Kursen gegenüber den europäischen Währungen blieb denn auch der effektive Wechselkurs des Yen von Ende Februar bis Ende September 1985 im Grunde unverändert. Entsprechend war die Aufwertung des Yen nach der September-Übereinkunft der „Fünfergruppe“, die sich angesichts des riesigen und sich ausweitenden Leistungsbilanzüberschusses Japans insbesondere mit der Wechselkursbeziehung zwischen Dollar und Yen befaßt hatte, viel ausgeprägter als jene der europäischen Währungen.

Die Kursentwicklung des Pfund Sterling verlief deutlich anders. Infolge seiner vorherigen Schwäche und des relativ hohen britischen Zinsniveaus profitierte es anfänglich vom Dollarrückgang am meisten. Von Ende Februar bis Ende Juli 1985 gewann es nicht nur 36% gegenüber dem US-Dollar, sondern auch 11% gegenüber der D-Mark an Wert. Anzeichen eines langsameren Wirtschaftswachstums im Sommer und daraus abgeleitete Erwartungen, daß die britische Geldpolitik gelockert würde, beendeten jedoch diese Aufwärtsbewegung. Während der zwei Monate, die der September-Verlautbarung der „Fünfergruppe“ folgten, gewann das Pfund Sterling gegenüber dem Dollar weit weniger an Terrain als die meisten anderen Währungen, wofür die ungewisse Ölpreisentwicklung und Gerüchte verantwortlich waren, daß Großbritannien am EWS-Wechselkursmechanismus ausgehend von einem niedrigeren Wechselkurs teilnehmen würde. Als Anfang Dezember die Ölpreise zu sinken begannen, verlor das Pfund sogar gegenüber dem US-Dollar an Wert. Obwohl Anfang Januar 1986 der Basisausleihesatz der Londoner Clearingbanken wegen der Pfundschwäche um einen ganzen Prozentpunkt angehoben wurde, gab der Kurs weiter nach. Erst Anfang März, als die Auswirkungen des niedrigeren Ölpreises auf die britische Wirtschaft neu bewertet wurden und die Märkte das neue Budget günstig aufnahmen, erholte sich die Währung beträchtlich.

Der kanadische Dollar war im Berichtszeitraum die einzige größere Währung, die gegenüber dem Dollar fortwährend schwach tendierte, obwohl die kanadischen Währungsbehörden darauf bedacht waren, die Kursbewegungen gegenüber der US-Währung in recht engen Grenzen zu halten. Nachdem der kanadische Dollar in den ersten Monaten des Jahres 1985 stark gefallen war, erholte er sich im Laufe des Frühjahrs und zu Beginn des Sommers mäßig. In den letzten beiden Monaten des Jahres kam er noch einmal unter starken Druck, als eine ungünstigere Leistungsbilanz und wachsende Besorgnis über die Haushaltslage die Marktstimmung deutlich beeinträchtigten. Da ein weiterer Kursrückgang der kanadischen Währung gegenüber dem US-Dollar nicht erwünscht war und eine Kursanpassung nach unten

gegenüber anderen wichtigen Währungen bereits stattgefunden hatte, begann die Bank von Kanada die Zinsen anzuheben und auf den Devisenmärkten kräftig zu intervenieren. Dennoch verschärften im Laufe des Januar stark rückläufige Ölpreise und die allgemein schwache Verfassung der Rohstoffmärkte den Abwertungsdruck. Trotz ständiger Devisenmarktinterventionen, die die Währungsbehörden teilweise unter Inanspruchnahme von Bankkreditlinien finanzierten, und ungeachtet der weiteren Anhebung der kurzfristigen Inlandszinsen auf ein Niveau, das mehr als 4 Prozentpunkte über dem entsprechenden US-Zinsniveau lag, erreichte der Kurs der kanadischen Währung Anfang Februar 1986 einen neuen Tiefpunkt von \$ 0,692, bevor er sich dann während der darauf folgenden drei Monate wieder etwas erholen konnte.

*Die Wirksamkeit der offiziellen Wechselkurspolitik.* Der Erfolg der Währungsbehörden, die Aufwärtsbewegung des US-Dollar beendet und in der Folge umgekehrt zu haben, sowie die Tatsache, daß dies erreicht wurde, ohne Probleme bei der Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits zu verursachen, überraschte zweifellos viele Marktbeobachter. Bemerkenswert ist, daß mehr als einmal Absichtserklärungen über die gewünschten Wechselkursveränderungen solche Kursbewegungen von allein in Gang gesetzt zu haben scheinen. Wenn in früheren Jahresberichten die Meinung vertreten wurde, daß Devisenmarktinterventionen zur Unterstützung mittelfristig orientierter Stabilisierungsstrategien sinnvoll sind, scheint es nun angebracht, vor zu weitreichenden Schlußfolgerungen aus den Erfahrungen des vergangenen Jahres zu warnen. Der erzielte Erfolg resultierte daher, daß gleichzeitig mehrere wichtige Bedingungen erfüllt waren.

Zuallererst spielte die zeitliche Abstimmung der ergriffenen Maßnahmen eine Rolle. Nach dem steilen Höhenflug der vorangegangenen Jahre war der Dollar reif für einen Fall. Die wirtschaftlichen Grundtendenzen hatten sich seit einiger Zeit deutlich gegen ihn bewegt, auch wenn dies von den Märkten vorerst nicht zur Kenntnis genommen wurde. Der Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit und das sich rasch ausweitende Leistungsbilanzdefizit hatten die Dynamik und die Stärke der US-Wirtschaft untergraben. Die Schwierigkeiten weiter Bereiche der Wirtschaft, die unter den verzerrten Wechselkursrelationen litten, hatten den protektionistischen Tendenzen starken Auftrieb gegeben, was den relativ freien internationalen Handel und die weltwirtschaftliche Prosperität potentiell bedrohte.

Ferner höhlten die enormen Kapitalzuflüsse in die Vereinigten Staaten sowie das riesige und wachsende Leistungsbilanzdefizit, zu dem die Wechselkursfolgen der Kapitalströme beitrugen, die internationale Finanzposition der USA aus. Die privaten Vermögensstrukturen veränderten sich in einer Weise, daß dadurch – zusammen mit dem Leistungsbilanzdefizit selbst – das Vertrauen in den Dollar früher oder später untergraben sein mußte. Zugegebenermaßen begünstigte das Zinsgefälle, auch wenn es sich abflachte, noch eindeutig die Vereinigten Staaten. Gleichwohl war vorhersehbar, daß die aus diesen Zinsdifferenzen erwachsenen Vorteile auf mittlere Sicht durch Wechselkursverluste aufgezehrt würden, wie dies letzten Endes durch die unabwendbare Wechselkurskorrektur geschah.

Hinzu kommt, daß der Erfolg von Interventionen gegen eine fest tendierende Währung dann am wahrscheinlichsten ist, wenn – wie im Fall des Dollar gegeben –

gleichzeitig ein hohes Leistungsbilanzdefizit besteht. Da es weiterhin privater finanzieller Engagements in dieser Währung bedarf, um das Defizit zu finanzieren, ist es in einer solchen Situation nicht erforderlich, einen völligen Umschwung der Marktstimmung herbeizuführen. Zur Einleitung einer Wechselkursanpassung nach unten reicht es aus, die zugunsten der Währung bestehende Markteinschätzung ein wenig zu schwächen. Die Hauptschwierigkeit in einer solchen Situation dürfte denn auch darin bestehen, die richtige Dosierung zu finden, die den Wechselkurs nach unten bringt, ohne daß es zu einem völligen Vertrauensverlust und sich kumulierenden Abwertungen kommt.

Eine weitere wichtige Ursache des Erfolgs des offiziellen Wechselkursmanagements war, daß die Länder der „Fünfergruppe“ anlässlich des Treffens im September 1985 ihre Einigkeit und ihren Vorsatz, einer gemeinsamen Politik zu folgen, überzeugend demonstrierten, und daß die darauf folgenden Interventionsmaßnahmen sowohl durchgehend koordiniert waren als auch die volle Unterstützung nahezu aller betroffenen wichtigen Industriestaaten genossen. Vom Gesichtspunkt der Glaubwürdigkeit aus gesehen war es von entscheidender Bedeutung, daß die US-Währungsbehörden – deren Fähigkeit, Dollars zu verkaufen, grundsätzlich unbegrenzt ist – erstmals sichtbar die Notwendigkeit anerkannten, den Dollar weiter abzuwerten. Von großer Wichtigkeit war auch die eindrucksvolle Größenordnung der Interventionen: rund \$ 10 Mrd. Ende Februar/Anfang März und \$ 13 Mrd. im Herbst 1985.

Zusammenfassend kann festgestellt werden: Obwohl die Erfahrungen des vergangenen Jahres in keiner Weise bestätigen, daß man sich immer auf offizielle Interventionen und die verbale Steuerung des Devisenmarktgeschehens verlassen kann, so zeigten sie doch, daß solche Maßnahmen eine größere Wirkung zeitigen können, wenn bestimmte Bedingungen erfüllt sind. Somit ist es zweifellos wichtig, daß die zeitliche Abstimmung und die wirtschaftlichen Grundtendenzen „richtig“ sind, daß die Interventionen von der längerfristigen Entwicklung der Zahlungsbilanzen unterstützt werden und daß sie mit voller Kraft und koordiniert in Zusammenarbeit aller beteiligten wichtigen Länder durchgeführt werden. Demgegenüber kann von Alleingängen kaum erwartet werden, daß sie auf die Märkte Eindruck machen, zumal, wenn sie, wie bei einigen früheren Gelegenheiten geschehen, von Kommentaren anderer offizieller Kreise begleitet werden, daß Interventionen schwerlich etwas verändern könnten. Es versteht sich von selbst, daß eine nachhaltige Einflußnahme auf die Wechselkursentwicklung nur dann erfolgreich sein kann, wenn Interventionen von auf die gegebene Situation abstellenden makroökonomischen Maßnahmen flankiert werden.

Ferner veranschaulicht die Erfahrung des vergangenen Jahres, daß die gern vertretene Auffassung „die Märkte wissen es am besten“ einer Einschränkung hinsichtlich der Devisenmärkte bedarf. Erstens ist das währungspolitische Konzept der nationalen Instanzen eine sehr wichtige Gruppe von Parametern, die die Wechselkursansichten und -erwartungen des Marktes formen. Zu behaupten, daß die Währungsbehörden weniger über ihre eigenen politischen Absichten Bescheid wüßten als der Markt, kann kaum als ernsthafter Diskussionsbeitrag betrachtet werden; es ist jedoch notwendig, diese Absichten dem Markt eindeutig darzustellen. Hinzu kommt, daß „das“ Gleichgewichtsniveau der Wechselkurse sicher nicht das wichtigste

Anliegen der Marktteilnehmer ist: Sie können Gewinne sowohl bei Wechselkursbewegungen zum als auch weg vom Gleichgewichtsniveau machen. Ihr Interesse konzentriert sich auf die Kursrichtung der nächsten paar Tage und die Größe ihres Umsatzes. Letzterer und die Spanne zwischen An- und Verkaufskursen korrelieren negativ mit stabilen Wechselkursen.

Aus Devisenmarktinterventionen und einer verbalen Marktbeeinflussung können sich jedoch auch Probleme ergeben. Wenn sich beispielsweise aufgrund eines außerordentlich großen und anhaltenden Leistungsbilanzungleichgewichts eine Währung bereits in einer stark exponierten Position befindet, kann die Gefahr bestehen, daß offizielle Interventionen einen unangemessen scharfen Stimmungsumschwung am Markt herbeiführen und damit ein Überschießen des Kurses in die entgegengesetzte Richtung hervorrufen. Doch kann sich ein solches Problem sogar dann ergeben, wenn keine Interventionen stattgefunden haben, obgleich wahrscheinlich etwas später. Tatsächlich wird die Intervention, indem sie den Kursgipfel abflacht und dadurch auch das Ausmaß des Ungleichgewichts verringert, wenn überhaupt, dann dem unausweichlichen Zurückschwingen des Pendels einiges an Kraft nehmen. Ferner dürften Interventionen auch dort wichtig sein, wo es gilt, das Ausmaß dieses Zurückschwingens in Grenzen zu halten.

Eine zweite Schwierigkeit könnte sich ergeben, wenn die Marktteilnehmer bei anhaltend großen Zinsdifferenzen und nach der Korrektur des überschießenden Wechselkurses der Ansicht sind, die höheren Zinserträge würden kaum durch eine weitere Abwertung zunichte gemacht werden. Beginnen sie daraufhin wieder in dem betreffenden Land Geld anzulegen, käme ein neuer Aufwertungszyklus in Gang. Auch hier wären nicht Interventionen die Ursache des Problems, sondern die Tatsache, daß übermäßig große internationale Realzinsdifferenzen mit einem vernünftigen Ausmaß an Wechselkursstabilität unvereinbar sind.

Schließlich, wenn die Interventionen das Ziel verfolgen, eine Marktsituation zu beenden, in der sich der Wechselkurs nur noch in eine Richtung bewegt, um damit klarzustellen, daß der Markt beidseitig offen sein kann, dann kann die daraus resultierende größere Ungewißheit über die Richtung zukünftiger Wechselkursbewegungen stärkere kurzfristige Wechselkursschwankungen nach sich ziehen. Dies ereignete sich offensichtlich im Frühjahr 1985, als im Gefolge der Interventionen von Ende Februar/Anfang März und des durch sie ausgelösten Wechselkursumschwungs die Notierungen während einiger Wochen besonders instabil waren, wobei starke Bewegungen von Tag zu Tag ohne irgendeine klare Tendenz zu beobachten waren. Auch wenn eine solche kurzfristige Instabilität für einige Marktteilnehmer ein Ärgernis darstellen könnte, ist sie zweifellos weniger schädlich als die enormen Fehlentwicklungen der Kurse, die Interventionen zu korrigieren versuchen. Ferner ist beachtenswert, daß die tägliche Wechselkursvariabilität nach den Interventionen von September/Oktober 1985 weniger ausgeprägt war als im Frühjahr. Das scheint die Auffassung zu bestärken, daß die Marktteilnehmer diesmal stärker von der Durchsetzungskraft der Währungsbehörden überzeugt waren. Auch aus der Tabelle geht hervor, daß sich das Vertrauen in die Angemessenheit der stattgefundenen Wechselkurskorrektur im Laufe des Herbstes stärker in der Marktpsychologie verankerte; insbesondere im Dezember gab es merkbar weniger Tage mit großen Wechselkursbewegungen.

Tägliche Variabilität ausgewählter Dollarkurse\*

Zeitraum	D-Mark	Yen	Pfund Sterling
1983 (Durchschnitt) .....	2 (0,55)	1 (0,52)	1½ (0,53)
1984 (Durchschnitt) .....	3 (0,74)	½ (0,42)	2 (0,64)
1984 November .....	3 (0,84)	0 (0,41)	2 (0,83)
Dezember .....	0 (0,51)	0 (0,30)	1 (0,49)
1985 Januar .....	1 (0,48)	0 (0,31)	5 (0,71)
Februar .....	3 (1,21)	4 (0,70)	6 (1,09)
März .....	7 (1,07)	2 (0,54)	8 (1,48)
April .....	11 (1,30)	3 (0,67)	14 (1,53)
Mai .....	9 (1,13)	0 (0,40)	5 (0,99)
Juni .....	6 (0,83)	0 (0,30)	5 (0,94)
Juli .....	7 (0,87)	2 (0,57)	8 (0,99)
August .....	3 (0,70)	0 (0,28)	9 (1,28)
September .....	9 (1,64)	3 (1,43)	9 (1,79)
Oktober .....	4 (0,63)	2 (0,74)	2 (0,50)
November .....	1 (0,53)	2 (0,81)	2 (0,60)
Dezember .....	2 (0,53)	0 (0,35)	3 (0,64)
1986 Januar .....	3 (0,68)	2 (0,61)	6 (0,86)
Februar .....	5 (0,76)	8 (1,07)	9 (1,06)
März .....	6 (0,88)	4 (0,69)	6 (1,04)
April .....	6 (1,09)	5 (0,92)	5 (0,74)

\* Die Variabilität wird gemessen an der Zahl von Tagen eines Monats, an denen die Veränderungen des Wechselkurses mehr als 1% betragen. Die Zahlen in Klammern geben die Standardabweichung der prozentualen Tag-zu-Tag-Veränderungen der Wechselkurse an.

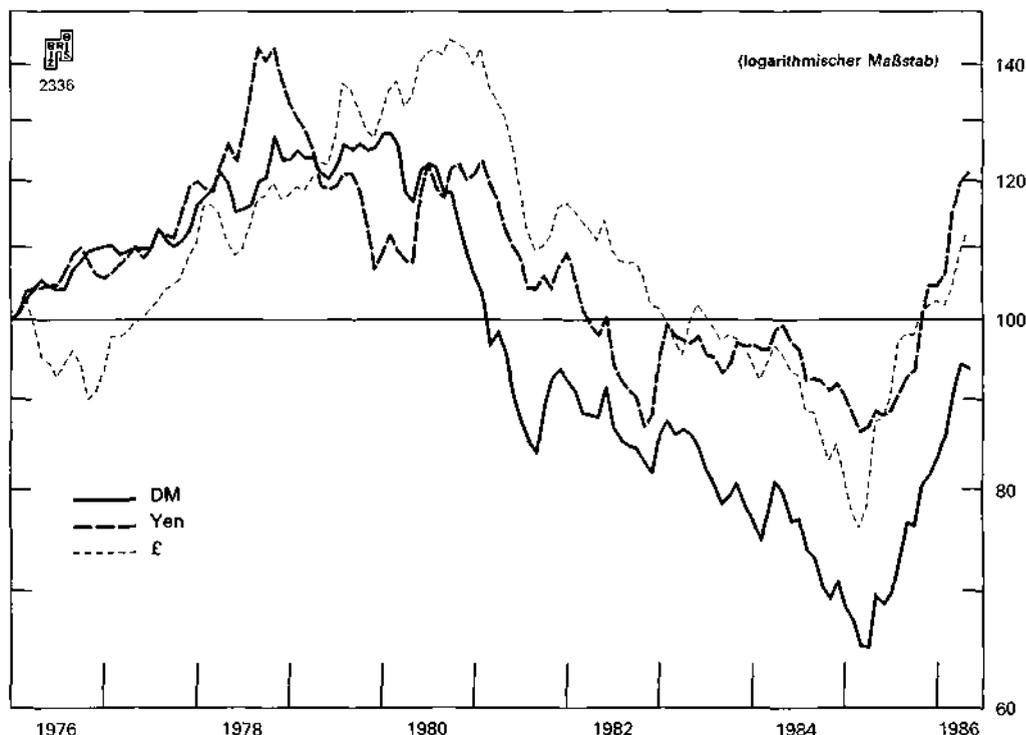
*Längerfristige Aussichten und der Ruf nach Reformen.* Trotz des von Zeit zu Zeit mäßigenden Einflusses offizieller Devisenmarktinterventionen waren die Wechselkursfluktuationen während der vergangenen zehn Jahre viel größer als vernünftigerweise aus den veränderten wirtschaftlichen Grundbedingungen erklärbar. So wertete sich die D-Mark gegenüber dem Dollar zwischen ihrem Höchststand eingangs 1980 und ihrem unteren Wendepunkt im Februar 1985 real um fast 50% ab und hat seither die Hälfte dieses Verlustes wieder wettgemacht. Der japanische Yen sank gegenüber dem Dollar in der Zeit gegen Ende 1978 bis Februar vergangenen Jahres um 40% und ist seitdem auf ein Niveau zurückgeklettert, das 10% unter seinem vorherigen Höchststand liegt (s. umstehende Grafik).

Es gilt jedoch zu beachten, daß alle auf Basiszeiträumen beruhenden Vergleiche notwendigerweise etwas willkürlich sind. Ferner bieten diese bilateralen Wechselkurse nur eine Teilansicht, da sie nichts über die Entwicklung der Wettbewerbsposition gegenüber Drittstaaten aussagen können. Schließlich spielt bei der Wechselkursbildung natürlich auch noch das Verhalten der Kapitalströme eine wichtige Rolle. Abgesehen davon entspricht die gegenwärtige Wechselkursstruktur angesichts der grundlegenden Leistungsbilanzungleichgewichte eindeutig besser den Gegebenheiten als jene zu Anfang 1985 und bedeutet aufgrund des Ausmaßes der Wechselkursanpassungen einen großen Schritt hin zur Beseitigung der bestehenden Ungleichgewichte.

