

BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

SIEBENUNDfÜNFZIGSTER JAHRESBERICHT

1. APRIL 1986–31. MÄRZ 1987

BASEL

15. Juni 1987

INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
Einleitung	1
I. Ungünstigere Aussichten als im letzten Jahr	3
II. Realwirtschaftliche Entwicklung und außenwirtschaftliche Anpassung	9
<p>Schwerpunkte (S. 9); günstige Rahmenbedingungen (S. 10); das Ergebnis – ein Überblick (S. 14); Analyse des Ergebnisses: Nachfrage und Produktion (S. 14): <i>Verteilung der Einkommensverbesserung, gesamtwirtschaftliche Ausgabeneigung und Zusammensetzung der Inlandsnachfrage</i> (S. 17), <i>Zusammenfassung</i> (S. 21); Analyse des Ergebnisses: Inlandspreise, Sachkapazitäten und Arbeitsmarkt (S. 22): <i>Investitionen und Sachanlagenbestand</i> (S. 23), <i>Arbeitsmarktentwicklung: Beschäftigung und Arbeitslosigkeit</i> (S. 25), <i>Flexibilität der Nominal- und Reallöhne</i> (S. 28); reale außenwirtschaftliche Anpassung (S. 30); Ungleichgewicht, Anpassung und Strategien (S. 34)</p>	
III. Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr	39
<p>Schwerpunkte (S. 39); Welthandel (S. 40); Rekordungleichgewichte in den drei größten Industrieländern (S. 43): <i>Vereinigte Staaten</i> (S. 44), <i>Japan</i> (S. 49), <i>Deutschland</i> (S. 52), <i>warum gab es keine größeren Fortschritte bei der außenwirtschaftlichen Anpassung in den drei größten Industrieländern?</i> (S. 54); Zahlungsbilanzentwicklung in den übrigen Ländern der Zehnergruppe (S. 55); Zahlungsbilanzentwicklung in anderen Ländergruppen (S. 59): <i>Industrieländer außerhalb der Zehnergruppe</i> (S. 59), <i>Osteuropa</i> (S. 60), <i>Entwicklungsländer</i> (S. 60); die Diskrepanz im Leistungsbilanzgefüge der Welt (S. 65)</p>	
IV. Entwicklungen auf den inländischen Finanzmärkten	67
<p>Schwerpunkte (S. 67); Zinssätze (S. 68); Aktienmärkte (S. 72); Finanzierungstrends (S. 74): <i>sektorale Salden</i> (S. 74), <i>Kapitalmärkte</i> (S. 76), <i>Kursgewinne bei Aktien und Ersparnis der privaten Haushalte</i> (S. 79); der Anstieg der sektoralen Verschuldung (S. 80): <i>öffentliche Verschuldung: Politik und Perspektiven</i> (S. 80), <i>Anstieg der privaten Verschuldung – ein Anlaß zur Sorge?</i> (S. 83); neuste Entwicklungen bei der Liberalisierung der Finanzmärkte – Nutzen, Kosten und Regulative (S. 87): <i>neuste Entwicklungen auf den Finanzmärkten; Liberalisierung und Innovation</i> (S. 87), <i>Liberalisierung der Finanzmärkte: Nutzen und Kosten</i> (S. 91), <i>Anpassungen bei der Marktreglementierung</i> (S. 94)</p>	
V. Internationale Finanzmärkte	97
<p>Schwerpunkte (S. 97); das Gesamtbild (S. 98); der internationale Bankensektor (S. 104): <i>die Entwicklung der Gesamtaggregate</i> (S. 104), <i>Herkunft und Verwendung internationaler Bankmittel</i> (S. 105), <i>Entwicklung der Geschäftstätigkeit der berichtenden Banken mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets</i> (S. 107), <i>Entwicklung an den einzelnen Bankplätzen</i> (S. 110), <i>die Nationalitätenstruktur des internationalen Bankgeschäfts</i> (S. 112), <i>Währungsanteile im internationalen Bankgeschäft und Wachstum des ECU-Marktes</i> (S. 113), <i>der Konsortialkreditmarkt</i> (S. 115); die internationalen Wertpapiermärkte (S. 116): <i>der kurzfristige Sektor</i> (S. 116), <i>der langfristige Sektor</i> (S. 118); die Schuldenlage (S. 123)</p>	

VI. Geldpolitik und außenwirtschaftliche Zwänge 131

Schwerpunkte (S. 131); Geldpolitik auf der Grundlage von Geldmengenzielen (S. 132): monetäre Zielvorgaben und Ergebnisse im Jahr 1986 (S. 132), das Verhalten der Umlaufgeschwindigkeit und die Rolle der Zinssätze (S. 138), Geld- und Kreditexpansion und internationale Kapitalbewegungen (S. 142); Geldpolitik bei wechselndem Grad außenwirtschaftlicher Zwänge: das Management flexibler Wechselkurse (S. 144): wirtschaftspolitisches „Mischungsverhältnis“ und Wechselkursentwicklung (S. 145), Veränderungen der relativen Preise und der Wechselkursrichtwerte (S. 146), geldpolitische Wechselwirkungen und „Koordination“ (S. 147); Geldpolitik mit expliziten Wechselkurszielen (S. 150): Geldpolitik in den EWS-Ländern (S. 150), geldpolitische Ziele für effektive Wechselkurse (S. 153), Verknüpfung von Geldmengen- mit Wechselkurszielen (S. 154), Geldpolitik und zunehmende Öffnung der Finanzmärkte (S. 155); Geldmarktsteuerung und außenwirtschaftliche Hemmnisse (S. 156): Änderungen beim geldpolitischen Instrumentarium (S. 156), spezielle Instrumente zur Entschärfung des Konflikts zwischen inneren und äußeren Zielen (S. 158), der Einfluß außenwirtschaftlicher Zwänge auf den Einsatz der Instrumente (S. 159), außenwirtschaftliche Zwänge und die Effektivität der Zinspolitik (S. 161); Geldpolitik im Rahmen der allgemeinen Wirtschaftspolitik (S. 162)

VII. Internationales Währungssystem 163

Schwerpunkte (S. 163); allgemeine Entwicklung der Wechselkurse (S. 164): längerfristige Betrachtungen (S. 172); Erhebung über die Devisenmärkte im März 1986 (S. 175); Entwicklungen im Europäischen Währungssystem (S. 177); Goldgewinnung und Goldmarkt (S. 181); Weltwährungsreserven und internationale Liquidität (S. 184)

VIII. Die Tätigkeit der Bank 192

Abschluß eines Sitzabkommens mit dem Schweizerischen Bundesrat (S. 192); Entwicklung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen (S. 192); die Bank als Agent, Treuhänder und Pfandhalter (S. 195): Treuhänder für internationale Staatsanleihen und Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrags mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl (EGKS) (S. 195), Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ) (S. 195), Agent des Verrechnungssystems für private ECU (S. 196); Finanzhilfe für Zentralbanken (S. 197); die Tätigkeit der Bankabteilung (S. 198): Passiva (Mittelaufkommen) (S. 199), Aktiva (Mittelverwendung) (S. 202), Goldtermingeschäfte (S. 203); der Reingewinn und seine Verwendung (S. 203); Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion (S. 204)

Schlußbemerkungen 206

* * *

Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung vom 31. März 1987

VERZEICHNIS DER GRAFIKEN(★) UND TABELLEN

	Seite
Realwirtschaftliche Entwicklung und außenwirtschaftliche Anpassung	
Rohstoffpreise (Erdöl und übrige Rohstoffe) 1979–87★	10
Inflation in den Ländern der Zehnergruppe (1961–87)★	11
Wachstum des BSP/BIP: Prognosen und Ergebnisse im Jahr 1986	12
Industrieproduktion★	13
Veränderung des realen BSP/BIP und seiner Komponenten	15
Veränderung der Terms of trade	16
Länder der Zehnergruppe: Veränderung des verfügbaren realen Volkseinkommens und der inländischen Verwendung 1971–86★	17
Entwicklung der Faktoreinkommen und der Ausgaben	19
Veränderung des BSP/BIP-Deflators	22
Auslastung der Sachkapazitäten und Anlageinvestitionen der Unternehmen	24
Wachstum des Kapitalstocks sowie der Relation Sachkapital/Produktion und Sachkapital/Erwerbsbevölkerung	25
Arbeitslosigkeit	26
Entwicklung des Arbeitskräfteangebots	27
Entwicklung von Arbeitslosigkeit und Löhnen	29
Ausgewählte Länder: Außenbeitrag in Prozent des Bruttoinlandsprodukts 1980–86★	31
Ausgewählte Länder: Niveau und Wachstumsrate der Inlandsnachfrage 1982–86★	32
Veränderung des realen Außenbeitrags	33
Veränderung der realen Inlandsnachfrage	33
Einfuhren im Verhältnis zur Inlandsnachfrage	34
Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte	36
Verschuldung und Zinsaufwand der öffentlichen Haushalte	37
Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr	
Welthandel 1983–86★	42
USA: Nettokapitalerträge	44
USA: Komponenten der Handelsbilanzveränderung (Schätzung)	45
USA: Kapitalverkehr	47
USA: Internationale Wertpapiertransaktionen	48
Japan: Komponenten der Handelsbilanzveränderung (Schätzung)	50
Japan: Kapitalverkehr	51
Deutschland: Komponenten der Handelsbilanzveränderung (Schätzung)	52
Deutschland: Kapitalverkehr	53
Leistungsbilanzsalden	56
Zehnergruppe: Kapitalverkehrsstruktur	58
Entwicklungsländer: Komponenten der Leistungsbilanzveränderung (Schätzung)	61
Entwicklungsländer: Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits 1984–86 (Schätzung)	64

Entwicklungen auf den inländischen Finanzmärkten

Nominalzinsen und Inflation 1984–87★	69
Korrelation von Zinsänderungen bei Staatsanleihen	70
Effektive kurzfristige Realzinsen	71
Zinsgefälle: Rendite von US-Staatsanleihen abzüglich der Rendite alternativer Staatsanleihen	72
Aktienkurse an den Börsen der Länder der Zehnergruppe 1980–87★	73
Sektorale Finanzierungssalden	75
Mittelbeschaffung inländischer nichtfinanzieller Schuldner	77
Sparquote und Aktienkapitalgewinne der privaten Haushalte	79
Relation Bruttoverbindlichkeiten/Bruttosozialprodukt der inländischen nichtfinanziellen Sektoren	80
Finanzierungssaldo des öffentlichen und des privaten Sektors und der Außenbeitrag der USA und Japans 1975–86★	82
Relation Bruttoverbindlichkeiten/Bruttosozialprodukt nach Sektoren 1975–86★	83
Insolvenzen 1975–85★	84

Internationale Finanzmärkte

Trends auf den internationalen Finanzmärkten 1982–86★	98
Veränderung der Auslandsaktiva der an die BIZ berichtenden Banken zu konstanten und jeweiligen Wechselkursen 1980–86★	99
Nettokreditvergabe auf den internationalen Märkten (Schätzung): Veränderung der Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken und internationale Wertpapieremissionen	101
Ausgewählte Merkmale des internationalen Geschäfts der an die BIZ berichtenden Banken	104
Herkunft und Verwendung internationaler Bankmittel (Schätzung)	105
Mittelfluß zwischen den an die BIZ berichtenden Banken und Ländergruppen außerhalb des Berichtsgebiets (Schätzung)	107
Geschäfte der an die BIZ berichtenden Banken mit einzelnen Gruppen von Entwicklungsländern (ohne OPEC)	108
Entwicklung an den einzelnen Bankplätzen	110
Klassifizierung der internationalen Forderungen der Banken nach Nationalität	112
Klassifizierung der internationalen Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken nach Art und Nationalität	113
Währungszusammensetzung der grenzüberschreitenden Positionen der an die BIZ berichtenden Banken	114
Struktur des ECU-Geschäfts der Banken	115
Internationale Finanzmarktaktivitäten nach Marktsektoren und Schuldnern	116
Strukturmerkmale des internationalen Anleihemarktes	118
Renditen ausgewählter internationaler Anleihen und Eurodollareinlagensätze 1984–87★	119
Schuldnergruppen auf den internationalen Anleihemärkten	121
Entwicklung der internationalen Verschuldung bestimmter Entwicklungsländergruppen 1980–86★	123
Bestimmungsgründe des Kreditbedarfs bestimmter Entwicklungsländergruppen 1980–86★	124

Geldpolitik und außenwirtschaftliche Zwänge

Geldmengen- und Kreditaggregate: Zielvorgaben und Zuwachsraten	133
Monetäre Gesamtgrößen: Zielvorgaben und tatsächliche Entwicklung 1975–87★	135
Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und kurzfristige Zinssätze 1980–87★	138
Komponenten des Zuwachses der Geldmenge in weiter Abgrenzung und der Gesamtliquidität	140
Bilanzgegenposten zu Veränderungen der Geldmenge in weiter Abgrenzung	142
Amtliche und Marktzinssätze 1985–87★	148
Kurz- und langfristige Zinssätze in EWS-Ländern 1985–87★	151
Ausgewählte Zinssätze in Frankreich und Schweden 1985–87★	157

Internationales Währungssystem

Bilaterale Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber dem US-Dollar 1985–87★	165
Bilaterale Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber der D-Mark 1985–87★	167
Effektive Wechselkurse ausgewählter Währungen 1980–87★	170
Bilaterale reale Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber dem US-Dollar 1972–87★	173
Kassakurse im EWS-Wechselkursmechanismus 1985–87★	178
Ausgewählte EWS-Länder: Kosten- und Preisentwicklung im Verhältnis zu der in Deutschland 1983–87★	180
Goldmarktpreise 1985–87★	182
Weltgoldgewinnung (Schätzung)	182
Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)	183
Veränderung der Weltwährungsreserven	185
Anlagestruktur der Devisenreserven	189

Die Tätigkeit der Bank

Ausstehende Gemeinschaftsdarlehen	196
Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf Geschäftsjahren	198
Struktur der Passiva in den letzten fünf Geschäftsjahren	199
Fremdmittel (Herkunft)	200
Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeit)	200
Aktiva (Sachkategorien)	202
„Terminguthaben und Kredite“ und „Staats- und andere Wertpapiere“ nach Restlaufzeit	203

SIEBENUNDFÜNFZIGSTER JAHRESBERICHT

AN DIE ORDENTLICHE GENERALVERSAMMLUNG DER
BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

am 15. Juni 1987 in Basel

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 57. Geschäftsjahr (1. April 1986–31. März 1987) vorzulegen.

Nach Zuweisung von 4 133 390 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten ergab sich für das Geschäftsjahr ein Reingewinn von 91 081 090 Goldfranken. Im Vorjahr hatte er 80 171 806 Goldfranken betragen.

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 25 081 090 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 155 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 26 400 000 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds, 4 000 000 Goldfranken dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den verbleibenden Betrag von 35 600 000 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1986/87 den Aktionären am 1. Juli 1987 gezahlt.

I. UNGÜNSTIGERE AUSSICHTEN ALS IM LETZTEN JAHR

Ein Rückblick auf die weltwirtschaftlichen Entwicklungen des vergangenen Jahres kann nicht verhehlen, daß sich die Wirtschaftspolitiker gegenwärtig in mancher Hinsicht schwierigeren Aufgaben gegenübersehen als vor zwölf Monaten. Dies gilt für beide der nach wie vor wichtigsten Problemfelder, die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in den Industrieländern und die internationale Verschuldungslage. Die großen Industrienationen – die sich über die Natur der anstehenden Probleme grundsätzlich einig sind und darüber, die Wirtschaftspolitik besser zu koordinieren und stabile Wechselkurse anzustreben – sehen sich derzeit mit drei unangenehmen Tatsachen konfrontiert: Die Gefahr eines Handelskriegs hat zugenommen, weil die Zahlungsbilanzungleichgewichte noch immer so groß sind; das Wirtschaftswachstum in den Überschußländern hat sich aufgrund der Wechselkursanpassungen der beiden letzten Jahre abgeschwächt; und es ist schwieriger, die Wechselkurse durch Devisenmarktinterventionen zu stabilisieren als zu verändern, solange die Märkte nicht klar erkennen können, daß sich die fundamentalen Faktoren in die richtige Richtung entwickeln. Was den anderen Hauptproblembereich angeht, so hat sich die Zahlungsbilanz einer Anzahl hochverschuldeter Länder verschlechtert: aufgrund äußerer Einflüsse oder infolge von Fehlern der Wirtschaftspolitik im Lande. Mehr noch, in bestimmten Schuldnerländern und in Teilen des internationalen Bankenwesens sind im Zusammenhang mit der gegenwärtigen Schuldenstrategie Zeichen der Erschöpfung sichtbar geworden.