Was auch immer der Gleichgewichtspfad der Wechselkurse während der vergangenen Dekade gewesen sein mag, es besteht kaum ein Zweifel, daß die Abweichungen von diesem Pfad übermäßig groß waren. Auch wenn eine genaue statistische Beweisführung schwierig ist, versteht es sich von selbst, daß derart große Wechselkursschwankungen reale Kosten mit sich bringen. Zuallererst verstärken

Bilaterale reale Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber dem US-Dollar 1976–86\*

Monatsdurchschnitte, Dezember 1975 = 100



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

stark überhöhte Wechselkurse protektionistische Neigungen und führen zu Maßnahmen, die nicht unbedingt rückgängig gemacht werden, wenn der Wechselkurs wieder auf ein angemesseneres Niveau zurückkehrt. Zweitens setzen stark verzerrte Wechselkurse falsche Signale für die Ressourcenallokation. Dies dürfte insbesondere im Bereich der langfristigen Investitionen von Nachteil sein. Drittens vergrößern mittelfristig instabile Wechselkurse und protektionistische Gefahren das Investitionsrisiko, und zwar insbesondere in jenem Sektor der Volkswirtschaft, der dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt ist. Das bedeutet, daß die zur Vornahme einer Investition erforderlichen Gewinnerwartungen wesentlich höher sein müssen. Viertens erschweren die von starken Wechselkursschwankungen ausgehenden Einflüsse auf Preise, Realeinkommen und Außenhandel die Wirtschaftspolitik im Inland.

Angesichts dieser Probleme dürfte es nicht sehr überraschen, daß die starke Unbeständigkeit der Wechselkurse während der vergangenen Jahre immer mehr die Aufmerksamkeit der Wirtschaftspolitiker in Anspruch nahm. So wurden zwei offizielle Studien über das internationale Währungssystem erstellt, in denen das Funktionieren des Systems floatender Wechselkurse einen zentralen Platz einnimmt.

Eine dieser Studien war das Ergebnis des Wirtschaftsgipfels von Williamsburg im Jahr 1983, in dessen Gefolge die Finanzminister und Notenbankgouverneure der Länder der Zehnergruppe ihren Stellvertretern den Auftrag gaben, „Bereiche auszumachen, in denen weitere Verbesserungen (auf dem Gebiet des internationalen Währungssystems) angestrebt werden können“. Der Bericht der Stellvertreter wurde im Juni 1985 fertiggestellt und offiziell verabschiedet. Eine zweite Studie, die sich teilweise, wenn auch aus einem sehr unterschiedlichen Blickwinkel, mit derselben Materie befaßte, wurde von einer durch die Länder der „Gruppe der Vierundzwanzig“ im Mai 1985 eingesetzten Arbeitsgruppe erstellt. Ihr Bericht, der auf einem früheren Dokument mit dem Titel „Das revidierte Aktionsprogramm für eine Reform des internationalen Währungs- und Finanzsystems“ beruht, wurde für die Diskussion anläßlich der Sitzung des Interimsausschusses des Internationalen Währungsfonds vom Oktober 1985 vorbereitet.

Obgleich in beiden Berichten die Rückkehr zu einem System fester Wechselkurse ausgeschlossen wird, sind sie in ihrer Gesamtaussage recht verschieden. Im Bericht der Zehnergruppe werden die Vorteile des gegenwärtigen Wechselkursystems hervorgehoben und daneben auch einige Nachteile eingeräumt. Eine grundlegende Reform des internationalen Währungssystems wird abgelehnt, aber Verbesserungen im bestehenden Rahmen vorgeschlagen, und zwar vor allem in Gestalt einer solideren Wirtschaftspolitik in den einzelnen Ländern und deren besserer internationaler Abstimmung mit Hilfe einer verstärkten Überwachung durch den IWF. Nur eine Minderheit der Stellvertreter sprach sich für die Einführung von Wechselkurszielzonen aus.

Im Bericht der „Gruppe der Vierundzwanzig“ wurden beim geltenden System viel größere Unzulänglichkeiten ausgelotet und einem vernünftigen Grad an Wechselkursstabilität eine höhere Bedeutung beigemessen. Ähnlich dem Bericht der Zehnergruppe wurde darin für eine bessere internationale Koordinierung der Währungspolitik und für eine stärkere Überwachung durch den IWF plädiert. Zusätzlich forderte der Bericht einen „Auslösemechanismus“, der im Fall übermäßiger Schwankungen oder schwerwiegender Fehlentwicklungen der Wechselkurse automatisch Konsultationen in Gang setzt. Der Bericht der „Gruppe der Vierundzwanzig“ maß im Vergleich zu jenem der Zehnergruppe Devisenmarktinterventionen eine etwas größere Bedeutung zu und unterstützte insbesondere die Idee von Wechselkurszielzonen.

Die nach der Fertigstellung des Berichts der Zehnergruppe gesammelten Erfahrungen haben ein gewisses Umdenken der Währungsbehörden in einigen der größeren Industriestaaten zum Thema Wechselkurse bewirkt. Offizielle Kreise – und sogar der Präsident – der Vereinigten Staaten haben wiederholt gefordert, zu überprüfen, ob eine internationale Währungskonferenz zur Erörterung einer Reform des Währungssystems einberufen werden soll. Die Problematik einer solchen Reform selbst ebenso wie die Vorzüge einiger der erwogenen Vorschläge werden im Schlußteil dieses Berichts erörtert.

## Entwicklungen im Europäischen Währungssystem

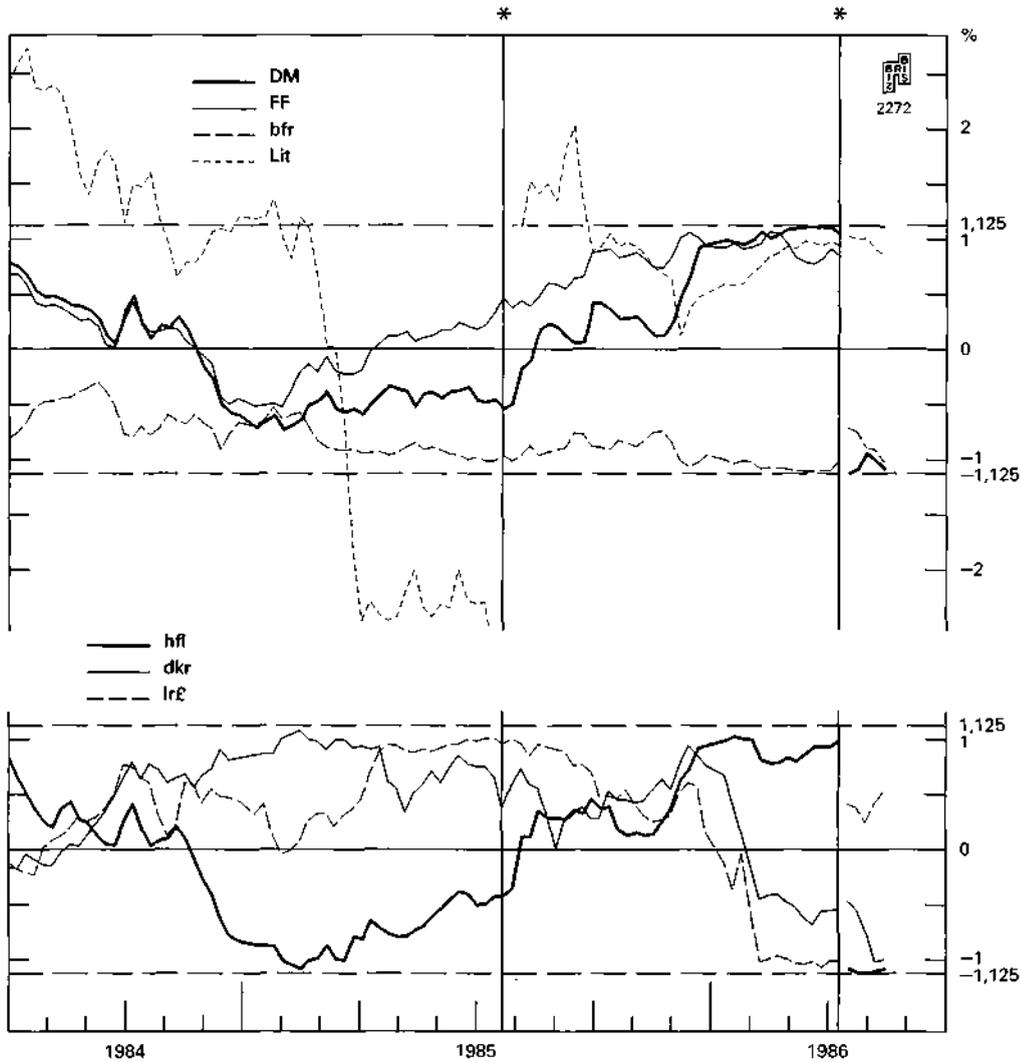
Trotz der Abwertung der italienischen Lira im Juli 1985 und der umfassenderen Leitkursneuordnung im April 1986 herrschte im Berichtszeitraum im EWS-Wechselkurssystem eine im großen und ganzen vergleichsweise stabile Situation vor. Dies war das Ergebnis weiter sinkender und konvergierender Inflationsraten und einer an den Wechselkursen orientierten Geldpolitik in den Partnerländern. Für die Reife des Systems sprach, daß die Umkehr und der darauffolgende Rückgang des Dollarkurses auf den Devisenmärkten keine starken zentrifugalen Tendenzen auslöste. In der Tat wirkten sich die Ereignisse auf den Dollarmärkten bis gegen Ende November 1985, als der Dollar erstmals wirklich unter Abwertungsdruck zu kommen schien, kaum auf die Lage der Partnerwährungen im EWS-Paritätengitter aus. Die Abwertung des französischen Franc Anfang April dieses Jahres zielte nicht nur darauf ab, der französischen Industrie einen Teil der seit der Leitkursneuordnung vom März 1983 verlorenen Wettbewerbsfähigkeit wiederzugeben, sondern auch darauf, der neuen Regierung im Inland mehr Handlungsspielraum einzuräumen. Demzufolge kündigte die französische Regierung in Zusammenhang mit der Abwertung ein neues umfassendes Bündel wirtschaftspolitischer Maßnahmen mit der Zusage an, unter anderem die inländischen Preiskontrollen und die Kapitalverkehrsbeschränkungen weitgehend abzubauen.

Von größerem Einfluß auf das Verhalten der teilnehmenden Währungen als der Kursrückgang des Dollar war im Berichtszeitraum das hohe nominale Zinsgefälle zwischen den EWS-Ländern, das, da eine Leitkursneuordnung nicht erwartet wurde, die Kapitalbewegungen zwischen den Mitgliedstaaten von Zeit zu Zeit entscheidend beeinflusste. Daraus folgte, daß die D-Mark und der holländische Gulden – die Währungen der zwei Mitgliedstaaten mit den niedrigsten Inflationsraten und auch den niedrigsten Nominal- und Realzinsen – während des ersten Halbjahres 1985 relativ schwach notierten. Bis zur Abwertung der italienischen Lira Ende Juli befanden sich die beiden Währungen in der unteren Hälfte des EWS-Kursbandes, und selbst danach stiegen sie nur geringfügig über die Bandmitte, obwohl einige andere Mitgliedsländer, die die Situation zur Aufstockung ihrer Währungsreserven nutzten, beträchtliche DM-Beträge im Rahmen intramarginaler Interventionen erwarben. Umgekehrt waren der französische Franc, die dänische Krone und das irische Pfund – die Nutznießer dieser Kapitalbewegungen – bis Ende November die stärksten Währungen im Wechselkursverbund.

In Belgien und Italien vermochten die höheren nominalen und realen Zinsen nicht immer ausreichend Auslandskapital anzuziehen. Von Mitte März 1985 an notierte der belgische Franc beharrlich in der Nähe der unteren Grenze des engeren Bandes. Die italienische Lira begann sich bereits vor der Umkehr der Dollarkursentwicklung abzuschwächen. Ausgehend von der wachsenden Besorgnis der Marktteilnehmer über das sich ausweitende Leistungsbilanzdefizit und gegenüber der Fähigkeit des Landes, das noch recht beträchtliche Inflationsgefälle zu den anderen Mitgliedstaaten zu verringern, sank sie von Mitte Februar bis Ende März 1985 um 4 Prozentpunkte, wodurch sich ihr Abstand zur unteren Interventionsgrenze des breiteren Wechselkursbandes ungefähr halbierte. Sie stabilisierte sich vorübergehend auf diesem Niveau, erlitt aber um die Julimitte einen neuen Schwä-

Kassakurse innerhalb des Europäischen Währungssystems 1984–86

Wochendurchschnitte der Partnerwährungen im Verhältnis zu ihren Interventionspunkten in Prozent



\* Leitkursneuordnungen mit Wirkung vom 22. Juli 1985 (das in der Grafik nicht gezeigte durchschnittliche Niveau der Lira in den zwei Wochen vor der Leitkursneuordnung betrug  $-2,86$  bzw.  $-3,96\%$ ) und vom 7. April 1986.

cheanfall. Am Freitag, den 19. Juli wurden die italienischen Devisenmärkte nach der amtlichen Kursfeststellung geschlossen, und die Lira durchbrach die untere Interventionsgrenze des Bandes. Am nächsten Tag einigten sich die EWS-Partner darauf, mit Wirkung vom 22. Juli die Lira um 6% ab- und die anderen Mitgliedswährungen um 2% aufzuwerten (alle Abwertungen bezogen auf die vorherigen Leitkurse). Um die Wirksamkeit dieser Leitkursneuordnung zu unterstützen, kündigte die italienische Regierung Sofortmaßnahmen zur Kürzung des Budgetdefizits an. Die Lira

reagierte günstig und verharnte in den folgenden zwei Monaten über der oberen Interventionsgrenze des engeren Bandes, bevor sie im Laufe des Herbstes wieder etwas nachgab.

Die relativ ruhigen Bedingungen im System begannen sich zu ändern, als sich im Laufe des Novembers selbsttätige Marktkräfte gegen den US-Dollar zu wenden begannen. Zu diesem Zeitpunkt wurde sich der Markt wieder der stärkeren Grundtendenz der D-Mark und des holländischen Guldens bewußt, während Erwartungen aufzukeimen begannen, daß den französischen Parlamentswahlen im März 1986 eine Leitkursneuordnung der Mitgliedswährungen folgen könnte. Der Abwertungsdruck betraf nicht nur den französischen Franc, sondern auch einige andere Währungen und besonders die Lira, obwohl das italienische Leistungsbilanzdefizit in der Zwischenzeit zurückgegangen war. Die Währungsbehörden reagierten mit gewaltigen intramarginalen Interventionen, wobei vor allem D-Mark und US-Dollars verkauft wurden. Zusätzlich hoben die Bank von Italien, die Belgische Nationalbank und die Zentralbank von Irland die inländischen kurzfristigen Zinsen an. In Italien wurden diese Maßnahmen am 16. Januar durch die Wiedereinführung des Plafonds für das inländische Kreditwachstum und durch eine Verschärfung der Kapitalverkehrskontrollen ergänzt. Angesichts des entschlossenen Reagierens der Währungsbehörden und der für Zahlungsbilanz und Preise erwarteten Vorteile aus dem Ölpreisverfall schwächte sich ab Mitte Februar 1986 der Druck auf die Währungen etwas ab.

Diese Entwicklungen kamen jedoch wegen des beträchtlichen Umfangs an intramarginalen Interventionen nicht voll in den Bewegungen der EWS-Währungen im Paritätengitter zum Ausdruck. Obgleich die D-Mark und der holländische Gulden im Laufe des Dezember ihrem oberen Interventionspunkt nahekamen, verblieben auch der französische Franc und die Lira in der oberen Hälfte des EWS-Kursbandes. Das irische Pfund und die dänische Krone glitten hingegen deutlich nach unten.

Gegen Ende März lebten die Spannungen im EWS-Wechselkursmechanismus erneut auf, da die neue französische Regierung die Möglichkeit einer Leitkursanpassung nicht auszuschließen schien. Am Donnerstag, den 3. April stürzte der Wechselkurs des französischen Franc im New Yorker Nachmittagshandel nach unten, und am darauffolgenden Tag, als die teilnehmenden Zentralbanken die Interventionspunkte des Systems aufhoben, durchbrach er die untere Interventionsgrenze. Nach Diskussionen im Rahmen eines informellen Treffens der EG-Finanzminister und Zentralbankpräsidenten, das bereits für das bevorstehende Wochenende angesetzt gewesen war, wurde eine Leitkursneuordnung angekündigt, wonach mit Wirkung vom 7. April gegenüber den vorangegangenen Leitkursen der französische Franc um 3% ab- und die D-Mark sowie der holländische Gulden jeweils um 3% aufgewertet wurden; der belgische Franc und die dänische Krone wurden um 1% aufgewertet, wohingegen die italienische Lira und das irische Pfund unverändert blieben. Unmittelbar nach der Leitkursneuordnung drückten massive Kapitalzuflüsse den französischen Franc an den oberen Rand des EWS-Wechselkursbandes, während sich die D-Mark und der holländische Gulden zum unteren Rand bewegten. Trotz verringerter französischer Zinsen wurden umfangreiche Interventionen

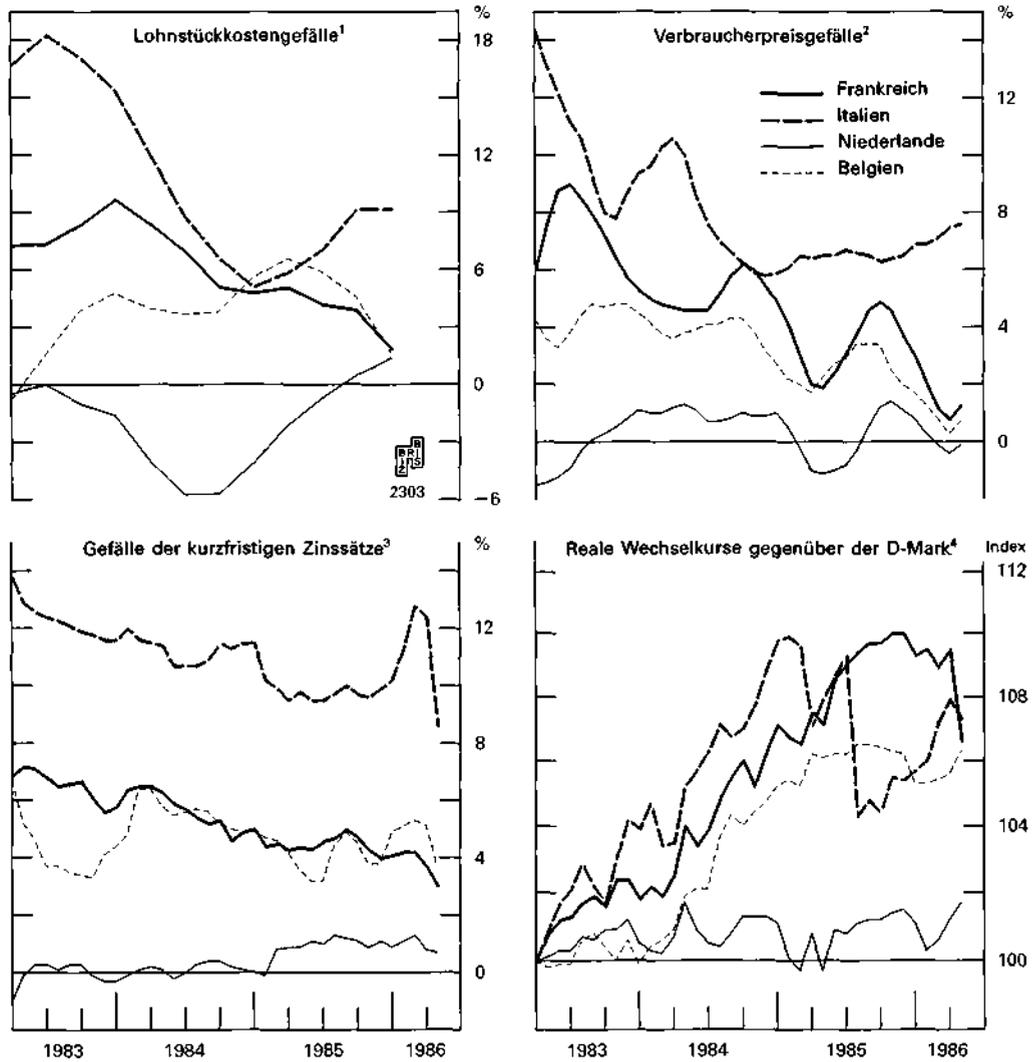
der betroffenen Zentralbanken erforderlich, um diese Währungen am Überschreiten der Bandgrenze zu hindern.

Am Regelwerk des EWS wurden im Berichtszeitraum verschiedene Änderungen vorgenommen. Der grundsätzlichen Einigung im März 1985 folgend, beschloßen die Zentralbankpräsidenten der EG-Mitgliedstaaten im Juni 1985 formell Maßnahmen, durch die die Verwendbarkeit der offiziellen ECU verbessert werden soll. Erstens wurde mit Wirkung vom 1. Juli ein neuer Mechanismus eingeführt, wodurch EG-Zentralbanken, die einen Bedarf an Interventionswährungen haben, in die Lage versetzt werden, über den Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ) sowohl ihre ECU-Gläubigerpositionen als auch einen Teil der ECU zu mobilisieren, die sie im Rahmen von mit dem EFWZ abgeschlossenen Swaps halten. Derartige Mobilisierungsgeschäfte sollen von den EG-Zentralbanken in der Weise finanziert werden, daß sie Dollars im Verhältnis zum und maximal im Umfang der mit dem EFWZ abgeschlossenen ECU/Dollar-Swaps bereitstellen; diese Dollars können gegen EG-Währungen mit Zustimmung der sie emittierenden Zentralbanken getauscht werden. Zweitens wurde – ebenso mit Wirkung vom 1. Juli – die 50%-Grenze für die Verwendung offizieller ECU zur Tilgung von aus der sehr kurzfristigen Finanzierungsfazität entstandenen Verpflichtungen unter der Bedingung und im Ausmaß einer bei der Empfängerzentralbank bestehenden ECU-Gläubigerposition aufgehoben. Drittens wurde die Vergütung von ECU-Nettoguthaben und von ECU-Forderungen aus der sehr kurzfristigen Finanzierung verbessert. Viertens wurde beschlossen, daß Zentralbanken von Nichtmitgliedstaaten und internationale Währungsinstitutionen (wie der BIZ) vom EFWZ-Verwaltungsrat der Status eines „Sonstigen Halter“ zuerkannt werden kann. „Sonstige Halter“ können über Pensionsgeschäfte oder auflösbare Swapgeschäfte offizielle ECU von EG-Zentralbanken erhalten, wobei sie ein Recht auf dieselbe ECU-Vergütung haben wie EG-Zentralbanken. Diese Maßnahme wurde im November formell in Kraft gesetzt, als die dafür erforderliche Verordnung des Rates der Europäischen Gemeinschaften wirksam wurde.

Italien war das erste Land, das den neuen Mechanismus zur Mobilisierung von ECU benützte, um Devisen für Interventionszwecke zu erhalten, als die Lira Ende 1985 unter starken Druck kam. Ferner begannen im Laufe des Jahres 1985 einige EWS-Mitgliedstaaten gelegentlich private ECU für Interventionszwecke zu verwenden, indem sie diesen Währungskorb im Austausch gegen ihre eigene Währung kauften oder verkauften. Eine weitere Entwicklung in diesem Bereich, die im Kapitel VIII dieses Berichts im einzelnen beschrieben wird, war der Beitritt der BIZ zu einem Abkommen, wonach sie als Clearingagent für Geschäfte in privaten ECU tätig wird. Das anhaltend rasche Wachstum des Marktes für private ECU im Jahr 1985 wird im Kapitel V erörtert.

Ebenso wichtig wie diese institutionellen Neuerungen und Entwicklungen war der im vergangenen Jahr erzielte Fortschritt in Richtung auf „eine stabile Währungszone in Europa“. Das herausragende Merkmal der Berichtsperiode war eine deutliche Annäherung der Inflationsraten der Partnerländer auf niedrigem Niveau, was half, daß der EWS-Wechselkursmechanismus der Umkehr der Dollarkursentwicklung standhalten konnte, ohne daß ungewollte Leitkursneuordnungen

Entwicklung relativer Kosten und Preise im EWS 1983–86



<sup>1</sup> Inländische abzüglich deutscher Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe, berechnet als prozentuale Veränderungen über vier Quartale aus gleitenden Dreiquartersdurchschnitten. <sup>2</sup> Inländische abzüglich deutscher Verbraucherpreise, aus prozentualen Veränderungen über sechs Monate auf Jahresrate hochgerechnet. <sup>3</sup> Inländische abzüglich deutscher ausgewählter typischer Geldmarktsätze. <sup>4</sup> Auf der Basis der relativen Verbraucherpreise: Ende März 1983 = 100 (logarithmischer Maßstab).

vorgenommen werden mußten. Trotz der weiteren Verlangsamung des Preisauftriebs in den zwei Niedriginflationländern, Deutschland und den Niederlanden, waren die Inflationsdifferenzen im Jahr 1985 viel geringer als in den vorangegangenen Jahren, und Anfang 1986 lag die Teuerungsrate bei den vier größten die engere Wechselkursbandbreite einhaltenden Ländern innerhalb einer Spanne von nicht mehr als  $\frac{1}{2}$ – $1\frac{1}{2}$  Prozentpunkten (Sechsmontatsveränderung umgerechnet auf Jahresrate). Insbesondere Frankreich erzielte deutliche Fortschritte; mit Hilfe einer relativ restriktiven Geldpolitik verlangsamte sich der Verbraucherpreisanstieg im zweiten

Halbjahr 1985 auf 2,5%, was die niedrigste Inflationsrate seit 1967 ist. In Italien war dank der geänderten „scala mobile“ und einer recht restriktiven Geldpolitik der Preisauftrieb der geringste seit 1972. Angesichts der Schwäche des Ölmarktes und anderer Rohstoffmärkte ist die Hoffnung berechtigt, daß zwischen den EWS-Mitgliedstaaten die Konvergenz in Richtung auf Preisstabilität 1986 anhält.

Abnehmende Inflationsdifferenzen und zwei Leitkursanpassungen trugen gemeinsam dazu bei, daß in der Berichtsperiode das Auseinanderstreben der realen Wechselkurse der Währungen der im EWS zusammengeschlossenen Länder vorübergehend gestoppt und teilweise in sein Gegenteil umgekehrt wurde (s. vorstehende Grafik). Diese Entwicklung erscheint in einem noch günstigeren Licht als in der Grafik dargestellt, wenn statt der Verbraucherpreise der Index der Großhandelspreise von Fertigprodukten als Deflator benützt wird. Auf dieser Basis wurde der seit März 1983 eingetretene Wettbewerbsverlust der Lira durch die zwei letzten Leitkursanpassungen fast vollkommen ausgeglichen. Wegen der Unvollständigkeit der Angaben und verschiedener Unzulänglichkeiten der Verfahren sind derartige Messungen der internationalen Wettbewerbsfähigkeit mit besonderer Vorsicht zu beurteilen und eher indikativer denn konklusiver Natur.

Trotz der während der Berichtsperiode konvergierenden nationalen Preistrends entwickeln sich die EWS-Mitgliedstaaten wirtschaftlich noch immer sehr unterschiedlich. Deutschland und die Niederlande weisen viel günstigere Leistungsbilanzen auf als die anderen Mitgliedsländer, und einige Währungen werden noch immer durch Devisenkontrollen geschützt. Überdies werden periodische Leitkursanpassungen solange weiter erforderlich sein, wie zwischen den Mitgliedstaaten noch größere Inflationsgefälle vorhanden sind. Wenn jedoch die nun erreichte Konvergenz erhalten werden kann, werden diese Leitkursanpassungen kleiner werden und seltener erfolgen müssen, und das System stabiler, aber anpaßbarer Wechselkurse wird mehr durch Stabilität und weniger durch Anpassungen charakterisiert sein.

### **Goldgewinnung und Goldmarkt**

Trotz der Dollarschwäche auf den Devisenmärkten und der sozialen Unrast im wichtigsten goldproduzierenden Land blieb der Goldmarkt im Berichtszeitraum zumeist ziemlich gedrückt. Abklingende Inflationsbefürchtungen, haussierende Aktienmärkte und die durch sinkende langfristige Zinsen eröffnete Aussicht auf Kapitalgewinne ließen die Nachfrage privater Anleger nach Edelmetallen auf einem niedrigen Niveau verweilen. Andererseits nahm die industrielle Goldverwendung zu, und die nichtkommunistischen Länder kauften beträchtliche Mengen an Währungsgold.

Ende Februar 1985 sank der Dollarpreis des Goldes auf sein niedrigstes Niveau seit Ende der siebziger Jahre. Da er sich in der Folge zu wenig erholte, um den Effekt der Dollarabwertung auszugleichen, gaben im Laufe des Jahres 1985 und Anfang 1986 die Notierungen in den meisten anderen wichtigen Währungen deutlich nach. Die wichtigsten Ausnahmen von dieser Entwicklung waren die zwei größten nichtkommunistischen Goldproduzenten, Südafrika und Kanada, deren

Währungen gegenüber dem US-Dollar weiterhin schwächer wurden. Demzufolge stieg im Laufe des Jahres 1985 der Goldpreis in Rand um 36% und in kanadischen Dollars um 12%. Der größere Teil der Goldproduzenten der Welt war daher nicht in vollem Ausmaß von der schwachen Goldmarktentwicklung betroffen. Insbesondere in Südafrika stiegen die Gewinne aus der Goldproduktion in heimischer Währung weiter.

Zuvor erweiterte Erschließungs- und Entwicklungsaktivitäten ermöglichten im vergangenen Jahr, die Weltgolderzeugung (ohne Osteuropa, China und Nordkorea) weiter zu vergrößern, und zwar um 64 auf 1 213 t. Sie übertraf damit den Tiefstand von 1980 um 27%, blieb aber noch immer um 5% unter dem Höchstwert von 1970. Die größten Produktionssteigerungen meldeten 1985 Australien (18 t), Papua-Neuguinea (14 t) und die USA (10 t).

Auch in Südafrika, wo die Produktion zeitweise durch Streiks beeinträchtigt wurde, nahm die Goldförderung weiter zu; der gestiegene Goldpreis in Rand führte dort jedoch dazu, daß sich die Produktion weiter in Richtung auf den Abbau minderwertigerer Erze verschob. Die etwas größere Menge verhütteten Erzes wurde daher vom geringeren durchschnittlichen Goldgehalt mehr als aufgewogen, so daß die gesamte Goldproduktion (neue Minen wurden nicht in Betrieb genommen) im vergangenen Jahr um 10 auf 673 t sank. Das führte dazu, daß der Anteil Südafrikas an der gesamten Goldproduktion der westlichen Welt weiter abnahm, und zwar auf 55%, verglichen mit fast 80% zur Zeit des Produktionshöhepunkts im Jahr 1970.

Was andere Quellen von auf dem Markt neu angebotenem Gold anbelangt, so dürften die Goldverkäufe der kommunistischen Länder im vergangenen Jahr um

Weltgoldgewinnung (Schätzung)

	1953	1970	1980	1981	1982	1983	1984	1985
	Tonnen							
Südafrika .....	371	1000	675	658	664	680	683	673
Kanada .....	126	75	51	52	65	73	83	86
USA .....	61	54	30	43	45	61	69	79
Brasilien .....	4	9	35	35	35	59	55	63
Australien .....	33	20	17	18	27	31	39	57
Philippinen .....	15	19	22	25	31	33	34	38
Papua-Neuguinea .....	.	1	14	17	18	18	19	33
Kolumbien .....	14	7	17	18	16	18	21	26
Chile .....	4	2	7	12	19	19	18	18
Zimbabwe .....	16	15	11	12	13	14	14	15
Ghana .....	23	22	11	13	13	12	12	12
Dominikanische Republik .....	.	-	12	13	12	11	11	10
Peru .....	4	3	5	7	7	10	11	10
Zaire .....	11	6	3	3	4	6	10	8
Mexiko .....	15	6	6	5	5	7	7	8
Zusammen .....	697	1239	916	931	974	1052	1086	1136
Sonstige Länder .....	57	35	38	45	51	60	63	77
Weltgoldgewinnung (geschätzt)* .....	754	1274	954	976	1025	1112	1149	1213

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

Quelle: Consolidated Gold Fields PLC (London).

rund 100 auf insgesamt 250 t zugenommen haben. Diese Steigerung ist im wesentlichen auf die UdSSR zurückzuführen, die insbesondere in der zweiten Hälfte des Jahres 1985 durch höhere Verkäufe die aus der schwachen Ölpreisentwicklung resultierenden Ausfälle bei den Exporteinnahmen auszugleichen versuchte.

Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)

	1981	1982	1983	1984	1985
	Tonnen				
Goldgewinnung .....	975	1025	1110	1150	1215
Nettoverkäufe durch kommunistische Länder (geschätzt) <sup>1</sup> .....	300	200	100	150	250
Veränderung der offiziellen Goldbestände durch Markttransaktionen <sup>2,3</sup> (geschätzt; - = Zuwachs) .....	-100	100	70	20	-165
Insgesamt (= nichtmonetäre Verwendung, geschätzt) .....	1175	1325	1280	1320	1300

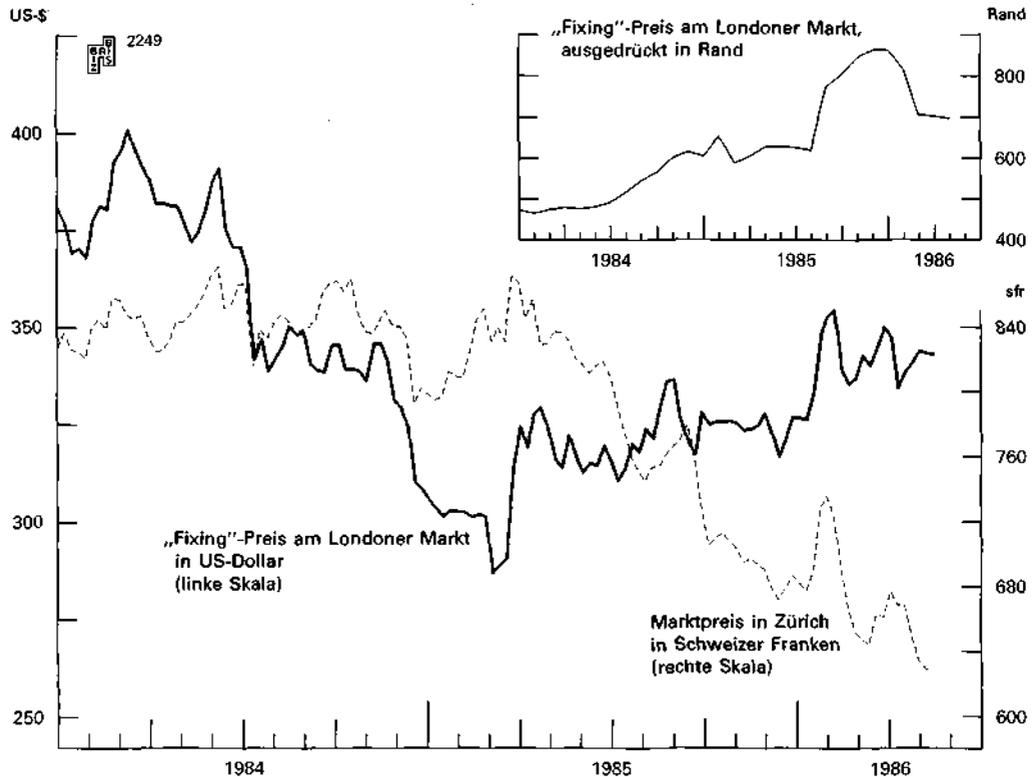
<sup>1</sup> Ohne IWF-Mitgliedsländer. <sup>2</sup> Laut Meldungen des IWF. <sup>3</sup> Die Veränderungen der südafrikanischen Goldreserven blieben bei der Entwicklung der offiziellen Goldbestände unberücksichtigt, da sie nach allgemeiner Ansicht vornehmlich die Durchführung oder Auflösung von Goldswaps zwischen der Südafrikanischen Reservebank und den Geschäftsbanken in anderen Ländern widerspiegeln.

Auf der Nachfrageseite des Goldmarktes haben die offiziellen Goldbestände (ohne die Südafrikas) im vergangenen Jahr insgesamt um schätzungsweise 165 t zugenommen, verglichen mit einer Abnahme von 20 t im Jahr 1984. Dieser Umschwung ist größtenteils Kolumbien zuzuschreiben, dessen Goldreserven 1985 um 14,8 t wuchsen, nachdem sie 1984 um 89 t gesunken waren. Andere Entwicklungsländer, die ihre offiziellen Goldbestände vergangenes Jahr aufstockten, waren Brasilien (50,7 t), das den größten Teil der inländischen Produktion seinen Reserven hinzufügte, die Philippinen (21,5 t), Indien (20,5 t), Peru und Taiwan (je 17 t). Von den Industrieländern reicherte Finnland seine Reserven um 20 t an, wogegen die zwei wichtigsten Goldproduzenten dieser Gruppe, die USA und Kanada, ihre Bestände um 4,4 bzw. 0,9 t abbauten.

Die private Absorption neuen Goldes wird für das vergangene Jahr auf 1300 t geschätzt, was etwas weniger ist als 1984. Die Verwendung von Gold für Schmuck und andere industrielle Zwecke nahm weiterhin recht beträchtlich zu, was den Schluß zuläßt, daß die von Anlegern nachgefragte Goldmenge einschließlich des Erwerbs von Münzen und Medaillen deutlich zurückgegangen ist.

Was die Entwicklung des Marktpreises betrifft, so fiel die Dollarnotierung des Goldes Ende Februar 1985 auf einen Tiefstwert von \$ 284,25 je Feinunze, erholte sich dann aber bis Mitte April auf rund \$ 334. In der Folge gab sie erneut nach und schwankte bis zum Jahresende um ein Niveau von rund \$ 320, ohne daß der weitere Kursrückgang des Dollar oder die sozialen Spannungen in Südafrika von besonderem Einfluß gewesen wären. Nur an zwei Tagen in der zweiten Augushälfte überschritten die Notierungen vorübergehend den Wert von \$ 340. In der zweiten Dezemberhälfte von 1985 führten die veränderten Aussichten für den Dollar auf dem Devisenmarkt und umfangreiche offizielle Käufe zu einer bedeutenden Erholung. Die Notierungen stiegen, beginnend mit einem Tiefpunkt von \$ 315,50 je

Goldmarktpreise 1984–86\*



\* Je Feinunze Gold. Die Preise in US-Dollar und Schweizer Franken sind Wochendurchschnitte, jene in südafrikanischem Rand Monatsdurchschnitte.

Feinunze am 11. Dezember, auf einen Höchstwert von \$ 363 am 16. Januar 1986 und schwankten während der folgenden vier Monate um einen Wert von \$ 345.

Der Goldpreis in Schweizer Franken und anderen wichtigen Währungen sank – im Gegensatz zu seinem Wiederanstieg in Dollarwerten – seit März 1985 recht deutlich. Mitte Mai 1986 kostete eine Feinunze Gold sfr 620 und damit über 30% weniger als 14 Monate zuvor.

**Weltwährungsreserven und internationale Liquidität**

Die Weltwährungsreserven (ohne Gold) erhöhten sich im vergangenen Jahr zu laufenden Dollarwerten gerechnet recht kräftig, nämlich um rund \$ 42,5 Mrd. bzw. 11%. Allerdings ergab sich der größte Teil dieses Zuwachses aus wechselkursbedingten Bewertungseffekten. Die rasche Erholung der meisten wichtigen Währungen gegenüber dem Dollar im Laufe des Jahres 1985 hatte zur Folge, daß der Dollarwert der in diesen Währungen gehaltenen offiziellen Reserven entsprechend zunahm. Läßt man diese Bewertungseffekte außer Betracht, so ergibt sich für die Nichtgoldwährungsreserven nur ein geringfügiger Anstieg um \$ 2,5 Mrd. oder 0,5%.