Im Gegensatz zu diesen Problembereichen gibt es im Gesamtbild natürlich auch freundlichere Farben. Einige darunter sind allerdings genau jene, die bereits vor einem Jahr sichtbar waren und damals Hoffnung auf weitere Verbesserungen aufkommen ließen: niedrige Inflationsraten, niedrige Nominalzinssätze, niedrige Ölpreise. Leider haben sie das Wirtschaftswachstum nicht in dem Maße stimuliert, das die meisten Beobachter mit Sicherheit glaubten, voraussagen zu können. Während man zunächst meinte, dies sei darauf zurückzuführen, daß die Wirkungsverzögerungen länger seien als zunächst angenommen, hat sich nun der Eindruck verstärkt, daß die stimulierenden Nettoeffekte, wie groß sie auch immer gewesen sein mögen, durch die unerwartet starken negativen Einflüsse, die von den sehr großen Wechselkursveränderungen ausgehen, mehr als ausgeglichen wurden.

Ein gemeinsames Merkmal dieser beiden Erklärungen, das 1986 erneut deutlich wurde und das in der Rückschau ziemlich offensichtlich erscheint, ist dieses: Wo sich rasche, bedeutsame Entwicklungen auf einige nachteilig und auf andere günstig auswirken, sind die Reaktionen auf die ungünstigen Effekte beinahe ausnahmslos schneller als die Reaktionen auf die günstigen. Zum Teil dürfte dies einfach daran liegen, daß man negative Entscheidungen schneller treffen kann als positive. Beispielsweise dürfte die Entscheidung, ein Investitionsprogramm aufzugeben oder zu verschieben, nicht länger als eine Woche dauern, und sie hat unmittelbare Konsequenzen, während die Entscheidung, ein Investitionsprogramm in Angriff zu nehmen, mehrere Monate beanspruchen kann, und noch mehr Zeit wird verstreichen, bevor diese Entscheidung Auswirkungen zeigt, zunächst auf die Bestellungen und dann auf die Produktion. Psychologische Elemente verstärken dieses Muster noch: Ungünstige Effekte beeinflussen die Erwartungen rasch, während die Menschen bei günstigen Entwicklungen ihrem

Glück zunächst nicht trauen und abwarten wollen, ob diese dauerhaft sind, bevor sie sie in ihrem Verhalten berücksichtigen. Fünfzehnjährige Erfahrungen mit häufigen außenwirtschaftlichen Erschütterungen haben diesen Hang zum Attentismus noch verstärkt.

Der steile Rückgang der Ölpreise im Jahr 1986 war eine solche Entwicklung mit nachteiligen Einflüssen auf einige und günstigen Auswirkungen für andere. Die Reaktion der Ölproduzenten auf den Rückgang ihrer Erlöse war rasch und deutlich; die Reaktion der Konsumenten auf ihre gestiegenen Realeinkommen war verzögert und weniger klar. Das Zurückschrauben der Einfuhren der ölproduzierenden Entwicklungsländer war ein bedeutender Faktor der Wirtschaftsentwicklung im Jahr 1986 und danach. Das gilt auch für die verbreitete Streichung von Investitionsplänen in den ölproduzierenden Industrieländern. Eine weitere Entwicklung dieser Art erfolgte natürlich auf den Devisenmärkten – mit nachteiligen Auswirkungen auf die Exporteure in Aufwertungsländern einerseits und vorteilhaften Effekten für Exporteure in Abwertungsländern andererseits. Obwohl die Auslandsaufträge und selbst die Ausfuhrvolumen in den USA im Zuge der Dollarabwertung gestiegen sind, gibt es bisher kaum Anzeichen für eine Reaktion der Ausrüstungsinvestitionen. *Währungsaufwertungen* wurden in der Vergangenheit häufig als Ansporn für die Exporteure betrachtet, mit höheren Investitionen die Effizienz zu verbessern, um dadurch mit gesunkenen Erträgen fertig zu werden und Marktanteile zu verteidigen. Für die Exporteure in die Vereinigten Staaten waren die Gewinnspannen in den meisten Fällen zweifellos mehr als üppig, als der Dollar seinen Höhepunkt erreicht hatte; sie konnten daher einen Gutteil der Wechselkursanpassung spielend verkraften. Doch dies ist offensichtlich eine Frage des Wieviel. Mitte 1986 – angefangen mit Japan, doch kurz danach auch in Deutschland und anderen europäischen Ländern – begannen die Exportindustrien ihre Investitionsausgaben drastisch zu beschneiden. Dies brachte die Waage aus dem Gleichgewicht und verhinderte trotz kräftiger privater Verbrauchsnachfrage, daß die Inlandsnachfrage mehr bewirkt, als vielleicht den starken Rückgang der Auslandsnachfrage gerade auszugleichen. Deshalb haben sich die Wachstumsaussichten in Ländern mit Währungsaufwertungen verschlechtert.

Viele Beobachter betrachten die Wachstumsaussichten in den Überschußländern nicht nur um ihrer selbst willen mit Sorge, sondern gleichermaßen wegen deren Verknüpfung mit Problemen in anderen Regionen der Weltwirtschaft. Man fragt sich zum Beispiel, wie die Vereinigten Staaten ihr Leistungsbilanzdefizit auf vernünftige Proportionen verringern sollen, wenn das Wachstum in den Überschußländern nicht wenigstens eine Größenordnung von 2½–3% aufweist und die Inlandsnachfrage noch stärker zunimmt. Wie kann die Gesamtnachfrage in der Weltwirtschaft aufrechterhalten werden, wenn in den USA die Fiskalpolitik gestrafft wird? Wie kann weiterem protektionistischen Druck widerstanden werden, wenn das US-Zahlungsbilanzdefizit und die ihm gegenüberstehenden Überschüsse nicht reduziert werden? Wie können die Schuldnerländer ohne hinreichendes Wachstum in den Industrieländern hoffen, genügend exportieren zu können, um ihren Schuldendienst zu leisten? Es ist zweifellos eine gute Sache, daß das Bewußtsein für internationale Zusammenhänge dieser Art in den letzten Jahren gewachsen ist. Andererseits sollte man nicht übersehen, daß das Wirtschaftsergebnis jedes Landes zuerst und vor allem seine eigene Angelegenheit ist; die Rückwirkungen auf andere Länder können nicht mehr als einen wichtigen zusätzlichen Aspekt darstellen; jeder Versuch, die politischen Prioritäten von außerhalb zu diktieren, kann nur zu Irritationen und belasteten Beziehungen führen.

Die gegenwärtige Verschlechterung der Wachstumsaussichten in den wichtigsten Überschußländern sind freilich nicht weniger besorgniserregend, wenn sie aus deren eigenem Blickwinkel betrachtet werden. In den europäischen Ländern begannen sich die Arbeitsmarktprobleme letztthin endlich aufzulockern, die Beschäftigung wuchs spürbar, obwohl die Arbeitslosigkeit weniger deutlich zurückging, da das Arbeitskräfteangebot weiterhin aufgrund von Neuzugängen und einigen Wiedereintritten in den Arbeitsmarkt expandierte. Dieser günstige Beschäftigungstrend scheint bis in die allerjüngste Zeit angehalten zu haben, doch es ist schwer zu sehen, wie er bei einer ausgeprägten Abschwächung des Wirtschaftswachstums fortbestehen könnte. Darüber hinaus wird die Arbeitslosigkeit nun auch in Japan zu einem wichtigen Problem – zum ersten Mal seit dem Zweiten Weltkrieg.

Die gegenwärtige Lage ist daher dazu angetan, die Diskussion über die Rolle der Nachfragesteuerung wiederanzufachen. Wenn es zutrifft, daß sich die Angebotsbedingungen während der letzten Jahre deutlich verbessert haben und die gegenwärtigen Schwierigkeiten vornehmlich auf externen Faktoren beruhen, so dürften einige der geäußerten Argumente gegen eine Anregung der Nachfrage nicht länger gelten. Die Feinsteuerung wird sicherlich nur wenige Fürsprecher finden; rasche Ergebnisse sind nicht erzielbar. Doch der Gedanke, zu versuchen, die Finanzpolitik zur Stützung des Wachstums einzusetzen, scheint sich wachsender Zustimmung zu erfreuen. Die in Deutschland für 1988 geplante Steuersenkung, um ein Beispiel zu geben, wird erweitert, indem ein Teil der Nettoerleichterung, die den Steuerzahlern für 1990 mit der großen Steuerreform in Aussicht gestellt wurde, vorgezogen wird. Innerhalb der Regierungspartei Japans ist ein großes finanzpolitisches Paket zur Anregung der Inlandsnachfrage gegenwärtig in der Diskussion. Eines der Probleme der Finanzpolitik in einigen Ländern in der Vergangenheit war die Tendenz, sie permanent einzusetzen, doch nicht entschieden genug, wenn sie wirklich benötigt wurde. Eines der Ziele der Haushaltskonsolidierung, und in der Tat ein wichtiges Argument dafür war es gewesen, die stumpf gewordenen Instrumente der Finanzpolitik wieder zu schärfen. Es wäre nur folgerichtig, sie einzusetzen, wenn sich die Notwendigkeit ergibt, und es kann sich bald erweisen, daß dies nun der Fall ist.

Es dürfte nur wenig Spielraum bestehen, die Gesamtnachfrage mit den Mitteln der Geldpolitik zu stützen, die sich damit klar der Gefahr der Überforderung aussetzen würde. Nach allen Maßstäben ist das monetäre Wachstum seit langem praktisch überall hoch. Die Finanzmärkte haben rasch, ja sogar heftig reagiert, zumindest in einigen Ländern. In den Gütermärkten wurden „lange und variable“ Verzögerungen zu häufig beobachtet, als daß man die Gefahren ausgedehnter Perioden starken monetären Wachstums auf die leichte Schulter nehmen könnte. Viele lassen Geldmengenaggregate nicht länger als Orientierung für die Geldpolitik gelten, teils wegen der störenden Einflüsse von Finanzinnovationen und teils wegen allgemein instabiler Geldnachfragefunktionen. Im Kapitel VI werden diese Fragen im einzelnen diskutiert. Wenig überzeugend ist die Vorstellung, es müsse einen Satz geldpolitischer Rezepte unter Inflationsbedingungen geben und einen anderen, wenn die Inflation überwunden ist. Die beiden Situationen folgen aufeinander, und quantitative Aspekte müssen nicht nur beachtet werden, um die Inflation zu bekämpfen, sondern in gleicher Weise, um deren Wiederaufleben zu verhindern. Zu warten, bis klare Warnsignale aufleuchten, bedeutet mit Sicherheit, zu lange zu warten, daran kann kein Zweifel bestehen. Zugegeben, dies macht es den Politikern nicht einfacher, gute quantitative Richtwerte zu finden, wenn zuvor verwendete Indikatoren unzuverlässig geworden sind.

Zinssätze, reale oder nominale, können quantitative Indikatoren nicht ersetzen. Die Geldmarktzinsen stehen eindeutig unter dem Einfluß der Währungsbehörden; hier stellt sich einzig die Frage: „Steuerung zu welchem Zweck?“ Andere Zinssätze, besonders die langfristigen, können von den Behörden nicht genügend straff gesteuert werden. Es scheint jedoch ein gewisser Konsensus zu bestehen, daß niedrigere Realzinsen das Wachstum anregen und daß alles, was Zentralbanken tun können, um sie herbeizuführen, willkommen wäre. Die Existenz dieses stimulierenden Effekts scheint mehr oder weniger als gegeben betrachtet zu werden, obwohl nur sehr wenig empirische Evidenz hierfür vorliegt. Die Abschwächung des Wirtschaftswachstums in den siebziger Jahren fand in den meisten Ländern unter Bedingungen negativer Realzinsen statt. Die Rückkehr zu einer ziemlich langen Phase gemäßigten Wachstums erfolgte unter Bedingungen positiver und, je nachdem wie man rechnet, relativ hoher Realzinsen. Wie gewöhnlich ist die empirische Evidenz nicht schlüssig, weil die anderen Faktoren im Zeitablauf und zwischen den Ländern nicht unverändert geblieben sind. Die Frage, ob Notenbanken tatsächlich in der Lage sind, durch Senkung der von ihnen kontrollierten kurzfristigen Nominalzinsen über einen längeren Zeitraum niedrige Realzinsen herbeizuführen, ist nicht weniger umstritten. Gleichgültig wie man es betrachtet, die Rolle der Geldpolitik bei der Verbesserung der Wachstumsaussichten wird bescheiden sein.

Es erscheint unwahrscheinlich, daß der in den letzten beiden Jahren (durch die großen Wechselkursveränderungen) in den Überschußländern entstandene Nachfrageausfall rasch durch wirtschaftspolitische Nachfrageanreize ausgeglichen werden wird. Daraus scheinen viele Beobachter in den Vereinigten Staaten den Schluß zu ziehen, das US-Handelsdefizit sei nur dann auf eine akzeptable Größenordnung zu reduzieren, wenn sich der Dollar weiter gegenüber dem japanischen Yen und den europäischen Währungen abwerte. Sie haben sich auf eine weitere substantielle Abwertung des Dollars eingestellt. Das US-Handelsdefizit gegenüber den Schwellenländern, die ihre Währungen gegenüber dem US-Dollar relativ stabil halten konnten, obwohl wichtig, wird nicht als das Kernproblem angesehen. Die Logik der Argumentation scheint die folgende zu sein. Die Prämisse ist, daß der gegenwärtige Umfang des Leistungsbilanzungleichgewichts der USA nicht aufrechtzuerhalten ist. Wenn eine der beiden möglichen Lösungen – eine ausreichende Wachstumsdifferenz – nicht erzielbar ist, weil die Überschußländer versäumen, ihre Volkswirtschaften hinreichend zu stimulieren, und die Vereinigten Staaten nicht bereit sind, eine Rezession als Teil des Anpassungsprozesses zu tolerieren, so scheint die einzige Alternative eine weitere Dollarabwertung zu sein.

Man könnte dieses Argument jedoch ebensogut auf den Kopf stellen: Wenn die substantielle Abwertung des US-Dollars bisher noch keinen sichtbaren Einfluß auf das US-Leistungsbilanzdefizit hatte, zum beträchtlichen Teil zweifellos wegen des sogenannten J-Kurven-Effekts, so werden weitere Wechselkursanpassungen ebenfalls lange Zeit benötigen, um die ausgleichenden Kräfte zu stärken. Irgendwo auf diesem Weg wird es zu einem Überschießen kommen, bis die Spekulationsblase zerplatzt und der nun schon bekannte Zyklus von vorn beginnt, diesmal in der umgekehrten Richtung und vielleicht mit beschleunigtem Tempo. Zur Zeit der Plaza-Übereinkunft gab es einen entschiedenen Konsensus darüber, daß überschießende Wechselkurse für alle Beteiligten schädlich sind, nicht nur für Länder mit sich aufwertenden Währungen. Von Wechselkursfehlanspassungen gehen falsche Signale aus, oder sie erhöhen die Unsicherheit, weil erkannt wird, daß sie nicht von Dauer sein können. Zwar

behaupten nur wenige, mit einiger Genauigkeit zu wissen, wo Fehlanpassungen beginnen, doch ist eine solche Präzision auch nicht nötig. Wichtig ist, daß die Wirtschaftspolitiker in den USA akzeptieren – was nun der Fall zu sein scheint –, daß die Dollarabwertung zu weit gehen kann und Maßnahmen erforderlich macht, selbst dann, wenn das Handels- und/oder Leistungsbilanzdefizit noch nicht auf irgendeine bestimmte magische Ziffer gesunken ist. Kapitel III enthält eine eingehendere Darstellung dessen, was bisher in Richtung eines besseren Leistungsbilanzgleichgewichts zwischen den Industrieländern erreicht wurde. Das mag nicht viel erscheinen, es ist aber keineswegs ohne Bedeutung und zeigt, daß Wechselkursanpassungen langsam in die gewünschte Richtung wirken.