Dieses recht bescheidene Wachstum der zu konstanten Dollarwerten gerechneten Nichtgoldreserven war das Nettoergebnis einer Reihe sich weitestgehend aufhebender Entwicklungen. Einerseits wurden den Devisenreserven der USA durch die Interventionen der amerikanischen Währungsbehörden rund \$ 4 Mrd. hinzugefügt. Darüber hinaus verzeichneten die Nichtdollardevisenreserven anderer Länder eine gewisse Zunahme, sogar dann, wenn Wechselkurseffekte außer Betracht gelassen werden. Andererseits blieb das US-Leistungsbilanzdefizit als traditioneller Motor des Reservenwachstums im vergangenen Jahr wirkungslos, da ihm trotz seiner Rekordhöhe von \$ 118 Mrd. ein umfangreicherer privater Nettokapitalzufluß gegenüberstand. So verringerten sich denn auch im vergangenen Jahr die in den Vereinigten Staaten von anderen Ländern gehaltenen offiziellen Dollarbestände um \$ 2,2 Mrd. Beträchtliche offizielle Dollarverkäufe – als Teil der letztjährigen koordinierten Wechselkursstrategie – ließen die Dollarreserven zurückgehen. Dies wurde jedoch weitgehend dadurch ausgeglichen, daß den Reserven Zinseinkommen aus offiziellen Dollaranlagen und in Form anderer offizieller Dollareinnahmen zuflossen. Ein zweiter, das gesamte Reservevolumen verkleinernder Einfluß ging von den niedrigeren offiziellen ECU-Beständen (gemessen zu konstanten Wechselkursen) der EWS-Länder aus, was in erster Linie darauf zurückzuführen war, daß der im Rahmen der ECU-Schaffung für Swaps von Gold gegen ECU zugrundegelegte Goldpreis sowie der Dollaraußenwert niedriger lagen.

Aufgrund der im Jahre 1985 beträchtlich veränderten Wechselkurse ist es nicht leicht, die wahre Bedeutung des letztjährigen Anstiegs des laufenden Dollarwerts der Weltwährungsreserven (ohne Gold) um \$ 42,5 Mrd. zu bewerten. Einerseits legt die Tatsache, daß die US-Inflationsrate relativ niedrig war und die Durchschnittswerte der Welthandels Güter um rund 2% zurückgingen, den Gedanken nahe, daß der Zuwachs weitgehend realer Natur war. Tatsächlich nahm der internationale Handel in laufenden Dollarwerten infolge nachgebender Exportpreise nur um 1% zu, was dazu führte, daß das im vergangenen Jahr in laufenden Dollarwerten gemessene Verhältnis der Weltwährungsreserven zu den gesamten Warenimporten von rund 21 auf 24% stieg. Andererseits sank der Wert der offiziellen Dollarreserven für Käufe von Waren und Dienstleistungen aus anderen Industriestaaten als den USA, beispielsweise Deutschland und Japan, im vergangenen Jahr beträchtlich. So schrumpften etwa die gesamten Nichtgoldreserven in DM-Werten um fast DM 170 Mrd. bzw. 13%.

Der Marktwert der offiziellen Goldbestände in Dollar nahm vergangenes Jahr um \$ 17,7 Mrd. zu, was weitgehend auf dem Goldpreisanstieg von 5,8% am freien Markt beruhte.

Was die Struktur des Wachstums der Nichtgoldreserven betrifft, so nahmen die offiziellen Devisenbestände zu laufenden Dollarwerten gerechnet um \$ 33,1 Mrd. zu. Auf der Basis konstanter Dollarwerte belief sich hingegen der Zuwachs auf \$ 9 Mrd.; die Differenz erklärt sich aus Bewertungseffekten. Die ECU-Guthaben der EWS-Länder wuchsen in laufenden Dollarwerten um \$ 3,7 Mrd.; bei konstanten Wechselkursen hätten sie sich dagegen um ca. \$ 5 Mrd. verringert. Der Dollarwert der SZR-Bestände und der Reservepositionen der IWF-Mitgliedsländer stieg um \$ 3,8 bzw. 1,8 Mrd.

Veränderung der Weltwährungsreserven

	Gold		Devisen	Reservepositionen beim IWF	SZR	ECU	Insgesamt (ohne Gold)
	Millionen Unzen	in Milliarden US-Dollar zu jeweiligen Werten <sup>1</sup>					
<b>Zehnergruppe</b>							
1983 .....	- 0,7	- 49,4	2,1	7,2	- 3,0	2,1	8,4
1984 .....	- 0,6	- 53,7	4,5	- 0,1	0,6	- 6,8	- 1,8
1985 .....	- 0,2	13,2	13,4	0,8	2,9	3,3	20,4
<i>Stand Ende 1985</i> .....	<i>737,6</i>	<i>241,2</i>	<i>117,0</i>	<i>25,6</i>	<i>14,8</i>	<i>40,1</i>	<i>197,5</i>
<b>Übrige Industrieländer<sup>2</sup></b>							
1983 .....	- 1,4	- 6,4	2,5	0,9	- 0,6	0,4	3,2
1984 .....	- 0,3	- 6,3	6,8	-	0,4	- 0,3	6,9
1985 .....	- 1,9	0,9	6,2	0,1	0,3	0,4	7,0
<i>Stand Ende 1985</i> .....	<i>83,8</i>	<i>27,4</i>	<i>49,6</i>	<i>2,3</i>	<i>1,6</i>	<i>0,8</i>	<i>54,3</i>
<b>Entwicklungsländer</b>							
1983 .....	- 0,1	- 7,9	0,4	4,7	- 0,9	-	4,2
1984 .....	- 0,8	- 8,8	13,7	-	0,1	-	13,8
1985 .....	4,3	3,6	13,5	0,9	0,6	-	15,0
<i>Stand Ende 1985</i> .....	<i>121,4</i>	<i>39,7</i>	<i>167,3</i>	<i>14,7</i>	<i>3,6</i>	-	<i>185,6</i>
<b>darunter:</b>							
<b>Nahost-Ölexportländer<sup>3</sup></b>							
1983 .....	0,2	- 1,5	- 8,2	4,3	- 0,2	-	- 4,1
1984 .....	0,2	- 1,6	- 5,0	0,7	-	-	- 4,3
1985 .....	- 0,1	0,4	3,8	0,7	0,1	-	4,6
<i>Stand Ende 1985</i> .....	<i>23,1</i>	<i>7,6</i>	<i>41,5</i>	<i>12,0</i>	<i>1,3</i>	-	<i>54,8</i>
<b>Sonstige</b>							
1983 .....	- 0,3	- 6,4	8,6	0,4	- 0,7	-	8,3
1984 .....	- 1,0	- 7,2	18,7	- 0,7	0,1	-	18,1
1985 .....	4,4	3,2	9,7	0,2	0,5	-	10,4
<i>Stand Ende 1985</i> .....	<i>98,3</i>	<i>32,1</i>	<i>125,8</i>	<i>2,7</i>	<i>2,3</i>	-	<i>130,8</i>
<b>Insgesamt</b>							
1983 .....	- 2,2	- 63,7	5,0	12,8	- 4,5	2,5	15,8
1984 .....	- 1,7	- 68,8	25,0	- 0,1	1,1	- 7,1	18,9
1985 .....	2,2	17,7	33,1	1,8	3,8	3,7	42,4
<i>Stand Ende 1985</i> .....	<i>942,8</i>	<i>308,3</i>	<i>333,9</i>	<i>42,6</i>	<i>20,0</i>	<i>40,9</i>	<i>437,4</i>
<b>Nachrichtlich:</b>							
<b>Osteuropäische Länder<sup>4</sup></b>							
1983 .....	( 1,0) <sup>5</sup>	( 0,1) <sup>5</sup>	1,8	-	-	-	1,8
1984 .....	( 0,6) <sup>5</sup>	(- 0,2) <sup>5</sup>	2,9	-	-	-	2,9
1985 .....	( 0,3) <sup>5</sup>	( 0,2) <sup>5</sup>	4,9	-	-	-	4,9
<i>Stand Ende 1985</i> .....	<i>( 6,1)<sup>5</sup></i>	<i>( 2,0)<sup>5</sup></i>	<i>27,7</i>	-	-	-	<i>27,7</i>

<sup>1</sup> Goldreserven bewertet zu Marktpreisen. <sup>2</sup> Ohne osteuropäische Länder. <sup>3</sup> Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Oman, Saudi-Arabien und die Vereinigten Arabischen Emirate. <sup>4</sup> Die Angaben über die Reserven dieser Ländergruppe sind nicht durchweg vollständig. Für Rumänien und Ungarn wurden die dem IWF gemeldeten Daten angesetzt, für die übrigen Länder der Gruppe (Albanien, Bulgarien, DDR, Polen, Tschechoslowakei und UdSSR) hingegen jene über die Bruttoeinlagen bei den vierteljährlich der BIZ berichtenden Banken. <sup>5</sup> Nur Rumänien und Ungarn.

Der höhere Dollarwert der offiziellen SZR-Bestände war vor allem das Ergebnis von Bewertungseffekten (\$ 2 Mrd.) und der Verwendung fondseigener SZR für Zahlungen an Mitgliedstaaten (\$ 1,5 Mrd.). Die geringe Expansion der IWF-Reservepositionen – unter Außerachtlassung von Bewertungseffekten nahmen sie sogar um \$ 3,1 Mrd. ab – spiegelt wider, daß die Mitgliedstaaten netto erneut weniger Ziehungen auf den IWF vornahmen und eher SZR denn Mitgliederwährungen für Darlehensauszahlungen verwendet wurden.

Mit SZR 4 Mrd. erreichten die Bruttoziehungen (ohne Ziehungen in der Reservetranche) nur ungefähr die Hälfte des 1984 verzeichneten Werts und gerade 30% ihres 1983 erreichten Höchstwerts. Zur gleichen Zeit stiegen die Währungsrückkäufe von SZR 2,3 Mrd. im Jahr 1984 auf SZR 3,6 Mrd. im Jahr 1985. Demzufolge gingen die Nettoneuziehungen von SZR 5 Mrd. im Jahr 1984 auf SZR 0,4 Mrd. im letzten Jahr zurück; das war der geringste Wert seit 1980. Die wichtigsten Empfänger von Fondskrediten waren netto die lateinamerikanischen Länder (SZR 1,4 Mrd.), namentlich Argentinien (SZR 1 Mrd.) und Mexiko (SZR 0,3 Mrd.). Die Entwicklungsländer Asiens und die europäischen Mitgliedstaaten zahlten je SZR 0,6 Mrd. zurück. Ende des Jahres 1985 bestanden 32 Beistands- und erweiterte Abkommen. Die Gesamtsumme der im Rahmen dieser Fazilitäten nicht in Anspruch genommenen Fondsmittel belief sich auf SZR 4,7 nach 6,6 Mrd. ein Jahr zuvor.

Was die regionale Verteilung des Anstiegs der Nichtgoldreserven im Jahr 1985 angeht, der zu laufenden Dollarwerten insgesamt \$ 42,4 Mrd. betrug, so entfiel fast die Hälfte auf die Länder der Zehnergruppe. Die Reservebestände der anderen Industrieländer expandierten um \$ 7 Mrd. und jene der Entwicklungsländer um \$ 15 Mrd.

In der Zehnergruppe wiesen die USA den bei weitem größten Reservenzuwachs auf (\$ 8,3 Mrd. in laufenden Dollarwerten). Ihre Devisenreserven stiegen um \$ 6,2 Mrd., wovon rund \$ 2 Mrd. die Folge von Wechselkurseffekten waren, während der Rest größtenteils aus Devisenkäufen im Rahmen der letztjährigen koordinierten Devisenmarktinterventionen resultiert. Die Reserven der anderen Zehnergruppenländer nahmen zu laufenden Dollarwerten gerechnet um \$ 12,1 Mrd. zu, was jedoch zur Gänze auf Bewertungseffekten beruht, da diese Länder relativ umfangreiche Nichtdollarreserven halten.

Den größten Reservengewinn in laufenden Dollarwerten verzeichneten von den europäischen Ländern der Zehnergruppe Frankreich (\$ 5,6 Mrd.), das zeitweise beträchtliche Kapitalzuflüsse aufwies, und Deutschland (\$ 4,2 Mrd.), dessen ECU-Bestände besonders kräftig, nämlich um \$ 2,7 Mrd. zunahmen, was hauptsächlich auf die Inanspruchnahme des neuen ECU-Mobilisierungsmechanismus durch Italien zurückzuführen ist (s. S. 173). Großbritannien, das im September auf dem internationalen Markt variabel verzinsliche Notes in Höhe von \$ 2,5 Mrd. auflegte, wies ebenfalls eine Zunahme des Dollarwerts seiner Währungsreserven auf, und zwar um \$ 3,4 Mrd., obwohl es das englische Pfund gelegentlich durch umfangreiche Devisenmarktmaßnahmen stützte. Im Gegensatz dazu sanken Italiens Nichtgoldreserven um \$ 5,3 Mrd., was auf Devisenmarktinterventionen zugunsten der Lira beruhte, die in den letzten Monaten des Jahres 1985 besonders umfangreich waren. Außerhalb Europas zeigten sich bei den Reservebeständen Japans und Kanadas nur kleine Veränderungen, wobei der Reserveabfluß, der aus offiziellen Verkäufen von US-Dollars auf dem Devisenmarkt resultierte, in Japan größtenteils durch Zinseinnahmen aus Devisenreserven und in Kanada durch Kreditaufnahmen an den internationalen Finanzmärkten ausgeglichen wurde.

Im ersten Quartal 1986 sind die Nichtgoldreserven (ohne ECU) der Länder der Zehnergruppe um schätzungsweise \$ 5,5 Mrd. gestiegen. Die Devisenreserven

erhöhten sich um \$ 4 Mrd. (oder \$ 5,7 Mrd., läßt man die Auflösung von zum Jahresende von der Schweizerischen Nationalbank mit Geschäftsbanken in der Schweiz abgeschlossenen Devisenswaps unberücksichtigt). Der weitere Anstieg des Dollarwerts der Reservebestände der Mitglieder der Zehnergruppe in diesem Quartal war weitgehend das Spiegelbild des kontinuierlichen Wertverlusts des Dollar an den Devisenmärkten. Spürbare Zugänge an Devisenreserven verzeichneten namentlich Deutschland (\$ 2 Mrd.), Japan (\$ 1,2 Mrd.), Frankreich (\$ 1,1 Mrd.) und die USA (\$ 1,1 Mrd.). Italiens Devisenreserven nahmen dagegen um \$ 2 Mrd. ab, da das Land im Januar und im März seine Währung an den Devisenmärkten beträchtlich stützte.

Bei den „übrigen Industrieländern“ konzentrierten sich die Reservezugänge 1985 vor allem auf die nordischen Länder, wobei die Reservebestände Norwegens, Dänemarks und Finnlands zu laufenden Dollarwerten gerechnet um \$ 4,6, 2,1 bzw. 1 Mrd. zunahmen. In Portugal verdreifachten sich die Reserven nahezu um \$ 0,9 auf 1,4 Mrd. Beträchtliche Reservenverluste wiesen Australien (-\$ 1,7 Mrd.) und Spanien (-\$ 0,8 Mrd.) auf; das letztgenannte Land tilgte allerdings netto \$ 4,2 Mrd. seiner Auslandsschuld.

Bei den Entwicklungsländern war 1985 der in laufenden Dollarwerten gerechnete Reservenzuwachs von \$ 15 Mrd. ungleich verteilt. Die Länder Lateinamerikas, die 1984 große Reservengewinne verzeichnet hatten, wiesen 1985 insgesamt einen geringfügigen Verlust aus. Venezuela und Argentinien meldeten Zugänge von \$ 1,4 bzw. 1,2 Mrd. (Oktoberwerte), Mexiko jedoch baute seine Reserven um \$ 2,4 Mrd. ab, während Brasilien einen Reserveabgang von \$ 0,9 Mrd. verzeichnete.

Außerhalb Lateinamerikas verzeichnete Taiwan den bei weitem größten Reservengewinn aller Entwicklungsländer: Seine Nichtgoldreserven erhöhten sich um \$ 6,9 auf insgesamt 22,6 Mrd., womit sie den Reservenstand von fünf Jahren zuvor um mehr als das Neunfache übertreffen. Andere asiatische Länder, die ihre Reserven beträchtlich vergrößerten, waren Singapur (\$ 2,4 Mrd.), Malaysia (\$ 1,2 Mrd.) und Indien (\$ 0,7 Mrd.). China hingegen, das in den vorangegangenen Jahren seine Reserven erheblich aufgestockt hatte, verringerte 1985 seine Bestände um \$ 4,6 Mrd., um damit das stark angestiegene Importvolumen zu finanzieren.

Die ölexportierenden Länder des Nahen Ostens, die 1984 ihre Reserven um \$ 4,3 Mrd. abgebaut hatten, reicherten diese im letzten Jahr im Ausmaß von \$ 4,6 Mrd. wieder an. Ansehnliche Reservenzuwächse wurden von Libyen und Kuwait berichtet (\$ 2,3 bzw. 0,9 Mrd.). Außerhalb des Nahen Ostens vermochte Algerien seine Reservebestände auf \$ 2,8 Mrd. fast zu verdoppeln.

Lenkt man den Blick auf die Anlage der Devisenreserven, so zeigt sich als das herausragende Merkmal des Jahres 1985, daß der Zuwachs offenbar zur Gänze außerhalb der Vereinigten Staaten angelegt wurde, während die offiziellen Anlagen in diesem Land überhaupt nicht zunahmen. Tatsächlich nahmen die Verbindlichkeiten der USA gegenüber ausländischen offiziellen Währungsinstitutionen (ohne Dollar/ECU-Swaps) um \$ 2,2 Mrd. ab. Ferner ging der Anteil der Dollaraktiva an der Gesamtheit der außerhalb der Vereinigten Staaten angelegten Devisenreserven recht deutlich zurück.

Anlagestruktur der Devisenreserven

	Einlagenveränderung				Stand Ende 1985
	1982	1983	1984	1985	
Milliarden US-Dollar					
<b>1. Einlagen bei Banken in europäischen Ländern<sup>1</sup>, Kanada und Japan:</b>					
a) auf den nationalen Märkten .....	- 3,4	- 1,4	1,0	4,8	17,0
Deutsche Mark .....	- 0,5	- 0,8	- 0,7	0,6	1,8
Schweizer Franken .....	- 1,3	- 0,4	-	0,4	1,3
Yen .....	- 0,4	- 0,3	1,6	2,1	8,4
Pfund Sterling .....	- 0,1	0,4	0,4	1,4	4,0
Französischer Franc .....	- 0,2	-	-	0,2	0,7
Sonstige Währungen .....	- 0,9	- 0,3	- 0,3	0,1	0,8
b) auf den Euromärkten .....	-24,4	- 6,0	10,3	9,1	95,2
Dollar .....	-12,2	- 8,4	7,3	1,0	60,3
Deutsche Mark .....	- 6,9	2,0	2,8	3,5	20,0
Schweizer Franken .....	- 2,9	- 0,5	-	0,4	4,0
Yen .....	- 0,8	1,2	0,5	2,6	5,5
Pfund Sterling .....	- 0,6	- 0,1	-	0,1	0,5
Französischer Franc .....	- 1,4	- 0,1	0,1	-	0,4
Sonstige Währungen <sup>2</sup> .....	0,4	- 0,1	- 0,4	1,5	4,5
<b>2. Einlagen bei bestimmten Offshore-Niederlassungen von US-Banken<sup>3</sup> .....</b>	<b>- 1,8</b>	<b>0,1</b>	<b>1,6</b>	<b>0,1</b>	<b>5,0</b>
<b>Gesamtbetrag 1 + 2 .....</b>	<b>-29,6</b>	<b>- 7,3</b>	<b>12,9</b>	<b>14,0</b>	<b>117,2</b>
davon: in Dollar .....	-13,9	- 8,3	8,7	1,1	64,7
in sonstigen Währungen .....	-15,7	1,0	4,2	12,9	52,5
<i>Nachrichtlich:</i>					
<i>Gemeldete Verbindlichkeiten der USA gegenüber ausländischen offiziellen Stellen (ohne Dollarswaps gegen ECU)</i>	2,8	6,5	4,7	- 2,2	168,1
<i>Gesamteinlagen der OPEC-Länder<sup>4</sup> bei Banken im BIZ-Berichtsgebiet<sup>5</sup> außerhalb der USA .....</i>	-27,4	-17,1	- 4,7	11,3	138,4

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

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

Die Eurodollareinlagen offizieller Stellen, die sich 1984 um \$ 8,7 Mrd. erhöht hatten, nahmen im vergangenen Jahr nur um \$ 1,1 Mrd. zu. Diese langsamere Expansion wurde durch das raschere Steigen des Dollarwerts der in anderen Währungen am Euromarkt oder bei Geschäftsbanken auf nationalen Märkten außerhalb der USA gehaltenen Devisenreserven mehr als wettgemacht. Mit fast \$ 13 Mrd. war das Wachstum dieser in anderen Währungen als dem Dollar gehaltenen Einlagen dreimal so groß wie im Jahre 1984 und ließ den Gesamtbetrag der bei Banken außerhalb der Vereinigten Staaten gehaltenen Nichtdollareinlagen auf \$ 52,5 Mrd. emporschnellen. Der größte Teil dieses Wachstums resultierte jedoch aus den Bewertungsveränderungen der Dollarabwertung; real belief sich der Zuwachs auf nicht mehr als \$ 3 Mrd.