Es bleibt die Frage, für wie lange US-Leistungsbilanzdefizite nicht weit unter dem gegenwärtigen Niveau aufrechterhalten werden können, der Prämisse, von der die Argumentation ausging. Diese Frage hat zunächst eine politische Dimension. Wenn das Defizit nicht rasch verringert wird, besteht die Gefahr, daß der Gesetzgeber in den USA stark protektionistische Maßnahmen durchsetzt. Diese Protektionismusdrohung ist sehr ernst zu nehmen, nicht zuletzt, weil sie so irrational ist. Es ist eine wichtige Herausforderung für die politischen Führer, deutlich zu machen, daß, abgesehen von einem bestimmten Gefühl der Befriedigung, „es ihnen gezeigt zu haben“, protektionistische Maßnahmen nichts lösen und mit Sicherheit nicht das Problem der Leistungsbilanzdefizite; sie schaden vielmehr der Welt im allgemeinen und den USA im besonderen. Die Frage, ob Defizite dieser Größenordnung aufrechterhalten werden können, hat noch eine andere Dimension, nämlich die der Finanzierbarkeit über weitere Jahre. Einige werden die Grenzen der Finanzierbarkeit bereits in der Tatsache gesehen haben, daß neuerdings der Löwenanteil des US-Leistungsbilanzdefizits nicht mehr durch private Anleger finanziert worden ist, sondern durch ausländische Zentralbanken, die beim Versuch, eine weitere Abwertung des US-Dollars zu verhindern, in großem Stil, aber mit gemischtem Erfolg, auf den Devisenmärkten intervenierten. Es besteht zweifellos die Gefahr, daß, wenn die Finanzmärkte nicht eine tatsächliche Verringerung des US-Defizits erkennen können, sie dessen Finanzierung nur zu einem niedrigeren Dollarkurs oder höheren Dollarzinsen (oder einer Kombination von beiden) übernehmen werden. Alternative Investitionsmöglichkeiten sind jedoch nicht im Übermaß vorhanden; ferner besteht weiterhin ein grundlegendes und auch gerechtfertigtes Vertrauen in die Wirtschaft der Vereinigten Staaten und deren langfristige Wachstumsaussichten. Es scheint, daß dem Ziel, dieses Vertrauen zu erhalten, dadurch am besten gedient wäre, wenn ein weiterer Rückgang des Dollarwerts verhindert wird, so daß sich die bereits in Gang befindliche reale Anpassung der Handelszahlen so rasch wie möglich in einer Verringerung des Handelsbilanzdefizits niederschlagen kann.

Ein letzter Punkt scheint es wert zu sein, in diesem Zusammenhang angeführt zu werden, obwohl er bei jenen wenig Anklang finden wird, die glauben, sie kennen alle Elemente, die den Umfang künftiger Leistungsbilanzsalden bestimmen: Jeder, der sich die heftigen Fluktuationen dieser Bilanzen in den letzten, sagen wir, acht Jahren ansieht, wird Schwierigkeiten haben, die Aussage hinzunehmen, daß die gegenwärtige Struktur im großen und ganzen unverändert für mehrere weitere Jahre fortbestehen wird. Es gab in der Vergangenheit andere Dilemmas, die sich rascher von selbst auflösten, als sich irgend jemand seinerzeit vorzustellen wagte, z.B. die „Dollarlücke“ Anfang der fünfziger Jahre. Die Genauigkeit von kurzfristigen Prognosen läßt viel zu wünschen übrig, doch die Erweiterung des Vorhersagehorizonts auf den mittel- und langfristigen Bereich ist noch gewagter. Es geht nicht darum, einen „deus ex machina“

in die Debatte einzuführen; es soll nur daran erinnert werden, daß die Umstände sich häufig grundlegender verändern, als irgend jemand vernünftigerweise vorhersehen kann.

Das Louvre-Abkommen verkörpert eine Übereinkunft zwischen wichtigen Regierungen darüber, daß es ratsam sei, weiteren Wechselkursbewegungen entgegenzuwirken. Doch ist zu wenig Zeit vergangen, um sicher zu sein, daß diese Regierungen sich auch über die Maßnahmen einig sind, die nötig sind, um die gegenwärtige Struktur der Wechselkurse zu verteidigen. Die Initiative zu einer besseren Koordination der Wirtschaftspolitik, die beim Gipfel in Tokio in Gang gesetzt worden war und die Elemente aufgriff, welche bereits in der Plaza-Übereinkunft enthalten waren, wird weiterhin verfolgt. Während es einerseits sinnvoll ist, einen neuen Rahmen zu schaffen, innerhalb dessen wirtschaftspolitische Koordination mit mittel- und langfristiger Ausrichtung betrieben werden kann, wird andererseits auf allen Seiten gezögert, wenn es darum geht, Verpflichtungen einzugehen, deren Implikationen schwer vorherzusehen sind. Fehlt allerdings ein solcher Rahmen, dann befindet sich die Koordination der Wirtschaftspolitik in Gefahr, eine kurzfristig anberaumte Übung bei Beinahe-Krisen zu bleiben, die auf einem stark vereinfachten Modell der Wechselwirkungen zwischen den betroffenen Volkswirtschaften basiert, oder, was noch schlimmer ist, auf verschiedenen Modellen in den Köpfen der verschiedenen Regierungen. Es ist nun von äußerster Wichtigkeit, daß die Überschußländer auf die Herausforderung reagieren, die das oben beschriebene Durchschlagen des scharfen Rückgangs der Exportnachfrage auf die heimischen Investitionen darstellt. Wenn sie sich dieser Herausforderung gewachsen zeigen, kämen die Industrieländer einer gemeinsamen Auffassung darüber, was die Wirtschaftspolitik tun kann und tun sollte, womöglich näher als zu irgendeiner Zeit seit Anfang der sechziger Jahre.

Ein äußerst wichtiger Punkt auf der Tagesordnung der Wirtschaftspolitiker für das Jahr 1987 ist erneut die internationale Schuldensituation – ein Feld, in dem aus einer Reihe von Gründen 1986 ein Rückschlag erfolgte. Der Eindruck ist weit verbreitet, daß die gegenwärtige Einzelfallstrategie weiterer Verbesserung und Entwicklung bedarf. Eine Reihe von Banken ist offensichtlich nicht länger bereit, die ihnen zugewiesene Rolle in dieser Strategie zu spielen, und in einigen Fällen wurden schon Mittel und Wege gefunden, die es kleineren Instituten erlauben, auszusteiern. Einige Schuldnerländer haben ernsthafte Anstrengungen unternommen, die Struktur ihrer Volkswirtschaften zu verbessern, und praktisch alle sind sich bewußt, daß viel zu tun bleibt: die Effizienz des Produktionssektors zu verbessern, die Verzerrungen der Preisstruktur zu beseitigen und das Steuersystem zu reformieren. Keine Schuldenstrategie kann ohne kräftige und anhaltende Bemühungen auf seiten der Schuldnerländer erfolgreich sein. Doch diese Bemühungen werden nicht ausreichen, sie aus ihrer gegenwärtigen schwierigen Lage zu befreien. Ebenfalls erforderlich sind ein einigermaßen günstiges äußeres wirtschaftliches Umfeld und adäquate externe Finanzierung, vorzugsweise nicht überwiegend in Formen, die ihre Verschuldung weiter erhöhen.

All diese Fragen und viele andere werden im Hauptteil dieses Berichts diskutiert, dessen Aufbau gegenüber dem Vorjahr unverändert ist. Die folgenden sechs Kapitel beschäftigen sich – in dieser Reihenfolge – mit realen Entwicklungen, Finanzmärkten und der Währungspolitik, wobei jeweils mit binnenwirtschaftlichen Fragen begonnen wird und dann internationale Probleme behandelt werden. Im letzten Kapitel des Berichts wird das Hauptproblem wieder aufgegriffen und Schlußfolgerungen zugeführt.

II. REALWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG UND AUSSENWIRTSCHAFTLICHE ANPASSUNG

Schwerpunkte

Die weltwirtschaftliche Entwicklung erfüllte 1986 nicht die in sie gesetzten Hoffnungen. Das Produktionswachstum der Länder der Zehnergruppe schwächte sich von 3% im Jahr 1985 auf rund 2½% ab und scheint dieses Jahr noch weiter abzunehmen. Die Arbeitslosigkeit verharrte mit durchschnittlich rund 7¼% auf einem hohen Niveau.

Die enttäuschenden gesamtwirtschaftlichen Wachstumsraten überraschen angesichts der Reihe positiver Ereignisse, von denen man eine Stärkung von Angebot und Nachfrage erwartete. Zu diesen Einflüssen gehörten der Rückgang der Ölpreise, eine sehr günstige Preisentwicklung und in mehreren Ländern sehr erhebliche Verbesserungen der Terms of trade. Der geringe Anstieg der Verbraucherpreise – der für die Zehnergruppe im Dezember nur noch 1¼% betrug – ist ein höchst willkommenes Ergebnis, auch wenn abzuwarten bleibt, ob die Preise sich weiterhin so günstig entwickeln können.

Für den unerwartet geringen Produktionsanstieg in den Ländern der Zehnergruppe scheint es drei naheliegende Gründe zu geben. Zum einen reagierten die Öleinfuhrländer nur zögernd auf die durch das verbesserte Austauschverhältnis im Außenhandel erzielten Realeinkommenszuwächse. Zum anderen reagierten die Ölausfuhrländer vergleichsweise rasch auf den Rückgang ihrer Exporterlöse, während die übrigen Entwicklungsländer eine relativ schwache Importnachfrage entfalteten. In den USA trugen niedrigere Ölpreise zu einer scharfen Einschränkung der Unternehmensinvestitionen bei. In Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen schließlich ging die Auslandsnachfrage wegen der Höherbewertung der Währung zurück, was eine Kürzung der Investitionsausgaben zur Folge hatte.

Im vergangenen Jahr waren auch erste Anzeichen des dringend erforderlichen internationalen Anpassungsprozesses zu erkennen. Die hohen Werteinbussen des US-Dollars gegenüber den Währungen der meisten großen Industrienationen haben dazu geführt, daß die realen Außenhandelsströme in die erforderliche Richtung zu fließen begannen. Aber auch hier kann man eine gewisse Enttäuschung über die Langsamkeit, mit der die Wechselkursverschiebungen die internationalen Handelspositionen beeinflussen, nicht verhehlen.

Vor diesem Hintergrund und vor allem mit Blick auf die kräftige Dollarabwertung sehen sich die Wirtschaftspolitiker vor schwierige Entscheidungen gestellt. Die meisten bedeutenden Volkswirtschaften haben die mittelfristige Orientierung ihrer Strategien in den Bereichen Inflationskontrolle, öffentliche Finanzen und „strukturelle Anpassung“ im großen und ganzen beibehalten, doch müssen sich jetzt die wirtschaftspolitisch Verantwortlichen den zunehmenden kurzfristigen Problemen stellen. Die bestehenden Risiken verschieben sich dergestalt, daß protektionistische Bestrebungen, Wechselkursspannungen und das internationale Schuldenproblem immer

stärker in den Vordergrund rücken. Wenn schon vorübergehend Zugeständnisse bei der Verfolgung der mittelfristigen Ziele gemacht werden müssen, dann – so könnte man argumentieren – je früher, desto besser; unter anderem deshalb, weil die mittelfristigen Finanzprobleme eher schlimmer werden, je länger das langsame Wirtschaftswachstum anhält.

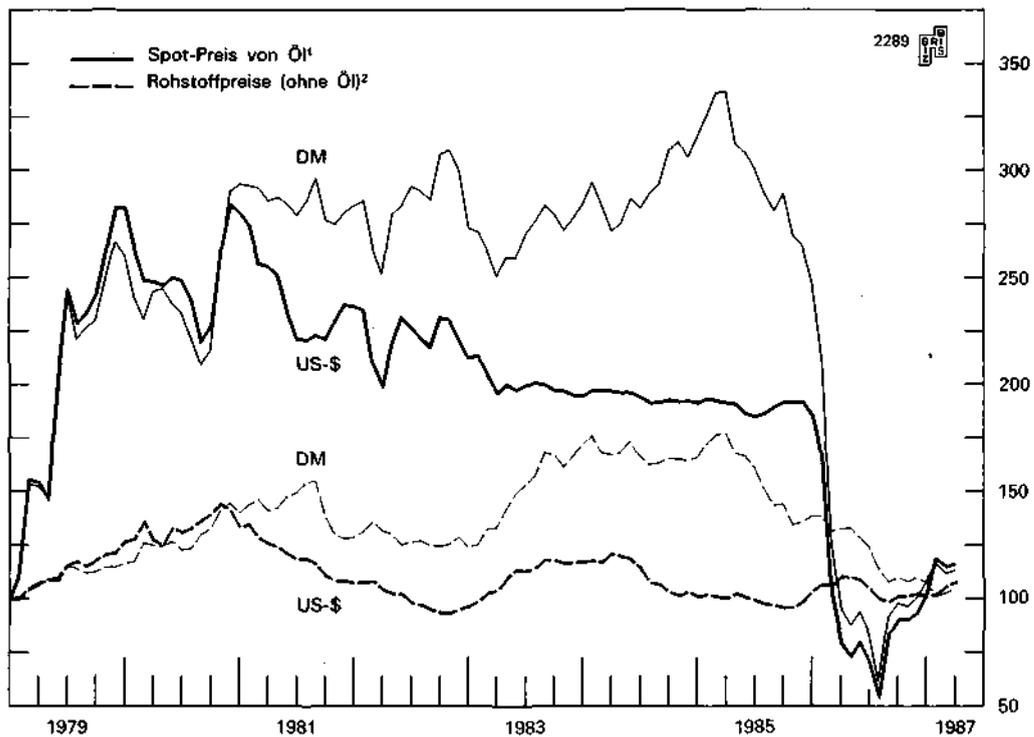
Als positiv ist zu bewerten, daß in den USA die Korrektur der Ungleichgewichte im Außenhandel und bei den öffentlichen Finanzen im Gange ist. Einige dieser Ungleichgewichte wirkten sich eine Zeitlang zum Vorteil der Handelspartner der Vereinigten Staaten aus, indem sie die Auslandsnachfrage stärkten und eine stärkere Konsolidierung der öffentlichen Haushalte zuließen, als es sonst möglich gewesen wäre. Wenn die USA ihre Ungleichgewichte korrigieren und die anderen Länder sich auf das neue Kursniveau des Dollars einstellen, dann stehen die Chancen für ein aufrechterhaltbares langfristiges Wachstum gut. Kurzfristig sind jedoch Gefahren im Anzug, und diese müssen durch eine flexible Politik abgewendet werden.

Günstige Rahmenbedingungen

Anfang 1986 ging der Ölpreis stark zurück. Es gab gute Gründe anzunehmen, daß diese Entwicklung das Produktionswachstum in den Industrieländern als Gruppe beschleunigen würde: Beide vorherigen Ölpreisschübe – in die entgegengesetzte Rich-

Rohstoffpreise (Erdöl und übrige Rohstoffe) 1979–87

Monatsdurchschnitte, Dezember 1978 = 100



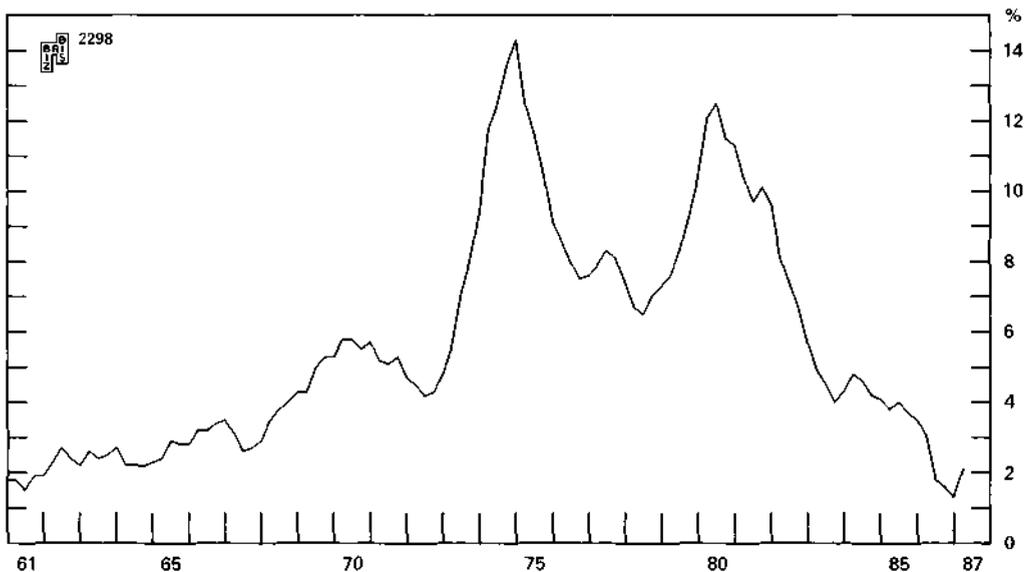
¹ „Arabian light crude“ in Rotterdam; „Saudi Arabian 34“ bis 1985, „Dubai Fateh 32“ ab 1986. ² Economist-Index.

tung – hatten eine Rezession nach sich gezogen. Theoretische Überlegungen stützten diese intuitive Schlußfolgerung: Insbesondere erschien es wahrscheinlich, daß ein weiterer Inflationsrückgang die Wirtschaftsentwicklung möglicherweise direkt oder auch als Nebenprodukt eines weiterhin auf ein stetiges Wachstum der Nominalgrößen zielenden geldpolitischen Kurses begünstigen würde. Ein solches Ziel wurde denn auch in mehreren Ländern als mit dem „Überschießen“ der monetären Vorgaben vereinbar angesehen, zumal die Überschußländer von den Devisenmärkten her unter Druck gerieten, der die Wirtschaftspolitik in die gleiche Richtung drängte. Die Gewinne bei den Terms of trade hätten sich also ziemlich vollständig in einer stärkeren Zunahme der verfügbaren Realeinkommen der Wirtschaftsteilnehmer und -sektoren niederschlagen müssen. Hinzu kam, daß sich die entsprechenden Einbußen an realer Kaufkraft in den Ölexportländern – in Analogie zu den früheren Ölpreisschüben – möglicherweise nicht sofort und in vollem Ausmaß in geringeren realen Ausgaben für Importe aus den Industrieländern hätten widerspiegeln müssen.

Im Ergebnis schwächte sich der Preisauftrieb denn auch weiter ab, und zwar mehr als in irgendeinem der vorangegangenen drei Jahre des Inflationsabbaus. Im Dezember lagen die Verbraucherpreise in den Ländern der Zehnergruppe im gewogenen Durchschnitt um rund 1¼% über ihrem Niveau vor Jahresfrist, verglichen mit etwas mehr als 3½% im Dezember 1985. In einigen Ländern ging das Verbraucherpreisniveau sogar zurück.

Die Verbesserung im Austauschverhältnis mit dem Ausland und der relativ starke Rückgang der Inflation im Jahr 1986 sind freilich eher kurzfristige Erscheinungen. Bei der Verbraucherpreisentwicklung muß in der Tat wohl wieder mit einer gewissen Rückkehr zur Wachstumstendenz der inländischen Kosten gerechnet werden. Gleichwohl darf nicht übersehen werden, daß das günstige wirtschaftliche Umfeld des

Inflation in den Ländern der Zehnergruppe 1961–87*



* Durchschnittliche prozentuale Veränderung der Verbraucherpreise über vier Quartale. Konsumausgabengewichte und Wechselkurse des jeweils vorangegangenen Jahres.

vergangenen Jahres zu einem großen Teil früheren Entwicklungen zu verdanken war. Nicht nur, daß die Wirtschaftspolitik bereits seit einer Reihe von Jahren einen antiinflationären, nicht akkommodierenden Kurs steuerte, dessen Fortsetzung zunehmend glaubwürdig erschien; überhaupt war die Wirtschaftspolitik in einen mehr mittelfristigen, angebotsseitig orientierten Rahmen eingebettet worden. Beispielsweise haben sich die öffentlichen Finanzen – auch wenn sie noch nicht völlig unter Kontrolle sind – allmählich zwar, aber ganz allgemein in eine solidere Richtung bewegt, die es der Geldpolitik im abgelaufenen Jahr ermöglichte, kurzfristig etwas flexibler zu agieren.

Die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen hat auch Möglichkeiten für eine Reduzierung der Steuerlast eröffnet, jedenfalls im Sinne einer Verbesserung der Steuerstrukturen. Steuerreform wird dadurch zu einem immer wichtigeren Thema, besonders nach dem Vorgehen der USA, wodurch für andere Länder ein Zwang und ein Anreiz zu folgen entstanden ist.

Ganz allgemein sind in den letzten Jahren Maßnahmen ergriffen worden, ein reibungsloseres und effizienteres Funktionieren der Wirtschaft zu erleichtern. Es wurde eine Fülle begrenzter und für sich gesehen oft verhältnismäßig unbedeutender Maßnahmen ergriffen, die sämtlich unter das Schlagwort „Strukturwandel“ fallen und vor allem der Verbesserung der Marktmechanismen dienen. Entregulierung, Privatisierung und der Abbau von Hemmnissen sind stark in den Vordergrund gerückt.

Eine Entwicklung der letzten Jahre hat indes die positiven Auswirkungen der soeben erörterten kurz- und mittelfristig wirksamen Faktoren in Frage gestellt. Die Rede ist von den wachsenden internationalen Zahlungsbilanzungleichgewichten. Eine Folge dieser Ungleichgewichte sind die immer lauter werdenden Drohungen und bereits sichtbaren Zeichen von Protektionismus. Möglicherweise befürchten auch die Unternehmer ein deutliches Abflauen der Inlandsnachfrage als Teil des Anpassungsprozesses in den USA. Im Jahr 1986 war bereits ein allgemeines, deutliches Nachlassen der Investitionstätigkeit der Unternehmen zu beobachten (s. auch auf S. 23–25). Diese Entwicklung läßt befürchten, daß die Investitionspläne in gefährlicher Weise nach unten

Wachstum des BSP/BIP: Prognosen und Ergebnisse im Jahr 1986

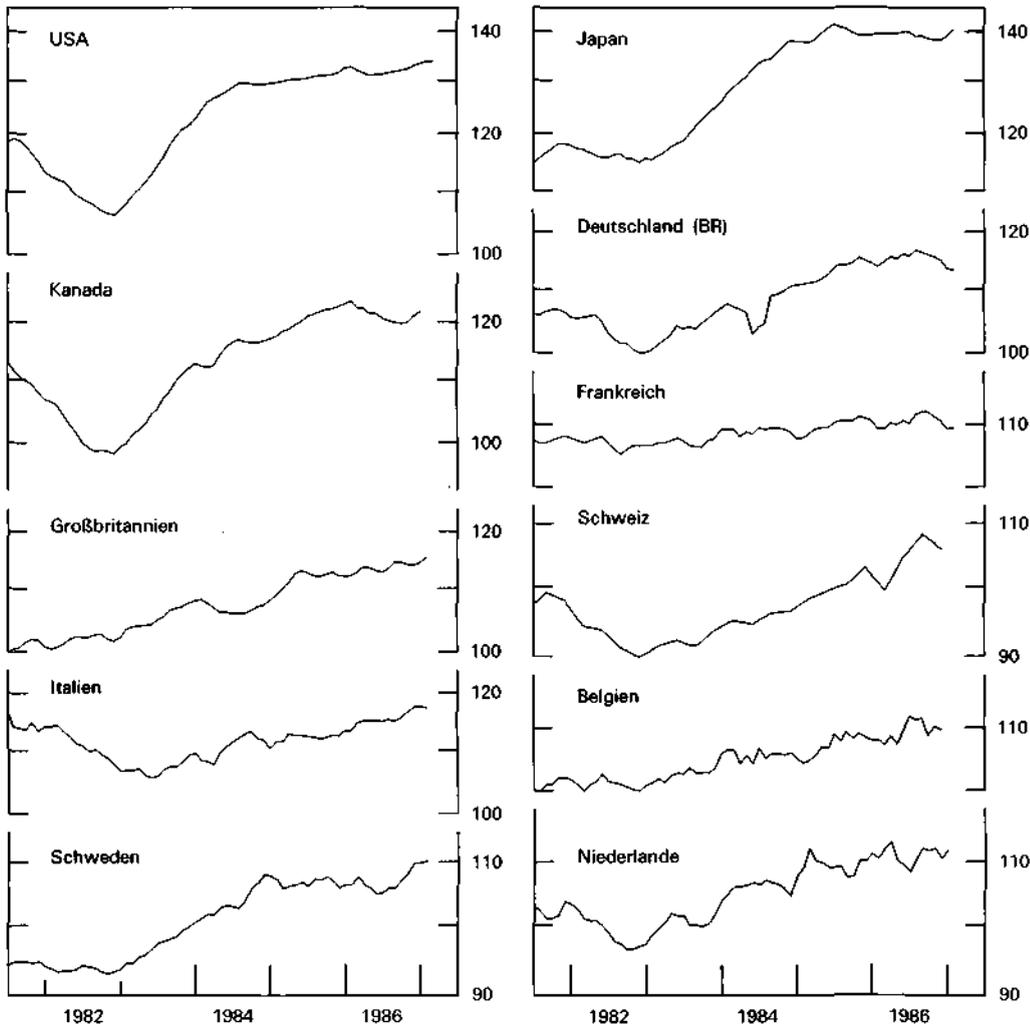
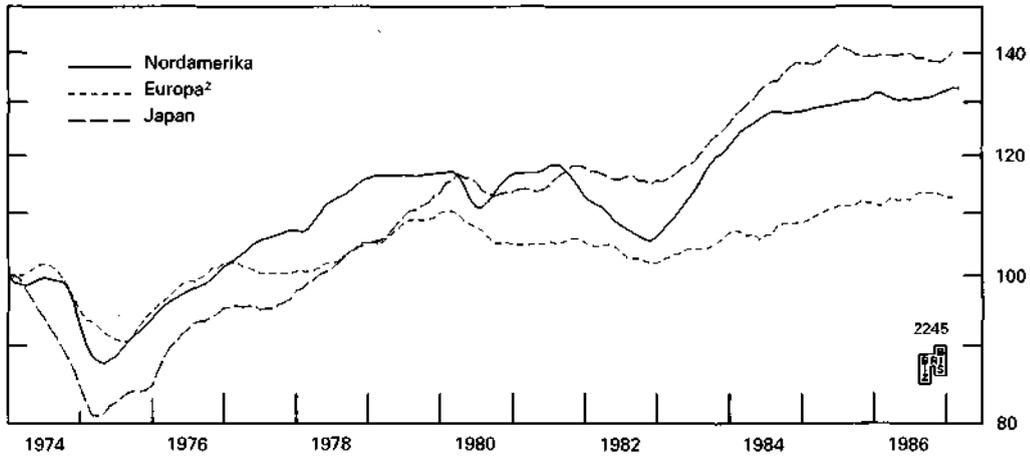
	Nationale Prognose ¹	Ergebnis
	Veränderung in Prozent	
USA	3,4	2,5
Japan	4,0 ²	2,5
Deutschland (BR)	2,5	2,4
Frankreich	2,0	2,1
Großbritannien	3,0	2,4
Italien	2,5–3,0	2,7
Kanada	3,7	3,1
Belgien	1,3	2,1
Niederlande	2,0	1,6
Schweden	1,6	1,3
Schweiz	1,5	2,8
Zehnergruppe	3,2	2,5

¹ Prognosen, die Ende 1985 oder Anfang 1986 zumeist in Verbindung mit der Haushaltsvorlage veröffentlicht wurden.

² Durchschnitt im Finanzjahr: April 1986 bis Ende März 1987.

Industrieproduktion¹

Dezember 1973 = 100



¹ Gleitende Dreimonatsdurchschnitte (logarithmischer Maßstab); die Gewichtung der Indizes für Nordamerika und Europa wurde auf der Basis von Wechselkursen und Bruttoinlandsprodukten des jeweils vorangegangenen Jahres vorgenommen.
² Belgien, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Niederlande, Schweden und Schweiz.

revidiert werden könnten. Während aufgrund des rückläufigen Dollarkurses und der verbesserten Aussichten auf ein geringeres Defizit des US-Haushalts Hoffnung auf einen Abbau der internationalen Zahlungsbilanzungleichgewichte besteht, sieht es nun so aus, daß die Anpassung langsamer als erwartet vorankommen wird und dadurch die Gefahr fortgesetzter Spannungen an den Finanz- und den Gütermärkten anhält.

Gleichwohl beschreiben die oben genannten Einflußfaktoren wohl ein Umfeld, das im vergangenen Jahr einem verbesserten gesamtwirtschaftlichen Ergebnis in den Industrieländern hätte förderlich sein müssen. Ein Vergleich der Prognosen mit den Ergebnissen in den einzelnen Ländern bestätigt jedoch, daß die tatsächliche Entwicklung insgesamt enttäuschend war (s. Tabelle auf S. 12). Nicht nur, daß das Produktionswachstum in der ersten Jahreshälfte auf eine Jahresrate von etwas mehr als 2% zurückfiel; auch die erhoffte Belebung im zweiten Halbjahr war ohne Schwung und ist inzwischen einer erneuten Abschwächung in den ersten Monaten des Jahres 1987 gewichen.

Das Ergebnis – ein Überblick

In den nachfolgenden Abschnitten wird zunächst versucht, die Hauptgründe für das enttäuschende Wirtschaftswachstum im vergangenen Jahr mit Hilfe einer eingehenden Untersuchung der Einkommens- und Ausgabenveränderungen aufzudecken.

Im zweiten Abschnitt werden einige Entwicklungen des vergangenen Jahres aus mittelfristiger Perspektive unter Hervorhebung einiger grundlegender Verhaltensmuster auf der Angebotsseite beleuchtet. Der nominale Lohnkostenanstieg fiel nicht so moderat aus, wie man angesichts der hohen Arbeitslosigkeit und günstiger externer Preiseinflüsse hätte erwarten können. Dies wiederum bedeutet, daß Zweifel weiterbestehen, ob auf Dauer ein höheres Produktionswachstum erreicht werden kann, insbesondere eines, das auch ausreicht, die Arbeitslosigkeit zu vermindern. Diese Zweifel werden besonders im Falle einiger europäischer Länder noch verstärkt, wenn man die kurz- und mittelfristige Entwicklung der Investitionstätigkeit betrachtet. Neben der möglichen Gefahr einer Lohninflation vermindert auch dies die Aussichten auf einen raschen und deutlichen Rückgang der Beschäftigungslosigkeit.