Es ist bemerkenswert, daß die in der vorstehenden Tabelle ausgewiesene Zunahme der Devisenreserven in Höhe von \$ 14 Mrd. nur 40% der 1985 außerhalb der USA neu angelegten Devisenreserven in Höhe von \$ 35,3 Mrd. ausmachte. Die verbleibenden \$ 21 Mrd. können im wesentlichen auf drei Quellen zurückgeführt werden: erstens auf die bei Zentralbanken außerhalb der Vereinigten Staaten angelegten offiziellen Reserven, die vergangenes Jahr um über \$ 7 Mrd. stiegen und großenteils den amerikanischen Devisenreserven zuzurechnen sind; zweitens auf die an nationalen Märkten ausschließlich des amerikanischen, jedoch außerhalb des Bankensektors (z.B. in Form von Geldmarktpapieren oder anderen Wertpapieren) angelegten Devisenreserven, deren Zunahme in erster Linie Bewertungseffekte widerspiegelt; und drittens auf die offiziellen Reserven, die am Euronote- oder Euroanleihemarkt angelegt wurden, und zwar insbesondere in variabel verzinslichen Obligationen mit relativ kurzen Restlaufzeiten. Für diesen Bereich der Reserven-anlagepolitik sind jedoch kaum statistische Unterlagen erhältlich.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, daß der ausgeprägte Kursrückgang des Dollar auf den Devisenmärkten im vergangenen Jahr zwar den Wert der in Nichtdollarwährungen gehaltenen Devisenreserven – zu jeweiligen Dollarwechsellkursen gerechnet – erhöhte, jedoch keine nennenswerte Verlagerung offizieller Mittel aus dem Dollar in andere Reservewährungen auslöste. Trotz der sehr umfangreichen Dollarabgaben im Rahmen von Devisenmarktinterventionen verringerten sich die statistisch erfaßten offiziellen Dollarguthaben lediglich um rund \$ 1 Mrd. Ferner kann besonders die Aufstockung der Devisenreserven der USA im vergangenen Jahr als eine wichtige, für die zukünftige Stabilität der Devisenmärkte bedeutsame Entwicklung betrachtet werden. Sie versetzt die US-Währungsbehörden in die Lage, auch dann eine wichtige Rolle bei koordinierten Interventionen zu spielen, wenn die Devisenmarktbedingungen für den Dollar von denen des vergangenen Jahres sehr verschieden sind.

## VIII. DIE TÄTIGKEIT DER BANK

### 1. Entwicklung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen

Im vergangenen Jahr hat die Bank wiederum ihre traditionelle Rolle bei der Förderung der internationalen Zusammenarbeit auf dem Gebiet der Währungspolitik wahrgenommen.

Die Bank war an den Arbeiten des Interimsausschusses des Gouverneursrats des Internationalen Währungsfonds für das internationale Währungssystem als Beobachter beteiligt. Sie nahm auch beobachtend an den Sitzungen der Finanzminister und der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppenländer sowie von deren Stellvertretern teil. Darüber hinaus erfüllte sie weiterhin den Auftrag der Minister und der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe vom August 1964, die Finanzierung der außenwirtschaftlichen Überschüsse und Defizite dieser Länder statistisch zu erfassen und alle Teilnehmer der Gruppe sowie die Arbeitsgruppe 3 der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) entsprechend zu informieren.

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

Der Ständige Ausschuß für Euromarktangelegenheiten setzte in Wahrnehmung des ihm 1980 von den Notenbankgouverneuren der Zehnergruppe erteilten Mandats seine regelmäßige Beobachtung des Geschehens auf den internationalen Finanzmärkten fort. Während des Jahres bereitete eine vom Ausschuß eingesetzte und aus Vertretern der Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe bestehende Studiengruppe für die Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe einen Bericht über jüngste Neuerungen im internationalen Bankgeschäft vor. Der Bericht wurde im April 1986 veröffentlicht. Die Bank betreut auch nach wie vor als zentrale Erfassungs-, Aufbereitungs- und Verteilungsstelle die internationale Banken- und Kapitalmarktstatistik.

Der Ausschuß für Bankenbestimmungen und -überwachung trat 1985 viermal zusammen. Neben der Untersuchung bankaufsichtsrelevanter Entwicklungen in den einzelnen Ländern widmete der Ausschuß der ausreichenden Kapitalausstattung der internationalen Banken und dem Wachstum ihrer nicht bilanzwirksamen Geschäfte besondere Aufmerksamkeit; was die Messung der Kapitalausstattung angeht, so hat der Ausschuß ein Rahmenwerk entwickelt, das die verschiedenen nationalen Rechnungslegungs- und Bankaufsichtspraktiken aufeinander abstimmen soll, um dadurch eine grobe Vergleichbarkeit von Standards einer ausreichenden Kapitalausstattung zu ermöglichen. Die mit diesem System erzielten Ergebnisse wurden im

Jahresverlauf untersucht. Die zunehmende Verbreitung neuer Techniken des Bankgeschäfts „außer Bilanz“ ist auch für die Kapitalausstattung bedeutsam, und der Ausschuß hat eine Untersuchung über bilanzunwirksame Instrumente und deren angemessene Behandlung für Zwecke der Bankaufsicht abgeschlossen. Ein Bericht zu diesem Thema, „Die Behandlung nicht bilanzwirksamer Risiken der Banken aus der Sicht der Bankenüberwachung“, wurde Anfang 1986 den Geschäftsbanken zugeleitet.

Die Mitglieder des Ausschusses der Zahlungsverkehrsexperten hielten sich weiterhin gegenseitig auf dem laufenden über Entwicklungen auf dem Feld der Zahlungsmedien und -systeme in ihren Ländern und tauschten Erfahrungen auf einer Reihe von Spezialgebieten wie der Scheckverstümmelung und der elektronischen Zahlung mittels Point-of-sale-Systemen aus. Sie prüften auch spezielle Telekommunikationsnetze für die Übermittlung von Finanzinformationen und analysierten die Auswirkungen, die sich aus den gegenwärtigen Entwicklungen für die Rolle und die Organisation der Zentralbanken und der nationalen Banksektoren zwangsläufig ergeben werden.

Der Ausschuß der EDV-Fachleute führte im vergangenen Jahr sein Inventar der Datenverarbeitung in den Zentralbanken auf der Grundlage eines verbesserten Fragebogens nach, der die neusten Entwicklungen bei der Datenverarbeitung berücksichtigt. Ohne die rein technischen Fragen aus den Augen zu verlieren (die Gruppe befaßte sich auch mit einigen Problemen, die sich im Zusammenhang mit der Verknüpfung heterogener Netze stellen), widmete die Gruppe besondere Aufmerksamkeit Fragen allgemeinerer Art, da ja die dezentralisierte Datenverarbeitung unvermeidlich zu Veränderungen in den Zentralbanken führen wird. Sie erforschte beispielsweise eines der besten Verfahren, mit diesen Veränderungen fertig zu werden: sie nämlich mit Hilfe von Richtplänen vor auszuplanen. Der Ausschuß analysierte auch den Einfluß zukünftiger Entwicklungen auf die Aufgaben und die Zusammensetzung des mit der Datenverarbeitung befaßten Personals und die Beziehungen zwischen den Rechenzentren und ihren Benutzern.

Die Zentralbankexpertengruppe für monetäre und ökonomische Datenbankfragen erreichte bei ihren kontinuierlichen Bemühungen um die Entwicklung einer vollwertigen Datenbank für die Zentralbanken der Zehnergruppe und die BIZ langjährige Ziele hinsichtlich des automatischen Austausches makroökonomischer Daten und ihrer Dokumentation. Bedeutende Fortschritte wurden im vergangenen Jahr auch im Bereich der automatischen Übermittlung und Zugänglichkeit der internationalen Bankenstatistiken gemacht. In Sitzungen der Gruppe standen vermehrt Fragen der Datenbanknutzung im Vordergrund, insbesondere die Bestätigung von Absprachen über die rechtzeitige Verfügbarkeit neuer und revidierter statistischer Daten.

Der Ausschuß der Präsidenten der Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft und der Verwaltungsrat des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ) sowie deren Unterausschüsse und Expertengruppen hielten ihre Sitzungen weiterhin in Basel ab und wurden von einem Sekretariat der Bank unterstützt. Die Unterausschüsse und Expertengruppen umfassen insbesondere: den Ausschuß der Stellvertreter der Zentral-

bankpräsidenten, der die Sitzungen der Zentralbankpräsidenten systematisch vorbereitet; eine Gruppe von Spezialisten für Fragen der Devisenmärkte und der Interventionspolitik auf diesen Märkten (seit Anfang 1976 variierte die Zusammensetzung dieser Gruppe je nach Gegenstand der Diskussion; sie war beispielsweise auf Vertreter der zwölf EG-Länder beschränkt, wenn Fragen des Europäischen Währungssystems (EWS) zu behandeln waren, und wurde zu anderen Zeiten um Teilnehmer aus anderen Industrieländern, so aus Japan, Kanada, Norwegen, Schweden, der Schweiz und den USA, erweitert); und schließlich eine Gruppe, die beauftragt ist, die von den Mitgliedsländern verfolgte Geldpolitik und ihre Koordinierung auf Gemeinschaftsebene periodisch zu untersuchen und auch Ad-hoc-Studien zu besonderen Problemen auszuarbeiten – wie z.B. im Jahr 1985 zu den strukturellen Veränderungen im Finanzbereich und ihren Folgen für die Geldpolitik.

Im Geschäftsjahr 1985/86 galt wie in früheren Jahren ein Großteil der Tätigkeit des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten – und demzufolge seiner Unterausschüsse und Expertengruppen – der Verwaltung des am 13. März 1979 in Kraft getretenen EWS. Zu den zentralen Aufgaben gehörten:

- die Überwachung der ordnungsgemäßen Anwendung des Regelwerks des Systems;
- die Verbesserung der Koordinierung von Wechselkurs- und Geldpolitik der EG-Zentralbanken als Voraussetzung für ein reibungsloses Funktionieren des EWS.

Daneben verfaßte und verabschiedete der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten die erforderlichen rechtlichen Grundlagen für die Verwirklichung einer Reihe von Maßnahmen, die darauf zielten, das EWS durch die Schaffung besserer Voraussetzungen für Verwendung und Halten offizieller ECU zu stärken. Die meisten dieser Maßnahmen, über die man sich grundsätzlich am 12. März 1985 geeinigt hatte (s. 55. Jahresbericht auf S. 184), traten am 1. Juli 1985 in Kraft. Seit diesem Datum gilt eine neue Zinsberechnungsformel für die Nettopositionen in ECU; eine weitere im Maßnahmenbündel vom Juli 1985 enthaltene Einrichtung, nämlich der Mechanismus zur Mobilisierung offizieller ECU bei anderen Zentralbanken über den EFWZ, ist erstmals im Dezember 1985 aktiviert worden. Schließlich ist der EFWZ seit November 1985 ermächtigt, Zentralbanken von Nicht-EG-Ländern und internationalen Währungsinstitutionen den Status eines „Sonstigen Halters“ von offiziellen ECU zu gewähren. Die BIZ erhielt im Januar 1986 als erste Institution diesen Status.

Die Bank nimmt nach wie vor die Aufgaben des Agenten des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit wahr, eine Tätigkeit, die sie seit dem 1. Juni 1973 ausübt.\* Diese Funktionen stehen einerseits mit den Transaktionen im Rahmen des EWS in Zusammenhang und beziehen sich andererseits auf die finanzielle Abwicklung der zur Stützung der Zahlungsbilanzen der EG-Länder durchgeführten Anleihe- und Darlehenstransaktionen.

---

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

Im Zeitraum vom 1. April 1985 bis zum 31. März 1986 führten die Interventionen der EWS-Zentralbanken in Währungen anderer Mitgliedsländer zu keiner Beanspruchung des EFWZ für Finanzierungs- oder Saldenausgleichstransaktionen. Nach der Leitkursanpassung vom 7. April 1986 wurden jedoch beim EFWZ beträchtliche Interventionen verbucht. Das vom EFWZ über vierteljährliche Swapgeschäfte mit jeder EG-Zentralbank (mit Ausnahme der Bank von Spanien und der Bank von Portugal, die nicht am EWS teilnehmen, aber einschließlich der Bank von Griechenland, die seit Januar 1986 am Mechanismus zur Schaffung von ECU teilnimmt) ausgegebene ECU-Volumen belief sich am 31. März 1986 auf ECU 43,8 Mrd., das waren zum Tageskurs gerechnet rund US-\$ 41 Mrd. Am 31. März 1985 hatte sich das ECU-Volumen auf nahezu ECU 52 Mrd. belaufen; die Abnahme um annähernd ECU 8 Mrd. innerhalb eines Jahres ist auf den Rückgang sowohl des Goldpreises wie des Außenwerts des Dollar zurückzuführen. Die Überweisungen zwischen den ECU-Reservekonten der EWS-Zentralbanken im Rahmen des Saldenausgleichs und zur Zahlung der Zinsen auf die Nettopositionen dieser Zentralbanken in ECU beliefen sich auf ca. ECU 3,3 Mrd.

Was die Abwicklung der Anleihe- und Darlehenstransaktionen der Gemeinschaft angeht, so hat der Agent des EFWZ im Berichtszeitraum von den Anleihe-schuldern die fälligen Zahlungen für Zinsen, Provisionen und Auslagen für die ausstehenden Darlehen entgegengenommen und an die Anleihegläubiger der Gemeinschaft weitergeleitet. Er führte auch die finanziellen Transaktionen im Zusammenhang mit den folgenden, die Darlehen an Frankreich und Griechenland betreffenden Operationen durch.

1. Die erste Tranche im Betrag von US-\$ 650 Mio. des variabel verzinslichen Konsortialkredits 1983/90 über US-\$ 1 240 Mio., der 1983 der Französischen Republik gewährt worden war, wurde vorzeitig zurückgezahlt, während die zweite Tranche dieses Darlehens im Betrag von US-\$ 590 Mio. in zwei getrennte öffentliche Plazierungen auf dem US-Markt in Form von auf US-Dollar lautenden Notes umgewandelt wurde, nämlich in

- US-\$ 240 Mio. Notes 1985/88 zu 9¼% p. a.,
- US-\$ 350 Mio. Notes 1985/90 zu 9½% p. a.

2. Die Gemeinschaft hat – aufgrund der Entscheidung des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom 9. Dezember 1985 und im Rahmen der Verordnung (EWG) Nr. 682/81 für die Anpassung des Systems der Gemeinschaftsanleihen zur Stützung der Zahlungsbilanzen der Mitgliedstaaten – der Hellenischen Republik ein Darlehen in zwei gleichen Tranchen im Gesamtbetrag von ECU 1 750 Mio. (oder dessen Gegenwert in anderen Währungen) gewährt. Die erste Tranche wurde Griechenland bei Abschluß der Anleiheoperationen im Januar, Februar und März 1986 zur Verfügung gestellt und umfaßt die vier folgenden Kapitalmarktbegebungen:

- ECU 350 Mio. variabel verzinsliche Notes 1986/93,
- US-\$ 150 Mio. Notes 1986/91 zu 8½% p. a.,
- DM 500 Mio. variabel verzinsliche Notes 1986/92,
- SFr. 227 Mio. Notes 1986/92 zu 4⅞% p. a.

Die zweite Tranche wird voraussichtlich ein Jahr nach Auszahlung der ersten zur Verfügung gestellt werden, d.h. Anfang 1987.

Die folgende Tabelle gibt eine Übersicht über die im Rahmen der Verordnungen (EWG) Nr. 682/81 und Nr. 543/85 per 31. März 1986 ausstehenden Gemeinschaftsdarlehen.

Ausstehende Gemeinschaftsdarlehen

Schuldnerland	US-Dollar	D-Mark	Schweizer Franken	ECU
	Millionen			
Frankreich .....	2740	—	—	150
Griechenland .....	150	500	227	350
Zusammen .....	2890	500	227	500

## 2. Verrechnungssystem für private ECU

Im Februar 1986 willigte die Bank ein, die Aufgaben eines Agenten für das von der ECU Banking Association für private ECU errichtete Verrechnungs- und Saldenausgleichssystem zu übernehmen. Sie unterzeichnete am 21. März 1986 ein Abkommen dieses Inhalts mit der ECU Banking Association. Es ist damit zu rechnen, daß das Verrechnungssystem im Laufe des Geschäftsjahres 1986/87 nach Klärung der technischen Einzelheiten Wirksamkeit erlangt.

1. Im Februar 1983 trat eine Arbeitsgruppe, die unter der Obhut der Kommission der Europäischen Gemeinschaften von einer Geschäftsbankengruppe und der Europäischen Investitionsbank eingerichtet worden war, an die Bank mit der Absicht heran, ein Verrechnungssystem für Geschäfte in privater ECU zu errichten. Nach Beratungen mit dem Ausschuß der Zentralbankpräsidenten der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft wurde beschlossen, unter der Bedingung mit den Banken in Verhandlungen einzutreten, daß das geplante System ausschließlich im Rahmen der Beziehungen zwischen der BIZ und den Geschäftsbanken bleibt, bestehende Kapitalverkehrsbestimmungen nicht verletzt und nicht in Konflikt mit den geldpolitischen Zielen der beteiligten Länder steht.

Die eigentlichen Verhandlungen begannen im Juni 1984, und es wurde ein Verrechnungssystem entwickelt, das im März 1986 endgültig angenommen wurde.

2. Struktur und Arbeitsweise des Verrechnungssystems beruhen auf drei Institutionen:

- Einer ECU Banking Association, die mit dem allgemeinen Ziel, Geschäfte in privater ECU zu fördern, und dem speziellen Zweck, ein Verrechnungs- und Saldenausgleichssystem für ECU zu betreiben, errichtet wurde. Die Mitgliedschaft in dieser Vereinigung steht Banken offen, die ihren Hauptsitz oder eine Niederlassung in einem EG-Land haben und ein hinreichendes Interesse am Ausbau von ECU-Transaktionen zeigen; Mitgliedsbanken, die bestimmten, von der BIZ und der ECU Banking Association festgelegten Kriterien entsprechen, können zu Clearingbanken designiert werden. Diese Kriterien, die sich hauptsächlich auf den Umfang der am ECU-Markt getätigten Geschäfte beziehen, gestatten jedoch jedem EG-Land, durch wenigstens eine seiner Banken vertreten zu sein.

- Dem Datenaustauschzentrum, S.W.I.F.T., das benutzt werden soll, um die Verrechnungen auf technischer Ebene abzuwickeln. In der Praxis wird jede Clearingbank direkt am zentralen Verrechnungscomputer angeschlossen sein.
- Der BIZ, die im Auftrag der Clearingbanken als Saldenausgleichsbank des Verrechnungssystems tätig sein wird. Sie wird von den Clearingbanken ECU-Einlagen entgegennehmen, und die Endverrechnungssalden werden über diese Konten beglichen.

In der Praxis wird das System wie folgt funktionieren:

- Die BIZ wird als Agent der Clearingbanken in deren Namen Verrechnungskonten eröffnen und führen.
- Jede Clearingbank wird zudem bei der BIZ ein ECU-Sichtkonto eröffnen.
- Die Clearingbanken werden an jedem Geschäftstag in der Lage sein, einander über das Datenaustauschzentrum Zahlungsaufträge in ECU zu übermitteln. Da es sich um ein geschlossenes System handeln wird, d.h. die Summe der Haben-Operationen muß jener der Soll-Operationen entsprechen, werden in Schuldnerposition befindliche Clearingbanken in der Lage sein, von Gläubigerbanken ECU-Mittel zu erhalten.
- Um die Restsalden abzurechnen, wird die BIZ, nachdem sie festgestellt hat, daß alle Soll-Verrechnungssalden durch die Haben-Salden der ECU-Sichtkonten der jeweiligen Bank gedeckt sind, die Saldenausgleichstransaktionen durchführen.

Die anfänglich begrenzte Zahl der zur Teilnahme am System zugelassenen Clearingbanken wird in der Folge schrittweise erhöht werden.

### 3. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank vom 31. März 1986 stehen, mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen, am Ende dieses Berichts. Beide sind in Goldfranken\* erstellt.