In einem dritten Hauptabschnitt werden die Fortschritte des vergangenen Jahres bei der Anpassung der weltweiten Handelsströme an den Kursrückgang des Dollars und Veränderungen der relativen Wachstumsraten der Inlandsnachfrage untersucht.

Ausgehend von dieser ausführlichen Untersuchung der wirtschaftlichen Entwicklungen des vergangenen Jahres werden im Schlußteil des Kapitels einige makroökonomische Aspekte unter besonderer Berücksichtigung der Finanzpolitik erörtert.

Analyse des Ergebnisses: Nachfrage und Produktion

Nach einem Höchstwert von 4¼% im Jahr 1984 schwächte sich das durchschnittliche Produktionswachstum in den Ländern der Zehnergruppe im Jahr 1985 auf 3% und im letzten Jahr weiter auf 2½% ab. Ein deutlich geringerer Wert war im vierten Quartal 1986 gegenüber demselben Zeitraum des Vorjahres festzustellen.

Was zunächst einmal die Veränderung des Austauschverhältnisses wiederum bezogen auf die Zehnergruppe als Ganzes anbelangt, so belief sich die Verbesserung der

Veränderung des realen BSP/BIP und seiner Komponenten¹

	Jahr	Reales BSP/BIP	Verbrauch		Bruttoanlageinvestitionen			Ausfuhr	Einfuhr	Vorratsinvestitionen ³
			privat	öffentl.ich	privat	ohne Wohnungs-bau	Wohnungs-bau				öffentl.ich
Prozent										
USA	1983	3,6	4,7	1,1	- 1,5	42,0		- 3,8	9,6	0,6
	1984	6,4	4,7	4,0	16,9	14,3		6,2	23,2	2,0
	1985	2,7	3,5	6,8	9,3	3,9		- 2,0	3,8	- 1,4
	1986	2,5	4,1	3,5	- 1,0	9,4		2,5	10,4	- 0,1
	1986 4. Q.	2,0	4,0	2,7	- 4,0	10,0		6,3	7,9	- 0,6
Japan	1983	3,3	3,2	3,0	2,6	- 5,9	- 1,5	4,0	- 5,2	- 0,4
	1984	5,0	2,7	2,8	11,5	- 2,2	- 2,8	17,5	11,1	0,4
	1985	4,7	2,6	1,9	12,3	2,6	- 7,0	5,4	- 0,1	0,4
	1986	2,5	2,7	6,6	6,5	10,1	4,6	- 4,8	3,3	- 0,2
	1986 4. Q.	2,0	2,2	17,3	3,2	17,7	6,7	- 3,7	6,4	- 1,1
Deutschland (BR)	1983	1,8	1,7	0,2	5,0	5,5	- 8,6	- 0,6	0,8	0,6
	1984	3,0	1,5	2,5	0,8	2,0	- 2,1	8,5	5,5	0,4
	1985	2,5	1,7	2,2	5,4	-10,5	- 0,4	7,3	4,7	0,1
	1986	2,4	4,2	2,5	4,6	- 1,2	6,9	- 0,5	3,2	0,0
	1986 4. Q.	2,4	4,0	1,9		3,8 ^d		- 0,9	4,2	0,6
Frankreich	1983	0,7	0,9	2,1	- 4,2	- 2,6	- 3,5	3,7	- 2,7	- 0,8
	1984	1,4	1,1	1,2	- 1,4	- 4,3	- 1,5	7,1	2,8	0,1
	1985	1,7	2,4	3,2	1,8	- 2,7	6,1	2,1	4,7	- 0,1
	1986	2,1	3,4	2,7	4,3	- 1,6	7,5	- 0,6	6,5	0,6
	1986 4. Q.	2,3	2,8	2,9	5,5	- 1,1	7,0	- 2,2	2,8	0,5
Großbritannien	1983	3,7	3,9	2,0	- 0,6	11,3	18,6	2,2	5,5	0,8
	1984	2,1	2,1	0,7	13,4	8,9	0,3	6,9	9,2	- 0,3
	1985	3,6	3,7	0,2	10,1	- 3,0	-14,3	5,8	3,1	0,3
	1986	2,4	4,6	1,2	- 2,6	13,2	3,9	3,0	5,8	0,0
	1986 4. Q.	2,9	4,3	2,0	- 3,0	14,2	1,5	7,6	10,0	0,4
Italien	1983	0,5	0,4	2,8	- 3,7	3,9		2,3	- 1,6	- 0,6
	1984	3,5	2,2	2,0	6,0	0,6		7,6	11,3	1,8
	1985	2,7	2,7	3,5	5,6	- 2,4		4,0	5,3	0,2
	1986	2,7	3,2	3,0	2,4	- 2,0		3,1	5,1	0,6
	1986 4. Q.	2,4	2,8	3,5		1,1 ^d		- 4,1	- 1,4	0,4
Kanada	1983	3,1	3,0	0,8	- 7,4	15,2	- 3,6	6,4	7,8	2,1
	1984	5,5	3,6	3,1	0,6	- 0,3	4,2	17,5	16,4	1,2
	1985	4,0	5,0	1,9	4,1	12,5	2,7	5,8	7,7	0,0
	1986	3,1	4,0	1,2	- 0,8	13,1	- 4,5	3,1	5,1	0,4
	1986 4. Q.	1,6	3,2	0,7	- 3,6	8,1	- 6,1	3,3	3,2	- 0,6
Zehnergruppe ⁵	1983	2,8	3,3	1,4	- 0,5	15,3		1,1	2,6	0,3
	1984	4,9	3,2	2,9	8,7	5,4		8,9	12,0	1,1
	1985	3,0	3,0	4,6	6,7	1,5		3,2	3,8	- 0,6
	1986	2,5	3,7	3,3	1,9	7,5		0,9	6,4	0,0
	1986 4. Q. ⁶	2,1	3,5	3,9		2,2 ^d		1,7	5,7	- 0,4

¹ Die Zahlen für 1986 sind vorläufig; die Angaben zu 1986 4. Q. beziehen sich auf Veränderungen gegen Vorjahr. ² Einschl. öffentlicher Investitionen im Falle Italiens und der Zehnergruppe im ganzen. ³ In Prozent des BSP/BIP vom vorangegangenen Jahr. ⁴ Anlageinvestitionen insgesamt. ⁵ Ausgabengewichte und Wechselkurse vom vorangegangenen Jahr. ⁶ Siebenergruppe.

gesamten (d.h. Waren und Dienstleistungen umfassenden) Terms of trade auf etwas über 7%, was der bei weitem größte Jahresgewinn seit mehr als dreißig Jahren ist. Diese Verbesserung war freilich nur etwa halb so groß wie die Einbußen von 1974 und 1979/1980. Sie war ferner auch infolge der veränderten Wechselkurse und weil einige Länder wie die USA, Kanada und Großbritannien selbst relativ bedeutende Produzenten von Energie- und/oder anderen Rohstoffen sind sehr ungleich verteilt (s. umstehende Tabelle).

Veränderung der Terms of trade¹

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
	Prozent							
USA	- 4,0	-11,5	2,1	4,2	3,9	2,3	0,7	2,1
Japan	-13,6	-21,0	0,2	- 0,6	- 1,1	0,4	1,8	26,6
Deutschland (BR)	- 2,7	- 5,1	- 5,0	1,1	1,1	- 1,2	0,5	10,6
Frankreich	- 0,1	- 3,9	- 2,3	4,7	1,3	- 0,5	2,4	9,8
Großbritannien	2,6	4,8	0,8	0,0	- 0,2	- 2,0	1,5	- 3,6
Italien	- 1,0	- 3,5	- 5,9	2,3	3,7	- 0,5	0,9	14,1
Kanada	6,7	6,6	1,3	- 2,0	- 0,3	- 1,3	- 1,8	- 3,3
Belgien	0,2	- 4,0	- 3,8	0,0	0,2	- 0,2	0,7	4,7
Niederlande	- 2,4	- 1,9	- 0,3	2,6	- 0,5	0,3	0,5	1,7
Schweden	- 1,5	- 2,0	- 2,1	- 2,1	- 1,1	1,9	1,5	6,9
Schweiz	- 4,4	- 5,6	0,8	4,3	2,0	0,0	- 1,1	6,1
Zehnergruppe ²	- 4,1	- 8,7	- 0,3	2,4	1,9	0,8	0,9	7,3

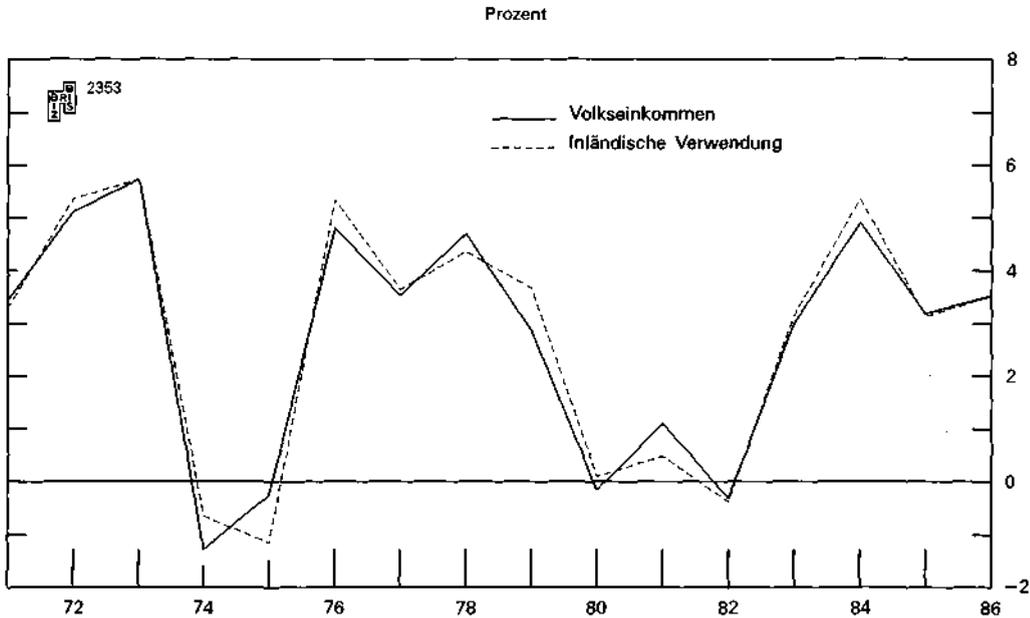
¹ Waren und Dienstleistungen. ² BIP-Gewichte und Wechselkurse vom jeweils vorangegangenen Jahr.

Für das verfügbare reale Volkseinkommen (gemessen als gesamtwirtschaftliches Einkommen (BSP) deflationiert mit dem Preisindex der gesamten inländischen Nachfrage einschl. Importe) bedeutete die Veränderung der relativen Außenhandelspreise einen Zuwachs von durchschnittlich 1¼%. Wie bei allen realen Einkommensveränderungen schlägt sich indes ein derartiger Zuwachs nur insoweit in einer Ausweitung der Produktion nieder, wie er ausgegeben und nicht gespart wird. Innerhalb der Zehnergruppe wirkt eine geringe Ausgabeneigung notwendig auf die Einkommen selbst zurück, da die Produktion als Reaktion auf die schwache Nachfrage gedrosselt wird. Der Verlust – die schwache Reaktion – bleibt größtenteils im System, da der Teil des Einkommensanstiegs, der für Produkte von außerhalb des Gebiets ausgegeben wird, vergleichsweise klein ist. So erklärt sich, weshalb die verfügbaren statistischen Daten den Eindruck erwecken, daß der Einkommenszuwachs tatsächlich ausgegeben wurde, Einkommen und Ausgaben also in gleichem Ausmaß gestiegen sind (s. Grafik). Aber wie die Unterscheidung zwischen Ex-post- und Ex-ante-Ersparnis klarmacht, kann daraus kein endgültiger Schluß gezogen werden.

Das verfügbare reale Volkseinkommen nahm im Durchschnitt der Zehnergruppe nur um rund 3½% und die reale Inlandsnachfrage um fast genau dieselbe Rate zu, was in beiden Fällen eine *Beschleunigung* gegenüber 1985 von weniger als ½% bedeutet. Bedenkt man vor allem die namhaften Zuwächse beim Geldvermögen des privaten Sektors und den 1¼prozentigen Realeinkommensgewinn aufgrund der Terms of trade, so war dieses Ergebnis relativ bescheiden.

Von der Entwicklung der Außenhandelsvolumen gingen eindeutig negative Effekte auf die Länder der Zehnergruppe aus. Das Exportwachstum sank auf einen verschwindend geringen Wert, da die Ölexporteure und andere hart bedrängte Entwicklungsländer ihre Einfuhren drosselten. Gleichzeitig verstärkte sich die Importnachfrage der Gruppe, da z.B. offenbar die Ölvorräte zu neuen, niedrigeren Preisen aufgestockt wurden. Insgesamt ging der reale Außenbeitrag der Gruppe um rund 1% des Bruttosozialprodukts zurück.

Länder der Zehnergruppe: Veränderung des verfügbaren realen Volkseinkommens und der inländischen Verwendung 1971–86*



* BIP-Gewichte und Wechselkurse des jeweils vorangegangenen Jahres.

Verteilung der Einkommensverbesserung, gesamtwirtschaftliche Ausgabeneigung und Zusammensetzung der Inlandsnachfrage. Die vorangegangene Analyse für die Zehnergruppe insgesamt gibt hinsichtlich der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und Produktion das folgende Rätsel auf. Warum ist die Inlandsnachfrage in den Ländern der Zehnergruppe angesichts steigender verfügbarer Einkommen durch günstigere Terms of trade und angesichts der hohen Vermögenszuwächse nicht in dem Maß gestiegen, daß der aus der Verschlechterung des realen Außenbeitrags herrührende negative Einfluß mehr als wettgemacht wurde und die Produktionszunahme sich beschleunigte statt sich zu verlangsamen?

Ein Grund mag in der ungleichen Verteilung der Realeinkommensgewinne innerhalb der Zehnergruppe liegen. Wie bereits oben erwähnt, waren die einzelnen Länder nicht in gleichem Maße an den Terms-of-trade-Verbesserungen beteiligt, und diese Ungleichheit spiegelte sich im Anstieg der Gesamteinkommen wider. So war die zuvor erwähnte geringe Beschleunigung des Realeinkommensanstiegs von einer von 3 auf 5,5 Prozentpunkte erweiterten Spanne der Wachstumsraten der einzelnen Länder begleitet, und die Standardabweichung hat sich mehr als verdoppelt. Es ist schwierig, den Einfluß dieser Entwicklung auf die inländische Nachfrage zu quantifizieren, doch ist es eine wohlbekannte Tatsache, daß mit derartigen divergierenden Tendenzen ungünstige asymmetrische Effekte verbunden sind. Erfahrungsgemäß reagieren die Ausgaben auf Einkommensverluste sehr viel schneller als auf Einkommensgewinne, und das selbe dürfte auf positive und negative Veränderungen der Wachstumsraten zutreffen.

Zweitens hängt das Wachstum der Inlandsnachfrage davon ab, wie sich die Einkommensverbesserungen auf die einzelnen Sektoren eines Landes verteilen und wie

rasch die verschiedenen Sektoren reagieren. Wenn ein großer Teil des außenwirtschaftlich bedingten Einkommensanstiegs auf die privaten Haushalte entfällt, dann wird die Ausweitung der Ausgaben gewöhnlich verhältnismäßig kräftig ausfallen. Wenn hingegen die Unternehmen den Rückgang der Produktionskosten nicht weitergeben und sich die Gewinnquote erhöht, so wird der sofortige Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Ausgaben geringer sein, da die Wirkungsverzögerung zwischen Einkommen und Ausgaben bei den Unternehmen tendenziell länger ist als bei den privaten Haushalten. Drittens wird der Einfluß auf die Inlandsnachfrage besonders gering sein, wenn der Staat, wie es in mehreren europäischen Ländern geschehen ist, den Rückgang der Öleinfuhrpreise durch eine Erhöhung der Mineralölsteuern ausgleicht und die zusätzlichen Einnahmen zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte verwendet. Eine ähnliche Auswirkung ist zu erwarten, wenn, wie in Kanada geschehen, der Ölpreisrückgang mit der Aufhebung der Preiskontrollen bei Energie zusammenfällt.