Die Bilanzsumme per 31. März 1986 betrug	GFr. 26 558 446 075
gegenüber einer Vorjahressumme von	GFr. 22 851 917 382
Der Zuwachs von	GFr. 3 706 528 693

(16%) lag beträchtlich über denen der vorangegangenen Geschäftsjahre (s. nachstehende Tabelle). Ein Großteil dieser Zunahme beruht auf dem deutlichen Anstieg des Goldfrankenwerts der auf andere Währungen als US-Dollar lautenden Komponenten der Bilanz.

\* Der Goldfranken (abgekürzt GFr.) entspricht 0,290 322 58 ... Gramm Feingold – Artikel 4 der Statuten. Aktiva und Passiva in US-Dollar werden zu US-\$ 208 je Feinunze Gold (entspricht 1 Goldfranken = US-\$ 1,941 49 ...) umgerechnet, alle anderen auf Währungen lautenden Bilanzposten zu den Marktkursen gegenüber dem US-Dollar.

Die Höherbewertung der betreffenden Währungen hielt – mit Ausnahme vom März 1986 – das ganze Geschäftsjahr über entsprechend der Entwicklung auf den Devisenmärkten an.

**BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf Geschäftsjahren**

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Bilanzsumme	Veränderung gegen Vorjahr	
	Millionen Goldfranken		Prozent
1982	19057	- 669	- 3
1983	20358	+ 1301	+ 7
1984	21276	+ 918	+ 5
1985	22852	+ 1576	+ 7
1986	26558	+ 3706	+ 16

Die monatlichen Bewegungen der real verfügbaren Mittel waren in der ersten Hälfte des Geschäftsjahres gering; danach gab es sehr viel stärkere Schwankungen in beide Richtungen.

Die Bilanzsumme erreichte am 28. Februar 1986 mit GFr. 27 873 Mio. den höchsten Stand und ging dann im letzten Monat des Geschäftsjahres zurück.

In der Bilanz sind nicht enthalten:

- die für Zentralbanken und andere Einleger verwahrten Wechsel und sonstigen Wertpapiere;
- die Werte, die die Bank aufgrund ihrer Funktionen (als Pfandhalter oder Treuhänder) im Zusammenhang mit internationalen Anleihen verwahrt oder verwaltet;
- Buchungsvorgänge, die sich, wie oben in Abschnitt 1 beschrieben, aus der Tätigkeit der Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit ergeben;
- das für Rechnung von verschiedenen Einlegern verwahrte Gold. Dieser Posten belief sich am 31. März 1986 umgerechnet auf GFr. 1 155 Mio. (verglichen mit GFr. 1 164 bzw. 1 232 Mio. am Ende der beiden vorangegangenen Geschäftsjahre).

**PASSIVA (MITTELAUFKOMMEN)**

**BIZ: Struktur der Passiva in den letzten fünf Geschäftsjahren**

(nach Verwendung des Reingewinns aus dem Geschäftsjahr gemäß Vorschlag an die ordentliche Generalversammlung)

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Eingezahltes Kapital, Reserven	Fremdmittel	Verschiedene Passiva	Bilanzsumme
	Millionen Goldfranken			
1982	987	17 778	292	19 057
1983	1 037	18 987	334	20 358
1984	1 088	19 805	383	21 276
1985	1 143	21 323	386	22 852
1986	1 204	24 684	670	26 558

## A. Kapital, Reserven und verschiedene Passiva

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

Das genehmigte Kapital ist mit GFr. 1500 Mio. unverändert geblieben; ebenso das begebene Kapital, das aus 473 125 zu 25% eingezahlten Aktien besteht.

b) **Reserven**

Die nachstehend erläuterten Veränderungen der verschiedenen Reservefonds sind als Abschnitt I in der am Schluß dieses Berichts enthaltenen Übersicht aufgeführt.

1. *Gesetzlicher Reservefonds* GFr. 30 070 313

Dieser Fonds hat bereits 1971 die in Artikel 51(1) der Statuten festgelegte Höchstgrenze von 10% des damals eingezahlten Kapitals erreicht und sich seither nicht mehr verändert.

2. *Allgemeiner Reservefonds*

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 24,4 Mio. aus dem Reingewinn von 1985/86 (gemäß Artikel 51(3) der Statuten) GFr. 523 952 793  
verglichen mit vorher GFr. 499,6 Mio.

3. *Besonderer Dividenden-Reservefonds* GFr. 21 530 055

Dieser Fonds hat sich seit Ende des Geschäftsjahres 1981/82 nicht verändert.

4. *Freier Reservefonds*

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 36,6 Mio. aus dem Reingewinn von 1985/86 GFr. 332 930 236  
verglichen mit vorher GFr. 296,3 Mio.

Nach der Verwendung des Reingewinns von 1985/86 betragen die gesamten Reserven der Bank somit GFr. 908 483 397  
und weisen damit einen Zuwachs von GFr. 61 Mio. auf.

c) **Verschiedenes** GFr. 651 824 211

verglichen mit vorher GFr. 373 Mio.

Im Geschäftsjahr 1984/85 war diese Position nahezu unverändert geblieben, während sie im abgelaufenen Jahr einen starken Anstieg um GFr. 279 Mio. aufwies.

Wie bereits erwähnt, waren die auf andere Währungen als US-Dollar lautenden Posten durch den Anstieg des Goldfrankenwerts der betreffenden Währungen beeinflusst. Derselbe Einfluß berührte auch die Position „Verschiedenes“.

d) **Gewinn- und Verlustrechnung** GFr. 80 171 806  
(vor Gewinnverwendung)

Dieser Betrag ist der Reingewinn aus dem Geschäftsjahr 1985/86.

Die detaillierten Vorschläge zur Verwendung des Reingewinns gemäß Artikel 51 der Statuten sind im Teil 4 dieses Kapitels enthalten. Sie sehen die Verwendung von GFr. 19 171 806 (Vorjahr: GFr. 13 366 633) für die am 1. Juli 1986 zu zahlende Dividende von SFr. 155 je Aktie vor; die Dividendensumme erscheint auf der Passivseite der Bilanz. Im Jahr 1985 betrug die Dividendenzahlung je Aktie SFr. 145.

## B. Fremdmittel

In den beiden folgenden Tabellen sind die Fremdmittel der Bank nach *Herkunft* bzw. *Sachkategorie* und *Laufzeit* gegliedert.

BIZ: Fremdmittel (Herkunft)

	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1985	1986	
Millionen Goldfranken			
Einlagen von Zentralbanken .....	21 104	23 836	+ 2 732
Einlagen von anderen Einlegern .....	219	848	+ 629
Zusammen .....	21 323	24 684	+ 3 361

Der Anstieg der Bilanzsumme war vornehmlich auf die Zunahme der Fremdmittel zurückzuführen. Die Einlagen von Zentralbanken erhöhten sich um 13%, und die Einlagen von „anderen Einlegern“ zeigten, hauptsächlich aufgrund des Zugangs neuer Einlagen von internationalen Organisationen, prozentual ein sogar noch ausgeprägteres Wachstum.

Entsprechend verringerte sich der Anteil der Einlagen von Zentralbanken von 99% am 31. März 1985 auf 96,6% am Ende des abgelaufenen Geschäftsjahres.

BIZ: Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeiten)

Laufzeit	Goldeinlagen			Währungseinlagen			Insgesamt		
	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1985	1986		1985	1986		1985	1986	
Millionen Goldfranken									
Auf Sicht .....	4 314	4 426	+ 112	312	924	+ 612	4 626	5 350	+ 724
Bis zu 3 Monaten ..	78	10	- 68	15 238	18 611	+ 3 373	15 316	18 621	+ 3 305
Mehr als 3 Monate	-	-	-	1 381	713	- 668	1 381	713	- 668
Zusammen ...	4 392	4 436	+ 44	16 931	20 248	+ 3 317	21 323	24 684	+ 3 361

Sämtliche in dieser Tabelle ausgewiesenen Veränderungen lassen eine Grundtendenz zu kürzeren Laufzeiten bei den als Termineinlagen erhaltenen Mitteln erkennen. Während der Anteil der Sichteinlagen mit 21,7% unverändert blieb, stieg jener der Einlagen bis zu drei Monaten von 71,8 auf 75,4%; der Anteil der Einlagen von mehr als drei Monaten sank demgegenüber auf nicht mehr als 2,9 gegenüber 6,5% am 31. März 1985.

Während sich die Einlagen insgesamt erhöhten, ging der Anteil der in der Form von Gold verfügbaren Mittel von 20,6 auf 18% zurück; entsprechend erhöhte sich der Anteil der Währungseinlagen von 79,4 auf 82%.

a) Goldeinlagen GFr. 4 435 521 350  
 verglichen mit GFr. 4 392 Mio. ein Jahr zuvor, was einem Anstieg um GFr. 44 Mio. entspricht.

Die Zunahme der Sichteinlagen glich den Rückgang der Termineinlagen voll aus und spiegelt darüber hinaus einen Nettozugang von Gold wider.

b) Währungseinlagen GFr. 20 247 742 186  
 verglichen mit GFr. 16 931 Mio. ein Jahr zuvor, was einem Anstieg um GFr. 3 317 Mio. (19,6%) entspricht. Die Neueinlagen lauteten hauptsächlich auf US-Dollar.

Die Zunahme dieser Position beruhte vorwiegend auf dem Zugang von bis zu drei Monaten eingelegten Mitteln. Auch die Sichteinlagen erhöhten sich, während die Einlagen von mehr als drei Monaten abnahmen.

**AKTIVA (MITTELVERWENDUNG)**

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

**BIZ: Aktiva (Sachkategorien)**

Aktiva	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	
	1985	1986		
Millionen Goldfranken				
Kassenmittel				
Gold .....	5 021	5 071	+ 50	
Währungen .....	5	10	+ 5	+ 55
Schatzwechsel				
Währungen .....		453		+ 466
Terminguthaben und Kredite				
Gold .....	77	81	+ 4	
Währungen .....	14 594	17 959	+ 3 365	+ 3 369
Sonstige Wertpapiere				
Währungen .....		2 685		- 179
Zusammen				
Gold .....	5 098	5 152	+ 54	
Währungen .....	17 737	21 394	+ 3 657	+ 3 711

a) Gold GFr. 5 071 339 196  
 verglichen mit vorher GFr. 5 021 Mio.

Die Zunahme um GFr. 50 Mio. spiegelt die Nettoneueinlagen von Zentralbanken einerseits und die netto am Markt getätigten Goldanlagen andererseits wider.

b) Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken GFr. 10 349 300  
 verglichen mit vorher GFr. 5,2 Mio.

c) Schatzwechsel GFr. 919 176 628  
 verglichen mit vorher GFr. 453 Mio., womit sich der Schatzwechselbestand  
 im abgelaufenen Geschäftsjahr mehr als verdoppelte.

Die betreffenden Schatzwechsel wurden an verschiedenen Märkten gekauft  
 und lauteten überwiegend auf US-Dollar und D-Mark.

d) Terminguthaben und Kredite GFr. 18 039 462 503  
 verglichen mit vorher GFr. 14 671 Mio., was einen beachtlichen Zuwachs von  
 GFr. 3 369 Mio. bzw. 23% ergibt.

Die Entwicklung der Anlagen in Währungen war das Ergebnis einer Zunahme  
 der verfügbaren Mittel. Das Ausmaß des Anstiegs (GFr. 3 365 Mio.) ist auch davon  
 beeinflusst, daß der Internationale Währungsfonds die ihm von der Bank 1984 in  
 Höhe von SZR 2 505 Mio. eingeräumte Fazilität in Anspruch nahm.

e) Sonstige Wertpapiere GFr. 2 506 303 807  
 verglichen mit vorher GFr. 2 685 Mio., was ein geringer Rückgang von  
 GFr. 179 Mio. ist.

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

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

Restlaufzeit	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1985	1986	
Millionen Goldfranken			
Bis zu 3 Monaten .....	14077	17459	+3382
Mehr als 3 Monate .....	3279	3087	- 192
Zusammen .....	17356	20546	+3190

Entsprechend den Verschiebungen bei den Laufzeiten der Fremdmittel ergab  
 sich eine Zunahme der Anlagen bis zu drei Monaten, während das Volumen der  
 längerfristigen Anlagen zurückging.

Folglich beliefen sich am Ende des Geschäftsjahres die Transaktionen bis zu  
 drei Monaten auf 85% und die längerfristigeren auf 15% der Gesamtanlagen  
 (gegenüber 81,1 bzw. 18,9% am 31. März 1985).

f) Verschiedenes GFr. 11 814 640  
 verglichen mit vorher GFr. 16,5 Mio.

#### Goldtermingeschäfte

Diese Geschäfte erscheinen in der Bilanz in Anmerkung 2. Sie ergaben einen  
 negativen Saldo von GFr. 54 494 512  
 verglichen mit einem zuvor ebenfalls negativen Saldo von GFr. 44,3 Mio. Der

Anstieg dieses Saldos beruhte hauptsächlich auf der Zunahme des Gewichts des in Verbindung mit Swappeschäften per Kasse gegen Währungen erhaltenen Goldes.

#### 4. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1986 abgelaufene 56. Geschäftsjahr schloß mit einem Geschäftsertrag von GFr. 81 718 965 (im Vorjahr: GFr. 71 206 434). Das verbesserte finanzielle Ergebnis des Berichtsjahres ist im wesentlichen darauf zurückzuführen, daß der Bank ein größeres Mittelvolumen zu Anlagezwecken zur Verfügung stand, wobei das Zinsniveau nur geringfügig niedriger lag als im Geschäftsjahr 1984/85.

Der Geschäftsertrag wird abzüglich der GFr. 17 649 171 betragenden Verwaltungskosten ausgewiesen, die sich im Jahr davor auf GFr. 14 140 343 belaufen hatten; in der Zunahme schlägt sich teilweise der steigende Goldfrankenwert des Schweizer Frankens im Jahresverlauf nieder – der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank anfallen; in Schweizer Franken gerechnet erhöhten sich die gesamten Verwaltungskosten um etwa 11%.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, GFr. 1 547 159 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten zuzuweisen. Nach dieser Zuweisung verbleibt ein Reingewinn von GFr. 80 171 806 gegenüber GFr. 68 366 633 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. 80 171 806 wie folgt zu verwenden:

1. GFr. 19 171 806 zur Zahlung der Dividende von SFr. 155 je Aktie;
2. GFr. 24 400 000 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
3. GFr. 36 600 000 – 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 1986 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1986 im Aktienregister der Bank eingetragen sind.

Die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung sowie eine Aufstellung über die Veränderung der Reserven der Bank während des Geschäftsjahres finden sich am Ende dieses Berichts. Der Rechnungsabschluß wurde von der Firma Price Waterhouse & Co., Zürich, geprüft, die bestätigt hat, daß die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung einschließlich der diesbezüglichen Anmerkungen – auf der in Anmerkung 1 beschriebenen Grundlage – eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1986 und ihres Gewinns für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr geben. Der Bestätigungsvermerk steht am Ende der Bilanz.

## **5. Die Bank als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrags mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl (EGKS) und als Treuhänder für internationale Staatsanleihen**

Im Geschäftsjahr 1985/86 hat die Bank in ihrer Eigenschaft als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrags mit der EGKS für die Bedienung der einzigen nach diesem Vertrag noch umlaufenden Anleihe – der lfr. 100 000 000 5¼% Gesicherten Anleihe (15. Serie) 1961/86 – den Gegenwert von ca. GFr. 85 000 entgegengenommen. Der erhaltene Betrag deckte die Zins- und Kapitalfälligkeiten bis zum 16. Januar 1986, dem Zeitpunkt der Endfälligkeit, ab.

Was die Treuhänderfunktionen der Bank in bezug auf die von der Regierung der Bundesrepublik Deutschland in Ausführung des Londoner Abkommens über deutsche Auslandsschulden vom 27. Februar 1953 ausgegebenen neuen Schuldverschreibungen der Internationalen Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe) angeht, wird auf die Seiten 178 und 179 des 50. Jahresberichts verwiesen.

Die Bank wurde auch als Treuhänder für die anerkannte Schuldverschreibung der Internationalen Bundesanleihe der Republik Österreich 1930 tätig; im Dezember 1985 zahlte der Treuhänder an die Republik Österreich gemäß Artikel XXIV der Allgemeinen Schuldverschreibung vom 30. Juni 1930 sämtliche Beträge zurück, die von Inhabern umlaufender anerkannter Schuldverschreibungen und Zinsscheine nicht geltend gemacht worden waren.

## **6. Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion**

In der Verwaltungsratssitzung vom 10. September 1985 gab der Vorsitzende bekannt, daß Herr Michael J. Balfour in Kürze aus der Bank von England ausscheiden und in den Ruhestand treten und deshalb sein Amt als Stellvertreter von Herrn Leigh-Pemberton, Gouverneur der Bank von England, zur Verfügung stellen werde. Der Vorsitzende sprach Herrn Balfour die Anerkennung der Bank für seine außerordentlich wertvolle, während mehr als 13 Jahren geleistete Arbeit aus.

In der darauffolgenden Verwaltungsratssitzung vom 12. November 1985 teilte der Vorsitzende mit, daß Herr Leigh-Pemberton anstelle von Herrn Balfour zu seinem Stellvertreter Herrn J. E. W. Kirby bei Abwesenheit von Herrn Loehnis ernannt hatte.

In derselben Sitzung wurde Herr Bernard Clappier, dessen Verwaltungsratsmandat am 27. November abgelaufen wäre, gemäß Artikel 27 Ziffer 2 der Statuten von Herrn Camdessus, Gouverneur der Bank von Frankreich, für eine weitere Periode von drei Jahren bis 27. November 1988 in den Verwaltungsrat berufen.

Ebenfalls in derselben Verwaltungsratssitzung teilte der Vorsitzende mit, daß Herr Clappier ihn von seinem Wunsch in Kenntnis gesetzt habe, nicht mehr als stellvertretender Vorsitzender bei Ablauf seiner Amtszeit am 27. November 1985 wiedergewählt zu werden. Der Vorsitzende drückte Herrn Clappier die tiefempfundene Dankbarkeit des Verwaltungsrates für sein außerordentlich wertvolles Wirken während seiner Amtszeit aus. In derselben Sitzung wurde Lord Richardson of

Duntisbourne zum stellvertretenden Vorsitzenden des Verwaltungsrats für eine Periode von drei Jahren bis 27. November 1988 gewählt.

Herr Pierre Languetin, dessen Verwaltungsratsmandat am 31. März 1986 abgelaufen wäre, wurde in der Verwaltungsratssitzung vom 11. März 1986 gemäß Artikel 27 Ziffer 3 der Statuten für weitere drei Jahre bis 31. März 1989 wiedergewählt.

Was die Direktion der Bank anbelangt, so ernannte der Verwaltungsrat in der Sitzung vom 14. Mai 1985 Herrn Marten de Boer mit Wirkung vom 1. September 1985 zum Direktor in der Bank.

Herr Dr. Warren D. McClam, der im Februar 1954 in die BIZ eingetreten und seit April 1981 Direktor in der Währungs- und Wirtschaftsabteilung war, trat Ende Juni 1985 in den Ruhestand. In der Verwaltungsratssitzung vom 10. Juni 1985 sprach der Vorsitzende Herrn Dr. McClam den Dank aller Verwaltungsratsmitglieder für sein wertvolles Wirken während mehr als 31 Jahren im Dienste der Bank aus.

In der Verwaltungsratssitzung vom 9. Juli 1985 gab der Vorsitzende die Ernennung von Herrn Dr. Josef R. Bisignano zum Beigeordneten Direktor mit Wirkung vom 1. November 1985 bekannt.

Herr Maurice Toussaint, der im Juli 1971 als Direktor in die Bankabteilung der BIZ eingetreten war, trat Ende Februar 1986 in den Ruhestand. In der Verwaltungsratssitzung vom 11. Februar 1986 brachte der Vorsitzende Herrn Toussaint die Anerkennung der Bank für seine während fast 15 Jahren für die Bank geleistete verdienstvolle Tätigkeit zum Ausdruck.

Am 31. März 1986 trat Herr Roger G. Stevenson, Stellvertretender Direktor in der Bankabteilung, nach mehr als 23 Jahren treuen Diensten für die Bank in den Ruhestand. Der Vorsitzende würdigte seine Verdienste in der Verwaltungsratssitzung vom 11. März 1986.