Für die Zehnergruppe als Ganzes sind diese internen Verteilungseffekte nur schwierig auszumachen. Für die einzelnen Länder sind dagegen die Unterschiede im Ausgabenverhalten leichter nachzuweisen, und in der gegenüberstehenden Tabelle wird dies versucht, wobei sowohl direkte als auch indirekte Indikatoren Verwendung finden. Als erster Eindruck ergibt sich aus der Tabelle, daß die marginale Ausgabeneigung, gemessen als Verhältnis der Veränderungen von realer Nachfrage und realem Einkommen, von Land zu Land recht unterschiedlich war. Gleichfalls erkennbar ist jedoch, daß diese Unterschiede zu einem großen Teil mit der Höhe der außenwirtschaftlich bedingten Einkommenszuwächse und mit deren Verteilung auf die privaten Haushalte, die Unternehmen und den öffentlichen Sektor in Zusammenhang gebracht werden können:

– In vier der Länder (*Deutschland, Italien, Belgien und Schweden*), die die größten Vorteile aus der internationalen Preisentwicklung zogen, haben sich nur 60–70% des Anstiegs des gesamtwirtschaftlichen Realeinkommens in einer höheren Nachfrage niedergeschlagen. In Deutschland, Italien und Belgien scheint der Hauptgrund für die niedrige Ausgabeneigung eine veränderte Verteilung der Primäreinkommen zugunsten der Unternehmen gewesen zu sein, aber auch die Ausgaben der privaten Haushalte expandierten verzögert, so daß sich die Sparquote erhöhte. Im Fall Deutschlands stieg der Finanzierungssaldo der privaten Haushalte wegen der anhaltenden Schwäche bei den Wohnungsbauinvestitionen sogar noch stärker. In Schweden blieb die primäre Einkommensverteilung im großen und ganzen unverändert, und Hauptnutznießer der außenwirtschaftlichen Verbesserung – und auch hauptursächlich für die verhältnismäßig geringe Zunahme der Inlandsnachfrage – war der Staat, der das zusätzliche Einkommen zur Verringerung seines Finanzierungsbedarfs auf unter 1% des Bruttosozialprodukts verwendete. Auch in Italien war eine Verbesserung der finanziellen Position des öffentlichen Sektors hauptsächlich aufgrund höherer Energieabgaben festzustellen; ebenso, wenn auch in einem geringeren Ausmaß, in Belgien.

– In den drei Ländern, die den geringsten Nutzen oder gar Einbußen aus den veränderten Außenhandelspreisen verzeichneten (*die Vereinigten Staaten, Großbritannien und Kanada*), war das Ergebnis dem oben erörterten fast entgegengesetzt: Die Inlandsnachfrage stieg stärker als die realen Faktoreinkommen, die Sparquote der privaten Haushalte sank, und der Außenbeitrag ging zurück. In den USA und Kanada beschränkte sich die Verschlechterung des Finanzierungssaldos auf den privaten Sektor, und im Falle Kanadas sollte die Dynamik der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage vor dem Hintergrund einer deutlichen Verringerung des Staatsdefizits gesehen werden. In

Entwicklung der Faktoreinkommen und der Ausgaben

	Jahr	Nominale Faktor-	Marginale Aus-	Einkommens-		Finanzierungssaldo			Ersparnis der privaten Haushalte ¹
		ein-	gaben-	Lohn-	Unter-	Private Haushalte	Unter-	Öffentliche Haushalte	
		kommen	neigung							empfänger	nehmen
	Veränderung in Prozent	Relation ²	in Prozent der Faktoreinkommen		in Prozent des BSP			in Prozent des verfügbaren Einkommens	
Deutschland (BR) ...	1980-83	4,2	n.a.	63,2	36,8	3,7	- 2,3	- 3,1	13,8
	1984	5,1	0,76	60,6	39,4	3,3	- 1,6	- 1,9	12,9
	1985	5,1	0,56	59,8	40,2	4,1	- 1,9	- 1,1	12,7
	1986	6,0	0,69	59,3	40,7	5,0	- 0,8	- 1,2	13,2
Italien	1980-83	16,0	1,73	50,7	49,3	12,5	- 5,3	-10,5	23,6
	1984	14,1	1,37	50,5	49,5	14,4	- 3,9	-12,7	24,2
	1985	11,8	1,17	50,7	49,3	14,5	- 4,9	-13,6	23,8
	1986	11,0	0,62	49,4	50,6	13,8	- 3,3	-12,5	24,7 ³
Belgien	1980-83	5,8	2,42	65,6	34,4	9,0	1,9	-14,3	18,1
	1984	8,0	0,86	63,1	36,9	8,7	2,7	-12,1	16,5
	1985	6,7	0,70	62,1	37,9	7,7	4,1	-11,6	15,5
	1986	7,2	0,64	59,7	40,3	7,9	5,4	-11,2	16,3
Schweden	1980-83	9,3	1,29	70,6	29,4	- 0,9	- 0,7	- 5,1	2,6
	1984	10,9	0,90	67,6	32,4	- 1,3	0,2	- 2,6	0,5
	1985	8,5	2,65	67,2	32,8	- 1,7	0,6	- 3,9	- 0,1
	1986 ³	8,6	0,63	67,2	32,8	- 1,4	- 0,7	- 0,7	- 0,8
USA	1980-83	7,6	1,58	65,2	34,8	4,3	- 0,8	- 3,5	6,7
	1984	10,5	1,35	64,3	35,7	3,8	- 1,2	- 4,2	6,3
	1985	6,0	1,35	64,8	35,2	2,9	- 0,0	- 5,0	5,1
	1986	5,2	1,27	65,0	35,0	2,0	0,1	- 4,8	3,9
Kanada	1980-83	8,7	1,37	63,7	36,3	8,2	- 2,5	- 6,6	14,8
	1984	9,4	1,02	61,7	38,3	9,0	- 0,8	- 8,2	14,7
	1985	7,1	1,50	61,6	38,4	7,6	- 0,8	- 8,1	13,6
	1986	4,8	4,45	62,2	37,8	5,3	- 1,8	- 6,4	11,3
Großbritannien	1980-83	8,9	2,20	67,5	32,5	5,0	1,0	- 3,6	13,2
	1984	6,6	1,68	65,6	34,4	3,9	2,2	- 4,1	12,1
	1985	10,1	0,80	64,6	35,4	3,2	1,6	- 2,9	11,4
	1986	5,4	6,38	66,3	33,7	2,4	0,8	- 2,8	11,0
Frankreich	1980-83	12,2	1,16	63,6	36,4	4,1	- 4,6	- 1,8	16,8
	1984	8,3	0,73	63,4	36,6	3,8	- 2,5	- 2,7	14,6
	1985	7,0	1,58	62,5	37,5	2,9	- 2,1	- 2,9	13,8
	1986	6,9	1,04	61,4	38,6	3,5	- 1,5	- 2,9	14,0
Schweiz	1980-83	6,5	0,05	61,4	38,6	- 2,9		- 0,3	5,0
	1984	5,7	0,73	60,9	39,1	5,1		- 0,3	5,8
	1985	6,8	0,72	60,5	39,5	5,3		0,0	6,1
	1986	6,1	0,89	60,4	39,6	4,7		0,7	6,8
Niederlande	1980-83	4,5	n.a.	61,9	38,1	- 1,7		- 5,5	15,8
	1984	4,6	0,60	57,1	42,9	- 0,1		- 5,7	18,6
	1985	4,7	0,95	56,1	43,9	1,7		- 5,1	19,7
	1986	1,5	2,00	57,4	42,6	- 1,4		- 6,7	19,2 ³
Japan	1980-83	5,3	0,70	58,7	41,3	10,0	- 3,4	- 6,9	15,9
	1984	5,9	0,88	59,1	40,9	9,2	- 2,0	- 5,8	14,7
	1985	6,3	0,84	58,3	41,7	9,4	- 2,4	- 4,1	14,7
	1986 ³	4,3	0,89	58,4	41,6	10,3	- 1,3	- 4,2	15,8

¹ Nationale Definitionen. ² Veränderung der realen Inlandsnachfrage bezogen auf die Veränderung der realen Faktoreinkommen: „n.a.“ kennzeichnet eine Veränderung von Nachfrage und Einkommen mit umgekehrten Vorzeichen. ³ Schätzung.

Großbritannien verschlechterte sich die finanzielle Position aller drei Sektoren, da die Regierung keinen Versuch unternahm, die Einkommensverluste aus der Ölproduktion zu kompensieren, und sowohl die privaten Haushalte wie auch die Unternehmen erhöhten ihre Ausgaben relativ zum Einkommen. Die dortige Entwicklung könnte auch durch Veränderungen der primären Einkommensverteilung beeinflusst worden sein, wengleich der Anstieg der Lohnquote zum größten Teil, wenn nicht ganz, die gesunkenen Erträge der im Ölgeschäft tätigen Unternehmen widerspiegelte.

– In den übrigen vier Ländern der Zehnergruppe wuchsen die realen Faktoreinkommen und die Inlandsnachfrage etwa im gleichen Tempo, doch lagen dem sehr unterschiedliche Ursachen zugrunde. In *Frankreich* weitete sich die Inlandsnachfrage kräftig aus, obwohl es der Unternehmenssektor war, der von den außenwirtschaftlich bedingten Einkommensverbesserungen profitierte und einen Teil des Einkommenszuwachses zur Konsolidierung seiner finanziellen Position verwendete. Die privaten Haushalte steigerten jedoch ihre Konsumausgaben nahezu im vollen Ausmaß des Einkommensanstiegs, während der Einfluß der Finanzpolitik praktisch neutral war. Die *Schweiz* profitierte etwa im selben Verhältnis wie Deutschland, Belgien, Italien und Schweden von günstigeren Terms of trade, aber die gesamtwirtschaftliche Ausgabeneigung war viel größer. Der Unternehmenssektor und die privaten Haushalte teilten sich den Gewinn zu nahezu gleichen Teilen. Während letztere ihre Finanzen konsolidierten, erhöhten die Unternehmen ihre Investitionsausgaben kräftig, so daß die Schweiz zusammen mit den Niederlanden und Belgien eines der wenigen Länder der Zehnergruppe war, das im vergangenen Jahr eine namhafte Wachstumsbeschleunigung bei den Anlageinvestitionen der Unternehmen vorweisen konnte. Hieraus erklärt sich wahrscheinlich der größte Teil des Rückgangs der privaten Ersparnis. Die *Niederlande* konnten nur kleine Terms-of-trade-Verbesserungen verbuchen, und bei den Ausgaben war eine geringere Wachstumsdynamik festzustellen als bei den anderen drei Ländern mit bescheidenen Verbesserungen im Austauschverhältnis. Dieses Ergebnis scheint sich aus zwei widerstreitenden Einflüssen ergeben zu haben. Auf der einen Seite glied der Staat nur einen Teil der aus niedrigeren Erdgaspreisen erwachsenen Einkommensverluste aus, so daß der Anstieg des Defizits der öffentlichen Haushalte einen deflationären Einfluß verschleiert. Auf der anderen Seite deutet die Verschlechterung des Finanzierungssaldos des privaten Sektors auf eine starke Ausgabeneigung, wobei bei den Anlageinvestitionen der Unternehmen ein besonders eindrucksvoller und willkommener Anstieg von über 12% festzustellen war.

Was schließlich *Japan* anbelangt, so gingen die Einfuhrpreise aufgrund des überdurchschnittlichen Anteils von Öl und anderen Rohstoffen an den Gesamtimporten und des steigenden Yen-Kurses um rund 30% zurück. Trotz dieser günstigen äußeren Einflüsse schwächte sich indes das Wachstum sowohl der nominalen als auch der realen Faktoreinkommen ab, was auf eine nachlassende Dynamik der Binnennachfrage hindeutet. Die verschiedenen Kennzahlen für Japan sind noch vorläufige Werte, doch sieht es angesichts gestiegener Verbraucherpreise bei gleichzeitigem Rückgang des Deflators der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage so aus, daß die niedrigeren Ölpreise langsamer auf die Preise der Endprodukte durchschlugen als in den meisten anderen Ländern. Einer neueren Studie der japanischen Notenbank zufolge könnte dies weitgehend mit dem Rückgang der Ausfuhrpreise Japans erklärt werden, wobei die Unternehmen versuchten, ihre Gewinnspannen durch Anhebung der Inlandspreise zu halten. Eine besonders langsame Anpassung ist ferner wohl bei den Preisen für bestimmte Nahrungsmittel unter staatlicher Kontrolle zu beobachten. Im übrigen deuten die Entwicklung der sektoralen Finanzierungssalden sowie der relativ geringe Anstieg der privaten Sparquote darauf hin, daß der verhaltene Anstieg der Investitionstätigkeit der Unternehmen die Hauptursache für die schwache Tendenz der Inlandsnachfrage war. Es gibt auch Hinweise dafür, daß die Verbesserung im Austauschverhältnis mit dem Ausland hauptsächlich den nicht im internationalen Wettbewerb stehenden Unternehmen (darunter den öffentlichen Versorgungsbetrieben) zugute kam, während im Exportsektor ein Rückgang der Investitionsausgaben zu verzeichnen war.

Ein dritter Grund für die im Jahr 1986 im Vergleich zu 1985 schwächere Zunahme der Produktion könnte die Zusammensetzung der Inlandsnachfrage gewesen sein, da einige Komponenten stärkeren Multiplikatoreffekten unterliegen als andere. In der Tat war ein Hauptmerkmal der Entwicklung 1986 die sehr deutliche Zunahme des privaten Verbrauchs. Für die Länder der Zehnergruppe betrug der Anstieg der realen Ausgaben der privaten Haushalte über 3½%, was mehr als 90% der Gesamtausweitung des Bruttosozialprodukts waren, gegenüber weniger als 65% im Jahr 1985. Besonders starke Steigerungen waren in Deutschland und Großbritannien und – unter den nicht zur Zehnergruppe gehörenden Ländern – in Dänemark, Norwegen und Portugal festzustellen. In den USA und in Kanada blieb der private Verbrauch die Triebkraft des gesamtwirtschaftlichen Nachfragewachstums. In beiden Ländern sowie in Großbritannien sank die Sparquote kräftig, möglicherweise als Reflex starker Vermögenseffekte unter anderem aufgrund der Hausse an den Aktienmärkten, aber auch eines erheblichen Anstiegs der Bruttoverschuldung der privaten Haushalte. Die hohe Ausgabeneigung der privaten Haushalte war auch an den Wohnungsbauinvestitionen zu erkennen, wenngleich das gegenwärtige Niveau der Baunachfrage in mehreren europäischen Ländern noch erheblich hinter früheren Höchstständen zurückbleibt.