In derselben Verwaltungsratssitzung teilte der Vorsitzende mit, daß die Bank beschlossen hatte, Herrn M. G. Dealtry, Direktor, in Anerkennung seiner langjährigen Erfahrung und bedeutenden Rolle bei der Leitung der Abteilung mit Wirkung vom 1. April 1986 den Titel eines Stellvertretenden Chefs der Währungs- und Wirtschaftsabteilung zu verleihen und Herrn Dr. G. Baer, ebenfalls mit Wirkung vom 1. April 1986, zum Beigeordneten Direktor zu befördern.

## SCHLUSSBEMERKUNGEN

Was ragt besonders hervor, wenn man die Entwicklungen der jüngsten Zeit betrachtet, und wie geht es weiter? Der günstige Verlauf im letzten Jahr und in den ersten Monaten dieses Jahres berechtigt sicher zu der Hoffnung, daß die vielen noch bestehenden Probleme, wenn nicht gelöst, so doch in ihrer Bedeutung gemindert werden können. Diese Hoffnung ist jedoch nur insoweit begründet, wie die günstigen Entwicklungen nicht bloßen Zufälligkeiten zuzuschreiben waren, sondern einer wiedergewonnenen Vitalität der Volkswirtschaften selbst und einem Erstarren der Marktkräfte und/oder einer guten nationalen wie internationalen Wirtschaftspolitik.

Hält man nach Bereichen Ausschau, in denen den Wirtschaftspolitikern der Industrieländer glückliche Umstände zu Hilfe gekommen sein könnten, so scheint nur ein Feld in Frage zu kommen: das der Rohstoffpreise, namentlich der Ölpreise. Für die Industrieländer sticht der Ölpreisrückgang als günstige Entwicklung hervor: Er brachte eine allgemeine Senkung der Energiepreise, führte zu einer weiteren, recht beträchtlichen Verringerung der Preissteigerungsraten und wird dem wirtschaftlichen Wachstum tendenziell Auftrieb geben. Das OPEC-Kartell war länger, als viele Beobachter Ende 1973 erwartet hatten, in der Lage, die Ölpreise auf einem hohen Niveau zu halten, von den weiteren drastischen Preiserhöhungen zwischen 1979 und 1981 gar nicht zu reden. Das Kartell brach schließlich aus zwei Gründen zusammen: erstens wegen des stetig steigenden Angebots aus Quellen außerhalb der OPEC und zweitens wegen der Einsparungen beim Brennstoffverbrauch, die erzielt wurden, weil man dem Preismechanismus freies Spiel gewährte. Es ist nicht zu bestreiten, daß diese Entwicklung einige zufällige Elemente enthielt, was Umfang und Zeitpunkt betrifft. Trotzdem war der Ölpreisrückgang Teil des allgemeinen Desinflationsprozesses und daher indirekt der Antiinflationpolitik zuzuschreiben, die in wichtigen Ölverbraucherländern betrieben wurde. Was über die Rolle des Preisdämpfungsprozesses im Falle des Öls gesagt werden kann, trifft im Grunde auch auf andere Rohstoffe zu, obwohl die Schwankungen der Weltnachfrage in den großen Fluktuationen der sonstigen Rohstoffpreise wegen typischer Angebotsstarrheiten in Verbindung mit langen Ausreifungszeiten und autonomer Angebotsvariationen deutlich verstärkt widerspiegelt werden.

Berücksichtigt man den Zufallscharakter von Umfang und Zeitpunkt des Ölpreisrückgangs, dann ist der Erfolg an der Inflationfront allerdings nicht so vollständig, wie es aufgrund der gegenwärtigen Zahlen den Anschein hat. In dieser Beziehung hat der Ölpreissturz durchaus auch negative Seiten, da er die Aufmerksamkeit von den kostensteigernden Elementen ablenkt, die noch immer in praktisch allen Volkswirtschaften am Werk sind. Die Geldpolitik könnte zu weit gelockert und ein übermäßiges monetäres Wachstum toleriert werden, ungeachtet der überwältigenden Evidenz, die auf die Gefahr hinweist, daß dies mittelfristig die Inflation wieder entfachen wird. Auch in anderer Hinsicht ist der Ölpreisrückgang von eher zweifelhaftem Nutzen: Die niedrigen Ölpreise führen zu einer ernsthaften

Verschärfung der Probleme hochverschuldeter Ölexportländer. Allgemeiner ausgedrückt: Schwache Rohstoffpreise verändern die Terms of trade zuungunsten der Entwicklungsländer und verstärken damit die bestehenden Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft (auf die wir später noch zurückkommen werden).

Gleichwohl, um zu unseren früheren Überlegungen zurückzukehren, ragt der Erfolg an der Inflationsfront als ein Beispiel dessen heraus, was erreicht werden kann, wenn die richtige Politik mit Beharrlichkeit und dem nötigen Geschick durchgesetzt wird. Noch vor ein paar Jahren hätten nur wenige einen solchen Erfolg für möglich gehalten. Berechtigt dieses Beispiel zu Optimismus bezüglich der noch bestehenden Probleme, besonders dem der Arbeitslosigkeit? In den USA hat es in den letzten Jahren in der Tat ein Beschäftigungswunder gegeben; die Arbeitslosenquote ging trotz des starken Wachstums des Arbeitskräftepotentials zurück. Die Europäer, diese Entwicklung vor Augen, sahen freilich wenig Hoffnung, sie kopieren zu können. Die hohe regionale und berufliche Mobilität der Arbeitskräfte und das differenzierte Lohnniveau in den Vereinigten Staaten bilden einen starken Kontrast zu den tief verwurzelten Strukturen in Europa. Es gibt auch Elemente des amerikanischen Beschäftigungswunders, wie das niedrige Produktivitätswachstum, die trotz ihrer vorteilhaften Arbeitsmarkteffekte für sich genommen nicht sehr wünschenswert sind. Man kann noch immer davon ausgehen, daß Wachstum Beschäftigungseffekte hat; in vielen europäischen Ländern ist die Arbeitslosigkeit jedoch zu hoch, um beim gegenwärtigen Wachstumstempo auf diesem Wege substantiell verringert zu werden. Doch warum bemüht man sich nicht um wesentlich höhere Wachstumsraten, als sie gegenwärtig erzielt werden, da nun das Inflationsproblem gemeistert zu sein scheint? Diese Frage wird vermutlich in der nahen Zukunft im Mittelpunkt der wirtschaftspolitischen Debatten auf nationaler wie internationaler Ebene stehen. Sie ist von einer tiefen Kontroverse über die Wirksamkeit gesamtwirtschaftlicher Politik begleitet. Das eine Extrem bildet die Überzeugung, daß die Politik eine allumfassende Rolle zu spielen hat, und das andere die rein negative Sicht: Je weniger sich die Politik einmischt, desto besser für die Wirtschaft. Während beide Kredos lautstarke Apostel haben, vertreten die meisten Wirtschaftspolitiker und Theoretiker eine Art mittlerer Position; sie stimmen darin überein, daß die Politik eine positive Rolle zu spielen hat, gestehen aber zu, daß Wirtschaftswachstum nicht einfach auf Kommando herbeigeführt werden kann. Sie sind sich auch bewußt, daß Wachstum nicht nur einen quantitativen Aspekt hat; worauf es ihnen ankommt, ist Wachstum, das sich selbst trägt, und nicht Wachstum, das lediglich gestiegene Staatsausgaben widerspiegelt.

Das Vorhandensein hoher Arbeitslosigkeit befreit deshalb jene, die eine solche Zwischenposition einnehmen, nicht davon, zu fragen, ob höhere reale Zuwachsraten tatsächlich kurzfristig erzielbar sind und, wenn ja, ob dies mit Mitteln getan werden kann, die die Aussichten für Wachstum und Stabilität auf mittlere Sicht nicht beeinträchtigen. Wirtschaftspolitische Erfahrungen seit den frühen siebziger Jahren und die ausgedehnten Diskussionen über die relative Bedeutung von Nachfragesteuerung und Angebotspolitik haben reichliche Evidenz dahingehend erbracht, daß ein Herauskommen aus der Arbeitslosigkeit durch staatliche Ausgaben schlicht nicht die Lösung ist. Die BIZ hat bei der Beschäftigung mit diesen Problemen oft betont, wieviel von einer verbesserten Preis- und Lohnflexibilität abhängt, von der Förde-

rung der Arbeitskräftemobilität und der Beseitigung anderer Starrheiten, die den Wirtschaftsablauf behindern. Was jedoch auch immer in dieser Richtung getan wird, es kann die Wachstumsbedingungen nur allmählich verändern. Die Inflation mit ihren falschen Signalen für die Ressourcenallokation und der Kampf gegen die Inflation, aber auch die drastischen Verschiebungen in der internationalen Arbeitsteilung: sie alle haben ihre Spuren im Kapitalstock vieler Volkswirtschaften hinterlassen. Das ausgezehnte Produktivvermögen wieder zu erneuern, das ist eine Voraussetzung für die Anhebung des Beschäftigungsniveaus. Beschäftigungsmöglichkeiten können nicht durch staatlichen Erlaß geschaffen werden; sie können nur aus dem Wirtschaftsprozess heraus entstehen, wenn es für die Unternehmen lohnend wird, zu investieren und mehr Leute einzustellen. Ein Klima zu schaffen, das die Revitalisierung der Wirtschaft fördert, das ist es, wozu sich die meisten Wirtschaftspolitiker bekennen. Sie möchten fiskalische und monetäre Bedingungen, die helfen, Wachstumsenergien freizusetzen und strukturelle Rigiditäten und Verwerfungen zu beseitigen. Nur allzuoft hält man sich bei den tagespolitischen Entscheidungen leider nicht an dieses Konzept, obwohl es nur dadurch mit Leben erfüllt werden könnte. Im Ergebnis kommt es dann nur allzu leicht weder zur Nachfragesteuerung noch zu einer Verbesserung der Angebotsbedingungen. Internationale Diskussionen könnten gerade den vorteilhaften Effekt haben, Wirtschaftspolitiker zur Überwindung einer solchen Kluft zwischen ihren Worten und Taten zu bewegen.

Den Hintergrund solcher Diskussionen bilden natürlich die anhaltenden Zahlungsbilanzungleichgewichte zwischen den Industrieländern: hohe Leistungsbilanzüberschüsse in Japan, Deutschland und einigen anderen europäischen Ländern einerseits und ein hohes Leistungsbilanzdefizit in den USA andererseits. Es wäre nur zu verständlich, daß die Vereinigten Staaten, nachdem sie lange, und schließlich mit einigem Erfolg, über den Zusammenhang zwischen ihrem Haushaltsdefizit und ihrer Leistungsbilanzposition belehrt worden sind, nun in ähnlicher Weise für eine fiskalpolitische Abhilfe in den Überschußländern plädierten. Die in diesem Bericht (Kapitel IV) präsentierten statistischen Belege deuten in der Tat nachdrücklich darauf hin, daß ein solcher Zusammenhang besteht, wenn das Staatsdefizit Teil eines allgemeinen Ungleichgewichts zwischen Ersparnis und Investitionen ist. Allein auf der Basis von Identitäten der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung zu argumentieren, greift jedoch zu kurz, was die dahinterstehenden Marktprozesse angeht, und birgt die Gefahr in sich, ein recht mechanistisches Bild eines speziellen Problems zu zeichnen.

Was die gegenwärtigen Ungleichgewichte angeht, so zeigt sich klar, daß die Wechselkursentwicklungen ein Eigenleben entwickelt hatten und zu einem selbständigen Faktor geworden waren, der nur in einem ziemlich losen Zusammenhang mit den grundlegenden ökonomischen Bedingungen stand. Der Hauptgrund dafür war die – in amerikanischen Augen typische, in europäischen Augen recht untypische – Reaktion des Wechselkurses des US-Dollar auf die hohen Haushaltsdefizite in den USA. Das Erkennen der Rolle, welche die Wechselkursfehlentwicklungen bei der Entstehung der Leistungsbilanzungleichgewichte gespielt hatten, führte zu der New Yorker Übereinkunft der „Fünf“ im September 1985 (die mit der Baker-Initiative zum Schuldenproblem um das Attribut des wichtigsten wirtschaftspolitischen

Ereignisses des Jahres wetteifert). Wenn man die Wechselkursverzerrungen als bedeutenden Faktor hinter den gegenwärtigen Leistungsbilanzungleichgewichten betrachtet, so ist es nur folgerichtig, von ihrer Beseitigung einen substantiellen Abbau eben dieser Ungleichgewichte zu erwarten. Die seit September eingetretenen Veränderungen im Wechselkursgefüge sollten uns diesem Ziel ein großes Stück näher bringen; vielleicht genügen sie gar, es zu erreichen. Leider wirkt die Arznei nicht sofort; es gibt lange Verzögerungen und sogar Wirkungen mit falschen Vorzeichen (sogenannte J-Kurven-Effekte). Die Tatsache, daß die bedeutenden Überschußländer von den Ölpreissenkungen am meisten profitieren, arbeitet in dieselbe Richtung. Doch sollte dies nicht davon ablenken, daß ein wichtiger, vielleicht der wichtigste Schritt hin zu einem besseren Gleichgewicht zwischen den Industrieländern gemacht wurde. Letztlich kommt es nicht darauf an, sämtliche Defizite oder Überschüsse zu vermeiden, sondern darauf, exzessive, den Wirtschaftsablauf aus der Bahn werfende Ungleichgewichte zu beseitigen. Es ist jetzt erforderlich, Geduld aufzubringen und die Leistungsbilanzeffekte abzuwarten, die früher oder später eintreten werden, wie sich bei allen bedeutenden Wechselkursveränderungen seit Beginn der siebziger Jahre gezeigt hat.

Dieser Prozeß kann zweifellos durch neue Anstrengungen für eine bessere internationale Koordination der Wirtschaftspolitik zwischen den bedeutenden Ländern unterstützt werden. Wenn es auch leicht ist, sich im Prinzip darauf zu verständigen, die Wirtschaftspolitik verschiedener Länder zu koordinieren und stets die Rückwirkungen auf andere Länder zu berücksichtigen, so wird der tatsächliche Prozeß der Koordination schwierig bleiben. Nicht nur, weil die Wirtschaftspolitiker an eine unterschiedliche Klientel zu denken haben; wichtiger ist vielmehr, daß diese Rückwirkungen – von Extremfällen abgesehen – schwer zu identifizieren sind. Je größer ein Land ist, desto näher kommt es dem Modell einer geschlossenen Volkswirtschaft, und desto mehr wird es versucht sein, sich entsprechend zu verhalten. Und je kleiner ein Land ist, desto eher kann es argumentieren, daß seine Maßnahmen für die übrige Welt vernachlässigbar sind. Nur wenige Länder sind permanent in einer Position, in der sie klar erkennen können, daß das, was sie tun, für andere ebensoviel ausmacht, wie das, was andere tun, für sie selbst bedeutet. Einiger Fortschritt dürfte bei der Definition bestimmter Indikatoren und der Verständigung über ihre Verwendung erzielt werden; Indikatoren, die helfen könnten, den Prozeß der Politikkoordination auf eine objektivere Basis zu stellen. Allerdings wird kein Satz von Indikatoren die wichtigen Länder aus ihrer Verpflichtung entlassen, Fragen der internationalen Koordination der Wirtschaftspolitik zu diskutieren; nicht nur, was bestimmte technische Erfordernisse in einer gegebenen Situation angeht, sondern auch im Geiste der Bereitschaft, die heimische Politik im Lichte ihrer internationalen Auswirkungen zu überprüfen, was Wechselkursüberlegungen einschließt. Der Erfolg des EWS ist nicht in erster Linie auf den mechanischen Einsatz von Indikatoren zurückzuführen, sondern war vor allem das Ergebnis besonnener politischer Entscheidungen, Wechselkursstabilität zu einem Ziel zu erheben, dem andere Ziele wenn nötig unterzuordnen sind. Ein gutes Zeichen ist, daß die Regierungen und Notenbanken der wichtigen Länder mit frei schwankenden Wechselkursen inzwischen größere Wechselkursstabilität als eines ihrer vorrangigen wirtschaftspolitischen Ziele voll anerkannt haben.

Die neue Wechselkurskonstellation weist noch immer eine ausgeprägte kurzfristige Variabilität auf, doch ist es offenkundig, daß die beteiligten Stellen die feste Absicht haben, das Erreichte zu erhalten. Das hat jene ermutigt, die seit langem für eine Veränderung des Wechselkurssystems in Richtung geringerer Variabilität plädiert haben, insbesondere die Anhänger von Wechselkurszielzonen. Die Parteien der New Yorker Übereinkunft haben jedoch wiederholt betont, daß sie sich nicht auf Zielzonen verständigt haben. Wenn Wechselkursfehlentwicklungen so offensichtlich geworden sind, wie sie es vor dem New Yorker Treffen waren, so ist es nicht schwierig, sich darüber zu einigen, in welche Richtung sich die Wechselkurse bewegen sollten. Eine ganz andere Sache ist es dagegen, sich darüber zu verständigen, was eine Gleichgewichtsstruktur der Wechselkurse sein könnte, selbst wenn man große Bandbreiten zuläßt. Nicht einmal die Kriterien sind klar, die bei einem solchen Unterfangen anzuwenden wären. Darüber hinaus garantiert die Übereinstimmung in einem Fall nicht, daß man sich auch später rechtzeitig einigt, sollten Veränderungen notwendig werden. Diese eingebauten Beharrungstendenzen könnten dem Entstehen neuer Verzerrungen und Fehlentwicklungen Vorschub leisten. Vor allem aber gilt, daß die jüngsten Erfahrungen mit Devisenmarktinterventionen keine hinreichende Evidenz dahingehend begründen, daß die Wechselkurse stets auf diese Weise gesteuert werden können. Ihr Erfolg war von einer besonderen Konstellation verschiedener Umstände abhängig.

Wäre die Geldpolitik allein gehalten, solche Zielzonen zu verteidigen, so könnten Situationen entstehen, die im Endergebnis einem internationalen wie nationalen Gleichgewicht abträglich wären. Dies ist keine eingebildete Gefahr. Denn es gäbe eine starke Tendenz, sich auf die Geldpolitik und nicht auf andere wirtschaftspolitische Instrumente zu stützen, weil nur die Geldpolitik so schnell handeln kann, wie es Reaktionen auf Wechselkursbewegungen verlangen. Man braucht sich nur vorzustellen, was sich ergeben hätte, wenn man der übermäßigen Aufwertung des US-Dollar in den Jahren 1982 bis 1985 mit einer Beschleunigung des Geldmengenwachstums in den Vereinigten Staaten und einer Zinserhöhung in Japan und Deutschland begegnet wäre. Die Verteidigung von Zielzonen mit Mitteln aus dem ganzen Spektrum des gesamtwirtschaftlichen „policy mix“ könnte einige dieser Gefahren vermeiden, doch dafür würden sich die oben erwähnten Probleme der Koordination der Wirtschaftspolitik stellen. Das befriedigende Funktionieren eines regionalen Systems wie des EWS ist kein Beweis dafür, daß ein weltweites System stärker gesteuerter Wechselkurse etabliert werden könnte, vor allem nicht innerhalb eines relativ kurzen Zeitraums. Das EWS verbindet Länder mit größtenteils ähnlichen Strukturen und ähnlicher Größe und profitiert von der politischen Zusammenarbeit auf zahlreichen Gebieten; es enthält nicht die weltweit dominierende Reservewährung; und es dauerte Jahre, diesen Erfolg zu erreichen.

Die Verfechter von Zielzonen betrachten jedoch jeden Schritt hin zu verstärkter Koordination der Wirtschaftspolitik, wie sie in der Übereinkunft der Zehnergruppe, des Interimsausschusses und des jüngsten Wirtschaftsgipfels in Tokio zum Ausdruck kommt, als einen Schritt in ihre Richtung. Die verschiedenen Politikänderungen, die in der Berichtsperiode stattgefunden haben, können in der Tat so betrachtet werden, daß sie in ihrer Summe die Art und Weise, wie das Wechselkurssystem funktioniert, verändert haben. In fast allen wichtigen Ländern

hat das Gewicht zugenommen, das Wechselkursüberlegungen beim Vollzug der heimischen Wirtschaftspolitik beigemessen wird. Von Devisenmarktinterventionen wurde wesentlich aktiverer und besser abgestimmter (und bisher sehr erfolgreicher) Gebrauch gemacht – nicht nur, um geordnete Marktverhältnisse zu erhalten und Bewegungen der Wechselkurse durch ein „Schwimmen gegen den Strom“ abzuschwächen, sondern auch, um die Wechselkurse in eine bestimmte Richtung zu drücken. Insbesondere für die USA, dem Land mit der wichtigsten Reservewährung, bedeutet dies eine fundamentale Abkehr von der bisher verfolgten Politik. Sie gründet sich auf die Erkenntnis, daß floatende Wechselkurse ohne aktive Überwachung zu Verzerrungen führen können, die den freien internationalen Güteraustausch ernsthaft gefährden. Protektionistischen Kräften nachzugeben, die überall nicht weit unter der Oberfläche schlummern, würde all das in Frage stellen, was in dem schwierigen und langwierigen Prozeß der Problembewältigung in den letzten fünfzehn Jahren erreicht wurde.

Will man diese Überlegungen zur gegenwärtigen Wechselkursituation zusammenfassen, so ist festzustellen, daß sich die verantwortlichen Instanzen der wichtigen westlichen Industrieländer keiner leichten Aufgabe gegenübersehen. Es wird nun überall anerkannt, daß es notwendig ist, neuen größeren Fehlentwicklungen der realen Wechselkurse vorzubeugen und die vom Markt hervorgebrachten kurzfristigen Schwankungen zu glätten. Gleichzeitig haben die neue Politik der US-Administration, das geschickte Timing der New Yorker Initiative der „Fünf“ und ihr anschließender Erfolg sowie die Erkenntnis der maßgebenden Stellen, daß die Devisenmärkte nicht sich selbst überlassen werden können, Erwartungen geweckt, daß diese doppelte Zielsetzung in der Tat erreicht werden könnte. Dies erklärt die stark gestiegene Bedeutung, welche die Marktteilnehmer tatsächlichen oder vermuteten Intentionen der verantwortlichen Instanzen beimessen. Es wäre sehr schade – und könnte einen bedrohlich destabilisierenden Einfluß auf die künftige Entwicklung des Marktes haben – wenn diese Erwartungen enttäuscht würden. Andererseits ist die verfrühte Einführung selbst einer verwässerten Version der Zielzonen zu einer Zeit bedeutender Zahlungsungleichgewichte zwischen den betroffenen Ländern gefährvoll, da ein Versagen seitens der Behörden, ihren ausdrücklichen oder stillschweigenden Verpflichtungen nachzukommen, einen gleichermaßen destabilisierenden Effekt haben könnte. So ungeordnet es auch aussehen mag, ein stufenweiser Ansatz, der eine Kombination von verbalen Orientierungshilfen, Devisenmarktinterventionen sowie sichtbaren Zeichen koordinierter wirtschaftspolitischer Maßnahmen darstellt, scheint im Augenblick die einzig realistische Option zu sein, die vielleicht den Weg bereitet, längerfristig mehr „organische“ Veränderungen vorzunehmen. Der Erfolg dieses Ansatzes wird jedoch wesentlich davon abhängen, ob widersprüchliche Worte und Taten unterbleiben, sowohl innerhalb als auch zwischen den wichtigen Industrieländern.

Die Ungleichgewichte zwischen den Industrieländern sind ein wichtiges Problemfeld. Ungleichgewichte zwischen Industrieländern und Entwicklungsländern sind ein anderes, das längerfristig sogar weiterreichende Konsequenzen haben könnte. Unter den Entwicklungsländern ist jenen in den letzten Jahren besondere Aufmerksamkeit zuteil geworden, die große Schulden bei privaten Banken in den Industrieländern gemacht haben. Deren Unfähigkeit, die eingegangenen Verpflichtungen

tungen zu erfüllen, war daher nicht nur ihr eigenes Problem; wegen des Umfangs der Verschuldung und der Gefahr kumulativer Zahlungseinstellungen bedeutete dies auch eine Gefahr für die finanzielle Stabilität in den Industrieländern. Als im Verlauf des Jahres 1985 die beträchtlichen Fortschritte steckenblieben, die 1984 bei der Verbesserung der Situation der Schuldnerländer gemacht worden waren, wurde offenkundig, daß es einer neuen Initiative bedurfte. Es war erforderlich, den Schuldnerländern die Hoffnung zu geben, daß es der Mühe wert sei, die Anstrengungen zur Wiederherstellung ihrer Kreditwürdigkeit fortzusetzen. Wäre dies mißlungen, so hätten massive Forderungsausfälle – die drei Jahre lang vermieden worden waren – Konsequenzen für die Kreditgeber gehabt, die eine erneute Bedrohung des Finanzsystems bedeutet hätten. Auch hier waren die Vereinigten Staaten bereit, ihren zuvor vertretenen politischen Kurs zu modifizieren, indem sie einen detaillierten Vorschlag zur Behandlung des internationalen Schuldenproblems unterbreiteten.

Der zentrale Gedanke in Finanzminister Bakers Vorschlag ist es, die seit 1982 bei der Lösung internationaler Schuldenprobleme verfolgte Einzelfallstrategie zu verbessern, was durch die Einführung struktureller Anpassungsmaßnahmen zur Förderung eines dauerhaften Wachstums in den hochverschuldeten Ländern, viele davon in Lateinamerika, geschehen soll. Diese Politik soll sowohl durch verstärkte Strukturanpassungskredite multilateraler Entwicklungsbanken als auch durch neue Finanzierungen der internationalen Bankenwelt unterstützt werden, während der Internationale Währungsfonds seine zentrale Stellung bei der Formulierung von Schuldenstrategien behalten soll. Finanzminister Bakers Vorschlag wurde von allen an der Entwicklung einer Schuldenstrategie beteiligten Parteien allgemein begrüßt. Die Schwierigkeiten, die mit dessen Umsetzung verbunden sind, sollten allerdings nicht unterschätzt werden. Die Schuldnerländer werden es politisch nicht leicht haben, strukturelle Anpassungsmaßnahmen in ihren Ländern vorzunehmen. Verstärkte Anstrengungen seitens der Entwicklungsbanken sind erforderlich, um ihre Kreditvergabe an jene Länder zu erhöhen, die bereit sind, solche Anpassungen durchzuführen; und die Geschäftsbanken werden Programme sehen wollen, die zwischen Schuldnern und internationalen Organisationen abgestimmt sind, bevor sie neue Gelder aufbringen. Darüber hinaus wird der Erfolg der Initiative nicht nur von den Bemühungen der Schuldnerländer und der Gewährung adäquater unter Auflagen gewährter Finanzierung abhängen, sondern auch davon, ob für die Exporte der Schuldnerländer angemessene Zugangsmöglichkeiten zu den Märkten der Industrienationen vorhanden sind. Dazu wird es in den Industrieländern einer fortgesetzten Strategie der Förderung inflationsfreien Wachstums und des festen Widerstands gegen protektionistischen Druck bedürfen.

Mehr als sechs Monate sind nun vergangen, seit Finanzminister Baker seinen Vorschlag verkündete. Eine Anzahl von Schuldnerländern verhandelt mit der Weltbank und der Interamerikanischen Entwicklungsbank über Strukturanpassungskredite, doch bisher ist kein Land voll auf ein von der Baker-Initiative anvisiertes Programm eingeschwenkt. Soll die Stoßkraft der Initiative nicht verlorengehen, ist es entscheidend, daß ein oder mehrere Schuldnerländer Programme so bald wie möglich in Kraft setzen, die ihre Volkswirtschaften – unterstützt von allen anderen beteiligten Parteien – auf den Weg dauerhaften Wachstums und wiedergewonnener internationaler Kreditwürdigkeit bringen.

Eine Gruppe von Entwicklungsländern, die in naher Zukunft wachsender Aufmerksamkeit bedarf, ist die der ärmsten Länder. Als Resultat von Mißgeschick und Mißwirtschaft sind viele dieser Länder nun weitgehend unfähig, sich aus der (sich häufig rasch verschlechternden) Lage zu befreien, in der sie sich befinden. Einige haben einen Punkt erreicht, wo sie nicht einmal mehr fähig sind, ihre relativ geringen Verpflichtungen gegenüber dem IWF und der Weltbank zu erfüllen, trotz der schlimmen Konsequenzen, die das für sie hat und sie zu Verfeimten des internationalen Währungssystems macht. Die neue Strukturanpassungsfazilität des IWF zielt auf diese ärmsten Länder ab. Doch die Frage, wie mit ihnen zu verfahren sei, ist extrem schwierig, ganz abgesehen von dem Problem des „moral hazard“, das stets gegenwärtig ist, wenn spezielle Bemühungen einer bestimmten Gruppe gelten.

Einerseits verstößt es gegen fest etablierte humanitäre Traditionen, jene zu vernachlässigen, die in großer Not und offenkundig unfähig sind, sich selbst zu helfen. Andererseits würde die Anwendung derselben Prinzipien auf souveräne Staaten eine Unmenge Fragen aufwerfen. Es ist schwer vorstellbar, wie die Souveränität eines Staates bewahrt werden kann, der der Behandlung in einer „Intensivstation“ bedarf. Und es ist gleichermaßen schwer zu sehen, wer die Behandlung übernehmen könnte. Keine der bestehenden internationalen Institutionen ist gerüstet, mit solchen Situationen fertig zu werden. Es gibt eine institutionelle Lücke zwischen dem IWF, der Weltbank und den regionalen Entwicklungsbanken einerseits und verschiedenen humanitären Organisationen, die sich primär mit der Hungerhilfe befassen, andererseits. Bilaterale Entwicklungshilfe scheint aus dem einen oder anderen Grund nicht in der Lage zu sein, diese Lücke zu schließen: Die traditionellen Bande zwischen einzelnen Industrieländern und Entwicklungsländern haben sich in den meisten Fällen gelockert, und keine Seite scheint geneigt, sie wieder enger zu knüpfen. Auch wenn dies keine die Aktivitäten der BIZ direkt betreffende Angelegenheit ist, so hebt sie sich doch als der vielleicht dunkelste Fleck in einem Bild der realen Weltwirtschaft ab, das ansonsten im letzten Jahr deutlich heller geworden ist.

Vor diesem Hintergrund der Hoffnungen und Sorgen, denen in diesem Bericht Ausdruck verliehen wurde, gibt es zwei Bereiche mit besonderer Bedeutung für die Politik der Zentralbanken – von der Wechselkursituation abgesehen, die bereits ausführlich erörtert wurde.

Der eine Bereich ist die ganze Serie tiefgreifender struktureller Veränderungen, die das Bankenwesen und die Finanzmärkte national wie international betreffen; Veränderungen, die wachsende Beachtung nicht zuletzt aufgrund der Forschungsergebnisse gefunden haben, die die Zentralbanken unter der Schirmherrschaft der BIZ gemeinsam erarbeitet haben. Die fortgesetzte Überwachung dieser Entwicklung, ihrer Einflüsse auf den effektiven Einsatz der Geldpolitik und ihrer potentiellen Auswirkungen auf das reibungslose Funktionieren der Finanzmärkte wird in Zentralbankkreisen der Industrieländer ein Bereich vorherrschender Sorge bleiben.

Der zweite Bereich ist die Geldpolitik selbst. Zu einer Zeit, in der die Realzinsen immer noch recht hoch erscheinen und die Erhaltung des Wachstums von überragender Bedeutung ist, könnte der willkommene Rückgang der Inflationsraten

dazu verführen, die Geldpolitik zu lockern und sie auf einem expansiveren Kurs fortzuführen. Die Währungsbehörden sollten jedoch die Für und Wider vorsichtig abwägen, bevor sie dieser Versuchung nachgeben. Erstens, weil – wie oben ausgeführt – die jüngste starke Verlangsamung des Preisauftriebs viel der anhaltenden Schwäche der Rohstoffpreise und dem Zusammenbruch der Ölpreise verdankt; keiner dieser Einflüsse wird (oder besser sollte) von Dauer sein. Würde man die Inflationsraten entsprechend bereinigen, so erschienen die Realzinsen in besserer Übereinstimmung mit historischen Erfahrungen. Zweitens, weil die Fähigkeit der Geldpolitik, die Realzinsen dauerhaft auf einem niedrigen Niveau zu halten, angezweifelt werden kann; und selbst einen kurzfristigen Rückgang zu erreichen, dürfte eine recht beträchtliche Beschleunigung des Geldmengenwachstums erfordern. Drittens sind die gegenwärtigen Wachstumsraten der Geldaggregate in einer Anzahl bedeutender Industrieländer bereits ziemlich hoch. Zugegebenermaßen ist die Interpretation des Verhaltens der Geldmengendaten in einer Periode des Inflationsabbaus nicht einfach; ebenso sei eingestanden, daß die Innovationswelle auf den Finanzmärkten die Signifikanz spezifischer Geldangebotsgrößen reduziert haben mag. Es ist jedoch entscheidend, zwischen statistischen Problemen und grundlegenden ökonomischen Zusammenhängen zu unterscheiden. Der Marktprozeß, durch den zu viel Geld letztendlich inflationäre Preissteigerungen hervorbringt, wird nicht schon dadurch außer Kraft gesetzt, daß Schwierigkeiten bei der Messung dessen bestehen, was Geld ist. Um den gegenwärtigen Kurs der Geldpolitik einzuschätzen, dürfte es erforderlich sein, verschiedene Indikatoren zu berücksichtigen, die auf eine recht entspannte Liquiditätsslage in den westlichen Industrieländern deuten: die Hausse an den Aktienbörsen, der steile Rückgang der langfristigen Zinsen, die problemlose Finanzierung umfangreicher Unternehmensübernahmen, die generelle Dynamik der Finanzmärkte und der für alle kreditwürdigen internationalen Kapitalnehmer bestehende „Schuldnermarkt“. Unter diesen Umständen müssen die Währungsbehörden bei der Erwägung weiterer diskretionärer Lockerungen der Geldpolitik die Risiken eines sich aufstauenden künftigen Inflationspotentials einkalkulieren. Dies würde die Aussichten auf dauerhaftes Wachstum und einen weiteren allmählichen, aber nachhaltigen Zinsrückgang gefährden. Diesen Zielen ist am besten gedient, wenn die Wirtschaft auf einem moderaten, aber stetigen Wachstumspfad gehalten wird.

A. LAMFALUSSY  
Generaldirektor

**BILANZ UND GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG**

**VOM 31. MÄRZ 1986**

**BILANZ VOM**

(vor und nach Verwendung)

AKTIVA

	<u>Goldfranken</u>
<b>Gold</b> ... ..	5 071 339 196
<b>Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken</b> ... ..	10 349 300
<b>Schatzwechsel</b> ... ..	919 176 628
<b>Terminguthaben und Kredite</b>	
Gold	
bis zu 3 Monaten ... ..	80 815 401
Währungen	
bis zu 3 Monaten ... ..	16 036 416 497
von mehr als 3 Monaten ... ..	<u>1 922 230 605</u>
	18 039 462 503
<b>Sonstige Wertpapiere</b>	
bis zu 3 Monaten ... ..	1 341 545 063
von mehr als 3 Monaten ... ..	<u>1 164 758 744</u>
	2 506 303 807
<b>Verschiedenes</b> ... ..	11 814 640
<b>Land, Gebäude und Geschäftsausstattung</b> ... ..	<u>1</u>
	<u><u>26 558 446 075</u></u>
Anmerkung 1: Der Goldfranken entspricht 0,29032258... Gramm Feingold – Artikel 4 der Statuten. Aktiva und Passiva in US-Dollar werden zu US-\$ 208 je Feinunze Gold (entspricht 1 Goldfranken = US-\$ 1,94149...) umgerechnet, alle anderen auf Währungen lautenden Bilanzposten zu den Marktkursen gegenüber dem US-Dollar.	
Anmerkung 2: Zu lieferndes Gold aufgrund von Termingeschäften gegen Devisen am 31. März 1986: 54 494 512 Goldfranken.	

**31. MÄRZ 1986**

des Reingewinns)

PASSIVA

	<u>Vor Verwendung</u>	<u>Nach Verwendung</u>
	<u>Goldfranken</u>	<u>Goldfranken</u>
<b>Stammkapital</b>		
Genehmigt: 600 000 Aktien von je 2500 Goldfranken	<u>1 500 000 000</u>	
Begeben: 473 125 Aktien ... ..	<u>1 182 812 500</u>	
mit 25%iger Einzahlung ... ..	295 703 125	295 703 125
<b>Reserven</b>		
Gesetzlicher Reservefonds ... ..	30 070 313	30 070 313
Allgemeiner Reservefonds ... ..	499 552 793	523 952 793
Besonderer Dividenden-Reservefonds ... ..	21 530 055	21 530 055
Freier Reservefonds ... ..	<u>296 330 236</u>	<u>332 930 236</u>
	847 483 397	908 483 397
<b>Einlagen (Gold)</b>		
Zentralbanken		
auf Sicht ... ..	4 399 310 101	
bis zu 3 Monaten ... ..	9 603 969	
Andere Einleger		
auf Sicht ... ..	<u>26 607 280</u>	
	4 435 521 350	4 435 521 350
<b>Einlagen (Währungen)</b>		
Zentralbanken		
auf Sicht ... ..	907 301 172	
bis zu 3 Monaten ... ..	17 806 532 730	
von mehr als 3 Monaten ... ..	712 810 764	
Andere Einleger		
auf Sicht ... ..	17 107 405	
bis zu 3 Monaten ... ..	<u>803 990 115</u>	
	20 247 742 186	20 247 742 186
<b>Verschiedenes</b> ... ..	651 824 211	651 824 211
<b>Gewinn- und Verlustrechnung</b> ... ..	80 171 806	—
<i>Dividende, zahlbar am 1. Juli 1986</i> ... ..	—	19 171 806
	<u>26 558 446 075</u>	<u>26 558 446 075</u>

BERICHT DER BUCHPRÜFER AN DEN VERWALTUNGSRAT UND DIE GENERALVERSAMMLUNG DER BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH, BASEL

Nach unserer Ansicht geben die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung einschließlich der diesbezüglichen Anmerkungen, auf der in Anmerkung 1 beschriebenen Grundlage, eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1986 und ihres Gewinnes für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr. Wir haben alle erbetenen Auskünfte und Erklärungen erhalten. Die Bücher der Bank wurden ordnungsgemäß geführt; die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung stimmen mit ihnen und mit den uns gegebenen Auskünften und Erklärungen überein.

Zürich, 9. Mai 1986

PRICE WATERHOUSE & CO.

## GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

### für das am 31. März 1986 abgeschlossene Geschäftsjahr

	<u>Goldfranken</u>
Nettozinsen und sonstige Einnahmen ... .. .	99 368 136
 Abzüglich: Verwaltungskosten:	
Verwaltungsrat ... .. .	227 637
Direktion und Personal ... .. .	13 013 979
Geschäfts- und Bürokosten ... .. .	<u>4 407 555</u>
<u>17 649 171</u>	<u>17 649 171</u>
 Geschäftsertrag ... .. .	 81 718 965
Abzüglich: Zuweisung an Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten ... .. .	<u>1 547 159</u>
 Reingewinn für das am 31. März 1986 abgeschlossene Geschäftsjahr ... .. .	 80 171 806
 Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:	
 Dividende: 155 Schweizer Franken auf 473 125 Aktien ... .. .	 <u>19 171 806</u>
	<u>61 000 000</u>
 Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds ... .. .	 <u>24 400 000</u>
	<u>36 600 000</u>
 Zuweisung an den Freien Reservefonds ... .. .	 <u>36 600 000</u>
	<u>—</u>
	<u>—</u>

# VERÄNDERUNG DER RESERVEN DER BANK

während des am 31. März 1986 abgelaufenen Geschäftsjahres

in Goldfranken

## I. Zusammensetzung der Reserven nach Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1985–86

	<u>Gesetzlicher Reservefonds</u>	<u>Allgemeiner Reservefonds</u>	<u>Besonderer Dividenden- Reservefonds</u>	<u>Freier Reservefonds</u>
Stand am 1. April 1985 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 1984–85	30 070 313	499 552 793	21 530 055	296 330 236
Zuzüglich: Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1985–86	<u>—</u>	<u>24 400 000</u>	<u>—</u>	<u>36 600 000</u>
Stand am 31. März 1986 laut Bilanz	<u>30 070 313</u>	<u>523 952 793</u>	<u>21 530 055</u>	<u>332 930 236</u>

## II. Dem eingezahlten Kapital und den Reservefonds per 31. März 1986 (nach Gewinnverwendung) standen gegenüber:

	<u>Eingezahltes Kapital</u>	<u>Reserven</u>	<u>Zusammen</u>
Nettoaktiva in			
Gold	295 703 125	366 435 610	662 138 735
Währungen	<u>—</u>	<u>542 047 787</u>	<u>542 047 787</u>
	<u>295 703 125</u>	<u>908 483 397</u>	<u>1 204 186 522</u>