Das Wachstum der Anlageinvestitionen der Unternehmen ging demgegenüber in den meisten Ländern zurück und war in den Vereinigten Staaten, Großbritannien und Kanada sogar negativ. Zum Teil kann die Abschwächung einem Rückgang der Investitionen im Ölsektor zugeschrieben werden, wenngleich ein weniger ungünstiger Lagerzyklus teilweise kompensierend wirkte. Jedenfalls waren die Investitionsausgaben der Unternehmen eine der negativen Überraschungen im vergangenen Jahr, zumal die Lohnquote im wesentlichen konstant blieb oder weiter zurückging. Zudem herrschten im allgemeinen günstige Finanzierungsbedingungen, und die Nominalzinsen bildeten sich in den meisten Ländern gegenüber 1985 zurück. Ein Grund für die geringe Investitionstätigkeit war möglicherweise das Zusammenspiel von Wechselkursveränderungen und sinkenden Energierohstoffpreisen. So kam es in Ländern mit sich abwertenden Währungen (USA, Großbritannien und Kanada) nicht zu der als Folge einer verbesserten Wettbewerbsposition normalerweise zu erwartenden Verstärkung der Investitionsausgaben, weil im Primärenergiesektor weniger investiert wurde und weil es zur Aufhebung steuerlicher Vergünstigungen kam. Gleichzeitig wurde in Ländern wie Japan und Deutschland der aufgrund von Terms-of-trade-Gewinnen und höheren Unternehmenserträgen üblicherweise gegebene Anreiz zu investieren durch die Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit offenbar konterkariert.

Zusammenfassung. Die obige Erörterung der Entwicklung von Produktion und Nachfrage in den Ländern der Zehnergruppe hat mehrere Ursachen der enttäuschenden gesamtwirtschaftlichen Ergebnisse offengelegt. Erstens übte die Verminderung des realen Außenbeitrags der Gruppe als Ganzes einen negativen Einfluß aus, die hauptsächlich auf einer unerwartet starken Importausgabendrosselung der Entwicklungsländer beruhte, welche auf sinkende Exporteinnahmen reagierten. Zweitens blieb das Wachstum der Anlageinvestitionen der Unternehmen weit hinter den Erwartungen und auch weit hinter jenem von 1985 zurück. Die kräftigen Konsumausgaben wirkten zwar als ausgleichender Faktor, gleichwohl könnte sich die veränderte Zusammensetzung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage aufgrund unterschiedlicher Multiplikatoreffekte alles in allem negativ ausgewirkt haben. Drittens dürfte die Verteilung des Zuwachses bei den verfügbaren Realeinkommen auf die einzelnen Länder und Sektoren den tatsächlichen Nachfrageeffekt im Vergleich zu der erwarteten

Wirkung reduziert haben. Aufgrund unterschiedlicher Energieimporte fielen die mit dem Ölpreistrückgang verbundenen Terms-of-trade-Verbesserungen in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich aus, und diese Divergenzen wurden durch Wechselkursveränderungen noch verstärkt. Es sieht auch so aus, daß in den Ländern, in denen nur ein kleiner Teil der Vorteile aus den veränderten Außenhandelspreisen an die Verbraucher weitergegeben wurde – sei es, daß die Unternehmen ihre Ertragsmargen ausweiteten oder sei es, daß die Regierung die Energieabgaben und andere Steuern erhöhte –, die allgemeine Ausgabeneigung geringer war als in Ländern, in denen die außenwirtschaftlich bedingten Einkommenszuwächse gleichmäßiger verteilt waren.

Analyse des Ergebnisses: Inlandspreise, Sachkapazitäten und Arbeitsmarkt

Auf den ersten Blick zumindest und in Anbetracht der günstigen Preisentwicklung scheint das Jahr 1986 hinsichtlich der bei der weiteren Rückführung der Inlandspreise erzielten Fortschritte etwas enttäuschend verlaufen zu sein. Veränderungen des Deflators des Bruttosozialprodukts werden häufig als der umfassendste Gradmesser für die Binneninflation angesehen, da sich das Sozialprodukt zum weitaus größten Teil aus den beiden inländischen Faktoreinkommen Löhne und Gewinne zusammensetzt. Der inländische Preisauftrieb schwächte sich jedoch, wie der untenstehenden Tabelle zu entnehmen ist, im Durchschnitt nur um ½ Prozentpunkt von 3½ auf rund 3% ab. In Deutschland, Japan und der Schweiz erhöhte sich sogar die inländische Teuerungsrate, wenn auch im Falle der zwei zuletzt genannten Länder nur geringfügig.

Soweit in dieser Entwicklung eine Ausweitung des Anteils der Gewinne am Volkseinkommen zum Ausdruck kommt, könnte der Deflator des Sozialprodukts die Grundtendenz der Preisentwicklung vorübergehend ungünstiger darstellen als sie wirklich ist. Die Preise der Endprodukte werden gewöhnlich auf der Basis eines Kalkulationsaufschlags auf die Input-Kosten unter Einschluß der Kosten eingeführter Produkte festgesetzt. Wenn, was wahrscheinlich ist, dieser Preisfestsetzungsprozess einer Wirkungsverzögerung unterliegt, dann wird ein plötzlicher Rückgang der Ein-

Veränderung des BSP/BIP-Deflators

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
	Prozent						
USA	9,1	9,6	6,4	3,9	3,9	3,4	2,6
Japan	3,8	3,2	1,9	0,8	1,2	1,5	1,8
Deutschland (BR)	4,8	4,0	4,4	3,3	1,9	2,2	3,1
Frankreich	12,2	11,8	12,6	9,7	7,5	5,8	4,6
Großbritannien	18,9	10,3	7,0	5,7	4,7	6,2	3,0
Italien	20,7	18,6	16,2	15,3	10,2	8,8	8,1
Kanada	10,6	10,8	8,9	4,9	3,6	3,4	2,8
Belgien	3,7	5,1	7,0	6,3	5,5	5,1	4,6
Niederlande	5,5	5,5	6,3	1,8	2,2	2,5	0,3
Schweden	11,7	9,5	8,6	9,8	7,9	6,8	6,8
Schweiz	2,7	6,9	7,3	3,3	2,8	2,7	3,0
Zehnergruppe*	9,1	8,7	6,8	4,6	3,9	3,5	3,1

* BIP-Gewichte und Wechselkurse vom jeweils vorangegangenen Jahr.

fuhrpreise nicht sofort und in vollem Umfang auf die Preise der Endprodukte durchschlagen. Daher steigen die Gewinne vorübergehend, wodurch das nominale, nicht aber das reale Sozialprodukt tendenziell steigt. Infolgedessen wird der Preisindex des Bruttosozialprodukts tendenziell ansteigen – dies trotz des vermeintlichen Paradoxons, daß die Importe rein rechnerisch nicht in die inländische Wertschöpfung eingehen. Sobald die Gewinnmargen wieder rückangepaßt werden, verflüchtigt sich dieser Effekt. Der umgekehrte Prozeß war wahrscheinlich während der früheren Ölpreisschübe im Gang.

Hieraus läßt sich folgern, daß zusätzliche preisdämpfende Einflüsse des Ölpreiserückgangs noch ausstehen könnten. Mit einem abschließenden Urteil sollte man deshalb gegenwärtig noch warten. Immerhin ist festzustellen, daß im letzten Jahr zwar eine Tendenz zu weiter abnehmenden Nominallohnzuwächsen zu erkennen war (s. unten auf S. 28/29), dies jedoch nicht für Deutschland gilt, wenngleich die dort festgestellte Beschleunigung relativ gering war.

Was andererseits den befristeten Anstieg der Gewinne anbelangt, so war er nicht ausreichend und möglicherweise zu kurzlebig, als daß er einen merkbaren Einfluß auf die Investitionsausgaben hätte haben können.

Investitionen und Sachanlagenbestand. Das langsamere Wachstum der Anlageinvestitionen der Unternehmen hat die im letztjährigen Bericht geäußerte Sorge verstärkt, daß die vorhandenen Sachkapazitäten für eine Vollbeschäftigung der Erwerbsbevölkerung nicht ausreichen. Bedenkt man, daß die frühere Verteilung der Faktoreinkommen in den meisten Ländern weitgehend wiederhergestellt ist und außerdem die Nominal- und Realzinsen gesunken sind, so stellt diese geringe Ausweitung der Investitionsausgaben eine herbe Enttäuschung dar.

Es gibt jedoch auch Gründe, die diese Einschätzung relativieren, freilich eher in Nordamerika und Japan als in Europa. Erstens überzeichnet der Anstieg der Bruttogewinnquoten die Verbesserung der Ertragslage, da die um Abschreibungen und Zinszahlungen bereinigten Gewinne weniger kräftig zunahmen als die Bruttoerträge. Wegen des stetigen Anstiegens der Relation des eingesetzten Kapitals zum Produktionswert ist die Rendite des Sachanlagevermögens auch gemessen an früheren Standards trotz einer gewissen Verbesserung in jüngster Zeit nach wie vor niedrig. Zweitens ist im langfristigen Vergleich (s. folgende Tabelle) das Wachstum der Anlageinvestitionen der Unternehmen gemessen am Auslastungsgrad der Sachkapazitäten im verarbeitenden Gewerbe vergleichsweise hoch. Dies war in den Jahren 1984/85 besonders deutlich in den USA zu erkennen, 1978–80 aber auch in Japan und Kanada. In Deutschland hingegen ist der historische Zusammenhang zwischen Investitionswachstum und Kapazitätsauslastung sehr viel lockerer, und in den anderen beiden in der Tabelle enthaltenen europäischen Ländern (Italien und Niederlande) ist das jüngste Wachstum der Unternehmensinvestitionen lediglich dem Anstieg der Kapazitätsauslastung gefolgt. Drittens sind zwar *insgesamt* die Anlageinvestitionen in Relation zum Sozialprodukt in allen Ländern deutlich zurückgegangen, doch hat sich die Quote der Anlageinvestitionen der *Unternehmen* sehr viel weniger verringert; in Nordamerika und Japan ist sie sogar gestiegen. Somit war die Schwäche bei den Gesamtinvestitionen größtenteils im Wohnungsbau und bei den öffentlichen Investitionen zu verzeichnen, wobei der Wohnungsbau für die Erhöhung des Produktionspotentials von geringerer Bedeutung ist. Viertens hat der Rückgang der Energiepreise und der Preise der übrigen Rohstoffe die Kosten gesenkt und dadurch die Produktionskapazitäten in Unternehmen und

Auslastung der Sachkapazitäten und Anlageinvestitionen der Unternehmen

	1964-66	1968-70	1972-73	1978-80	1984-85	1986
USA						
Auslastung der Sachkapazitäten (Prozent)	88,8	84,3	84,9	82,7	80,3	79,8
Veränderung der Anlageinvestitionen der Unternehmen (Prozent, Jahresrate)	12,4	2,6	10,9	5,4	13,1	- 1,0
Anlageinvestitionen der Unternehmen in Prozent des BSP	10,8	11,0	11,2	12,1	12,6	12,5
Japan						
Auslastung der Sachkapazitäten (Index: 1980 = 100) . . . . .	.	111,7	106,4	98,1	101,6	97,3
Veränderung der Anlageinvestitionen der Unternehmen (Prozent, Jahresrate)	15,4 ¹	22,4	8,5	8,3	11,9	6,5
Anlageinvestitionen der Unternehmen in Prozent des BSP	11,9 ¹	17,1	17,1	15,1	17,3	18,6
Deutschland (BR)						
Auslastung der Sachkapazitäten (Prozent) . . . . .	.	90,5 ²	86,1	82,8	82,1	84,8
Veränderung der Anlageinvestitionen der Unternehmen (Prozent, Jahresrate)	4,7	13,2	- 1,2	6,1	3,1	4,6
Anlageinvestitionen der Unternehmen in Prozent des BSP	12,7	12,3	12,8	12,0	11,7	12,1
Italien						
Auslastung der Sachkapazitäten (Prozent) . . . . .	.	80,9	76,9	74,9	73,1	75,3
Veränderung der Anlageinvestitionen der Unternehmen (Prozent, Jahresrate) ³ . . . . .	.	7,2	5,1	5,6	5,8	2,4
Anlageinvestitionen der Unternehmen in Prozent des BSP ³ . . . . .	.	15,0	14,6	12,8	15,7	15,8
Kanada						
Auslastung der Sachkapazitäten (Prozent)	94,7	90,2	93,0	89,0	84,4	85,4
Veränderung der Anlageinvestitionen der Unternehmen (Prozent, Jahresrate)	15,3	1,7	7,5	11,6	2,4	- 0,8
Anlageinvestitionen der Unternehmen in Prozent des BSP	11,7	10,9	10,6	12,8	12,4	12,0
Niederlande						
Auslastung der Sachkapazitäten (Prozent) . . . . .	.	.	84,8	80,5	83,7	84,2
Veränderung der Anlageinvestitionen der Unternehmen (Prozent, Jahresrate)	10,3	7,9	1,8	- 1,1	7,3	11,9
Anlageinvestitionen der Unternehmen in Prozent des BSP	13,3	13,9	12,2	11,6	10,7	12,3

¹ Nur 1965/66. ² Nur 1970. ³ Einschl. öffentlicher Investitionen; Bruch in der Reihe nach 1980.

Sektoren wieder wirtschaftlich werden lassen, die zuvor unter niedriger Rentabilität gelitten hatten. Es ist schwer, diesen Einfluß zu quantifizieren: Gegenwärtige Schätzungen beziffern den Zuwachs auf 1 bis 5% der Gesamtkapazität, je nachdem, von welchen Annahmen für die zugrundeliegende Produktionsfunktion ausgegangen wird. Als letztes ist anzuführen, daß die Abnahme der realen Arbeitskosten im Verhältnis zur Produktivität und den realen Kapitalkosten eine Substitution von Kapital durch Arbeit fördern und damit die Zahl der Arbeitsplätze, die ein gegebener Kapitalstock absorbieren kann, erhöhen sollte. Dieser Prozeß kann sich sowohl innerhalb eines Sektors abspielen als auch zwischen Sektoren verlaufen, so vor allem von der kapitalintensiven verarbeitenden Industrie zum arbeitsintensiveren Dienstleistungssektor. Wie weiter unten erwähnt wird, deuten jüngste Beschäftigungs- und Produktivitätstendenzen darauf hin, daß er bereits eingesetzt haben könnte.

Da die positiven Faktoren in Nordamerika und Japan am ausgeprägtesten sind, scheint die Gefahr von Kapazitätsengpässen und/oder mittelfristig hoher Arbeitslosigkeit in den europäischen Ländern am größten zu sein. Dies geht auch aus der folgenden Tabelle hervor: Die Rezession Anfang der achtziger Jahre bewirkte ein langsame-

Wachstum des Kapitalstocks sowie der Relation Sachkapital/Produktion und Sachkapital/Erwerbsbevölkerung

	1965–80			1980–85		
	K	K/Y	K/L	K	K/Y	K/L
	Veränderung in Prozent, Jahresdurchschnitte					
USA	3,9	1,1	1,5	3,1	0,7	1,6
Japan	9,7	2,8	8,6	6,5	2,5	5,4
Deutschland (BR)	4,5	1,3	4,5	2,9	1,6	2,4
Frankreich	5,2	1,0	4,4	3,5	2,4	3,1
Großbritannien	3,4	1,3	3,1	1,9	0,0	1,3
Kanada	5,2	0,6	2,1	3,2	0,7	1,4
Schweden	3,9	1,2	2,9	2,9	1,1	2,4

Erläuterung: K = Bruttokapitalstock in der Industrie und im Dienstleistungsbereich.
 K/Y = Verhältnis des Bruttokapitalstocks zum BIP.
 K/L = Verhältnis des Bruttokapitalstocks zur Erwerbsbevölkerung.

Quelle: Flows and Stocks of Fixed Capital, OECD 1983, und Angaben der einzelnen Länder.

res Wachstum des Kapitalstocks, und da die Erwerbsbevölkerung weiter zunahm, war in allen Ländern mit Ausnahme der USA eine noch stärkere Abschwächung des Wachstums des Sachanlagenbestands relativ zur Zunahme der Erwerbsbevölkerung zu beobachten. Dieser Rückgang läuft auf ein Absinken jenes Produktions- und Beschäftigungsniveaus hinaus, das mit einer stabilen Inflationsrate vereinbar ist, es sei denn, das damit einhergehende langsamere Wachstum der Arbeitsproduktivität wird durch einen maßvolleren Anstieg der Reallöhne wettgemacht.

Arbeitsmarktentwicklung: Beschäftigung und Arbeitslosigkeit. Die schwache Zunahme der inländischen Erzeugung führte auch dazu, daß im vergangenen Jahr wenig Fortschritte beim Abbau der Arbeitslosigkeit erzielt wurden. Der Anstieg der Beschäftigung war mit 1,5% im OECD-Raum nur geringfügig größer als 1985, wobei die USA und Kanada nach wie vor die Spitzenplätze einnehmen. In Europa verzeichnete Dänemark einen Beschäftigungsanstieg von 2%; Wachstumsraten von 1% oder darüber waren in Deutschland, den Niederlanden und der Schweiz zu verzeichnen, während Spanien erstmals seit 1974 ein positives Beschäftigungswachstum aufwies.

Ein unwillkommener Aspekt der Entwicklung in Ländern mit stärker aufwärts gerichteter Beschäftigungstendenz war die gleichzeitige und offenbar damit in Zusammenhang stehende Verlangsamung des Produktivitätswachstums. Für diese Entwicklung mag es mehrere Erklärungen geben. So war es die Arbeitskräftenachfrage im privaten Dienstleistungssektor, die nach wie vor hauptsächlich den Gesamtanstieg der Beschäftigung ausmachte. Wegen der geringeren Kapitalintensität des Dienstleistungssektors und der dort üblicheren Teilzeitbeschäftigung trug diese sektorale Verschiebung zu dem verlangsamten Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktivität bei. Überdies ist es typisch für die Spätphase eines Konjunkturzyklus, daß sich der Produktivitätsanstieg verlangsamt, wenn der Bestand gehorteter Arbeitskräfte abgebaut ist. Als letztes kommt hinzu, wie bereits oben erwähnt, daß Unternehmen Kapital durch Arbeit ersetzt haben könnten, was wohl ebenfalls die Zunahme der Arbeitsproduktivität reduziert hat.

Die Gesamtarbeitslosigkeit (s. umstehende Tabelle) verharrte im wesentlichen unverändert bei der hohen Quote von 1985, ging aber im ersten Quartal dieses Jahres

Arbeitslosigkeit*

	Frühere Konjunkturoberpunkte			1982	1985	1986	1987 1. Quartal
	1968-69	1972-73	1978-79				
USA	3,5	5,2	5,9	9,5	7,1	6,9	6,6
Japan	1,2	1,3	2,1	2,4	2,6	2,8	2,9
Deutschland (BR)	1,0	1,0	3,5	6,7	8,3	7,9	7,9
Frankreich	2,5	2,6	5,6	8,1	10,2	10,5	11,0
Großbritannien	2,0	2,6	4,9	10,4	11,5	11,6	11,0
Italien	5,6	6,4	7,0	8,6	10,3	11,1	11,6
Kanada	4,4	5,9	7,9	10,9	10,5	9,6	9,6
Belgien	2,6	2,3	7,2	11,7	12,0	11,4	11,3
Dänemark	1,2	0,9	7,2	9,8	9,0	7,8	7,8
Niederlande	1,2	2,2	5,3	11,4	14,3	13,3	12,8
Schweden	2,1	2,6	2,1	3,1	2,8	2,7	2,2
Schweiz	0,0	0,0	0,3	0,4	1,0	0,8	0,8
Spanien	1,0	2,1	8,4	16,2	21,9	21,5	22,3
EG-Länder	2,7	2,8	5,7	9,5	11,4	11,4	11,5
Europäische OECD-Länder	3,3	3,6	6,1	9,5	11,1	11,1	11,0
OECD-Länder insgesamt	3,0	3,7	5,4	8,3	8,4	8,3	8,2

* Für alle Länder gemessen als Anteil an den Erwerbspersonen. Die Zahlen für das erste Quartal 1987 sind saisonbereinigte, aber noch vorläufige Werte.

Quellen: OECD Labour Force Statistics und Angaben der einzelnen Länder.

leicht zurück. Unter den großen Volkswirtschaften gelang es den USA, Deutschland, Großbritannien und Kanada, die Zahl der Arbeitslosen zu senken. Gleichzeitig stieg die Arbeitslosigkeit in Japan, obwohl im internationalen Vergleich nach wie vor niedrig, auf den höchsten Stand seit Ende des Zweiten Weltkriegs; mit einem weiteren Anstieg wird gerechnet. Fortschritte bei der Verringerung der Arbeitslosigkeit erzielten Belgien, Dänemark und die Niederlande, während in Frankreich und vor allem in Italien die Zahl der Beschäftigungslosen weiter anstieg.

Über einen längeren Zeitraum gesehen hat sich ein starker Kontrast zwischen der Arbeitsmarktentwicklung in Europa einerseits und in den USA und Japan andererseits herausgebildet. Die Beschäftigung in den Vereinigten Staaten ist seit dem Konjunkturtief im Jahre 1982 um mehr als 10% gestiegen, verglichen mit 3,8% in Japan und nur 1% in Europa. Im selben Zeitraum hat sich die Arbeitslosenquote in den USA um 3 Prozentpunkte zurückgebildet, während sie sich in den EG-Ländern um 2 Punkte erhöht hat. Diese divergierenden Trends haben eine lebhafte Debatte über die typischen Verhaltensmerkmale auf den europäischen Arbeitsmärkten verglichen mit denen in den USA und in Japan ausgelöst. In diesem Zusammenhang wurde auf zwei Aspekte des Anpassungsprozesses hingewiesen:

- den Zusammenhang, der zwischen Arbeitslosigkeit (oder Beschäftigung), Produktion und realen Lohnkosten besteht, und
- die Reagibilität der Nominal- und Reallöhne auf Veränderungen der Arbeitslosenquote.

Was zunächst den langfristigen Zusammenhang zwischen Veränderungen der Arbeitslosigkeit und der Produktion anbelangt, so zeichnet sich ein deutlicher Gegen-

satz zwischen den USA und Japan ab, während die EG-Länder eine mittlere Position einnehmen. Wegen der hohen Arbeitskräftemobilität, aber auch des weitgehenden Fehlens von arbeitsplatzsichernden Maßnahmen reagiert die Arbeitslosigkeit in den Vereinigten Staaten auf Produktionsveränderungen vergleichsweise stark (mit einer Elastizität von fast $-0,5$) und mit nur geringer Verzögerung. Demgegenüber wird die Arbeitslosigkeit in Japan – bedingt durch das System lebenslanger Beschäftigung (auch wenn nur etwa 20% der abhängig Beschäftigten darunterfallen) und die Tatsache, daß ein Wechsel des Arbeitsplatzes meist innerhalb der Unternehmen stattfindet – nur schwach durch Produktionsveränderungen beeinflusst, und die Wirkungsverzögerung ist länger als in den USA. Ein weiteres Merkmal des historischen Trends ist, daß in den Vereinigten Staaten nur eine Jahreswachstumsrate von 2,5 bis 3% erforderlich ist, um eine Zunahme der Arbeitslosigkeit zu verhindern, in der Europäischen Gemeinschaft hingegen eine solche von mehr als 3,5% und in Japan sogar eine von 6%.

Wenngleich derartige Zusammenhänge nützlich sind, um jüngste Tendenzen der Arbeitslosigkeit annähernd erklären zu können, so stellen sie vielleicht doch die Lage zu einfach und womöglich verzerrt dar. Eine Veränderung der Arbeitslosigkeit hängt auch vom Angebot und nicht nur der Nachfrage nach Arbeitskräften ab. Wie aus der nachstehenden Tabelle hervorgeht, wurde der seit 1982 in den USA zu beobachtende Rückgang der Arbeitslosigkeit durch demographische Entwicklungen begünstigt, wenngleich dem eine zunehmende Erwerbsbeteiligung besonders unter den Frauen teilweise entgegenwirkte. Zudem ist die Arbeitslosenquote in den USA trotz des raschen Wachstums der Beschäftigung und der günstigen demographischen Einflüsse gegenwärtig höher als auf den früheren Konjunkturgipfeln, was darauf hindeutet, daß gewisse Strukturprobleme durchaus vorhanden sind. In diesem Zusammenhang ist auch die eben erwähnte Tatsache von Interesse, daß nur ein vergleichsweise geringes Produktionswachstum nötig ist, um einen Anstieg der Arbeitslosigkeit zu verhindern, denn dies bedeutet, daß die Wachstumsrate der Produktivität sehr niedrig war. Das hat natürlich die Schaffung neuer Arbeitsplätze begünstigt, gleichzeitig jedoch den Anstieg der Realeinkommen gebremst und die internationale Wettbewerbsfähigkeit geschwächt.

Entwicklung des Arbeitskräfteangebots

	Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter			Erwerbsquote			Erwerbspersonen		
	1960–82	1982–85	1986*	1960	1975	1986*	1960–82	1982–85	1986*
	Veränderung in Prozent, Jahresrate			Prozent			Veränderung in Prozent, Jahresrate		
USA	1,6	0,9	1,4	66,2	69,1	74,8	2,1	1,6	2,0
Japan	1,3	1,1	1,3	75,8	70,4	72,0	1,1	1,1	1,0
Europa	0,8	1,1	0,7	69,7	67,2	65,4	0,6	0,7	0,9

* Vorläufige oder geschätzte Werte.

Quellen: OECD Labour Force Statistics und Angaben der einzelnen Länder.

In Europa wirkte sich die demographische Entwicklung ungünstig auf die Arbeitslosigkeit aus. Zwar haben sinkende Erwerbsquoten eine stärkere Beschleunigung des Anstiegs des Arbeitskräftepotentials verhindert, doch dürfte dies nur eine vorübergehende Erscheinung aufgrund des sogenannten „discouraged worker effect“ gewesen

sein. Tatsächlich war in mehreren Ländern (Deutschland, Großbritannien, Italien, Niederlande und Dänemark), in denen 1986 die Beschäftigung relativ stark zunahm, nur ein geringer Rückgang (oder gar ein Anstieg) der Arbeitslosenzahlen festzustellen, da Arbeitskräfte wieder auf den Arbeitsmarkt zurückkehrten, die ihm zuvor entmutigt den Rücken gekehrt hatten.

Auch die realen Arbeitskosten müssen ins Kalkül gezogen werden, will man den Zusammenhang zwischen Arbeitslosigkeit und Produktion verstehen. Wenn man die Produktion für sich betrachtet, so gewinnt man den Eindruck, daß in Europa die Zunahme der Arbeitslosigkeit durch eine kräftigere Produktionsausweitung hätte verhindert werden können. Wie jedoch bereits in früheren Jahresberichten ausgeführt worden ist, hatte sich in den frühen siebziger Jahren der Anstieg der Nominal- und Real-löhne in Europa stark beschleunigt, so daß sich eine weite „Kluft“ zwischen den realen Arbeitskosten und der Arbeitsproduktivität auftrat und die Nachfrageankurbelung als Mittel zur Reduzierung der Arbeitslosigkeit an Wirkung einbüßte. Diese Kluft war in der Folge durch eine restriktivere Politik und höhere Arbeitslosenquoten verkleinert oder eliminiert worden, so daß in mehreren Ländern die vor 1970 bestehenden Bruttogewinnquoten inzwischen wiederhergestellt sind. In diesem Zusammenhang kommt der Lohnflexibilität auch Bedeutung für den Anpassungsprozeß zu, da es vom Grad der Lohnflexibilität abhing, inwieweit eine restriktive Politik verfolgt werden mußte, um die erforderliche Anpassung der Faktorpreisrelationen zu verwirklichen.

Flexibilität der Nominal- und Reallöhne. In der folgenden Tabelle werden die Arbeitslosenquoten mehrerer Perioden den Veränderungen bei den Nominal- und Reallöhnen gegenübergestellt. Von der ersten zur zweiten Periode erhöhten sich sowohl die Arbeitslosigkeit als auch der Nominallohnanstieg, was den Eindruck vermittelt, daß der von der Phillips-Kurve dargestellte Zusammenhang völlig zusammenbrach, und Zweifel an der Eignung des „trade-off“-Konzepts als wirtschaftspolitischer Entscheidungshilfe aufkommen läßt. Das Wachstum der realen Arbeitseinkommen schwächte sich hingegen ab, was bedeutet, daß die restriktiven Maßnahmen eine gewisse Wirkung zeigten und daß die sich beschleunigende Inflation keine Realeinkommenszuwächse einbrachte. Von der zweiten zur dritten Periode erhöhte sich die Arbeitslosigkeit im Durchschnitt auf über 10%, und diesmal ging der Anstieg mit einer starken Verlangsamung der Nominal- wie der Reallohnsteigerungen einher, was vermuten läßt, daß der „trade-off“ wiederhergestellt war und frühere Verzerrungen hauptsächlich externen Preisschüben zuzuschreiben waren.

Ein Vergleich der ersten mit der dritten Periode vermag eine ungefähre Vorstellung von dem langfristigen „trade-off“ und der Flexibilität oder Rigidität der Löhne zu geben. Die Tabelle enthält zwei verschiedene Maße, deren jeweilige Relevanz von der wirtschaftspolitischen Zielsetzung abhängt. Gehen die Bestrebungen dahin, die Inflationsrate zu senken, so ist der *nominale* „trade-off“ das relevante Konzept, da er angibt, um wieviel die Inflation zurückgeht, wenn die Arbeitslosenquote um 1 Prozentpunkt zunimmt. Sind dagegen die Bestrebungen auf die Reduzierung des Reallohnanstiegs relativ zur Produktivität gerichtet, so ist der *reale* „trade-off“ der geeignetere Indikator.

In mehreren Ländern ist der nominale „trade-off“ günstiger als der reale „trade-off“; in einigen Fällen (USA, Japan und Deutschland) scheint dies auf eine verzögerte Anpassung der Nominallöhne an die Preisentwicklung hinzudeuten. In anderen Fällen (Dänemark und Niederlande) zeigt die Differenz wahrscheinlich die Auswirkungen

Entwicklung von Arbeitslosigkeit und Löhnen¹

	1965-73			1973-82			1982-85			1986 ²			„trade-off“ ³	
	A	dL	dRL	A	dL	dRL	A	dL	dRL	A	dL	dRL	Nominal	Real
USA	4,4	6,3	2,1	7,2	8,1	0,2	8,1	4,4	0,6	6,9	2,8	0,7	-0,54	0,42
Japan	1,2	14,7	7,9	2,0	10,1	2,1	2,7	3,4	1,3	2,8	3,5	2,9	-8,10	-4,70
Deutschland (BR)	0,9	9,6	5,6	4,0	6,8	1,7	8,2	3,4	0,7	7,9	3,9	4,3	-0,85	-0,67
Frankreich	2,1	9,8	4,4	6,1	14,5	3,1	9,4	8,2	0,6	10,5	4,4	1,8	-0,22	-0,51
Großbritannien	2,1	9,7	3,8	5,3	16,1	1,5	11,3	7,0	1,9	11,6	7,5	3,6	-0,28	-0,19
Italien	5,8	11,4	6,0	6,9	19,8	1,8	9,9	12,6	0,7	11,1	7,8	1,6	0,33	-1,33
Kanada	4,8	7,4	3,1	7,7	10,7	1,4	11,2	4,5	-0,3	9,6	2,2	-1,8	-0,45	-0,53
Belgien	2,1	9,9	5,7	7,0	10,7	2,7	12,6	5,6	-0,5	11,4	2,3	1,0	-0,41	-0,60
Dänemark	1,0	10,4	2,7	7,1	11,7	0,7	9,9	5,5	-0,6	7,8	4,0	0,5	-0,54	-0,36
Niederlande	1,3	12,0	6,0	6,1	8,4	1,4	14,9	1,8	-0,8	13,3	2,2	2,2	-0,76	-0,51
Schweden	2,0	7,9	2,3	2,1	11,5	0,7	3,0	7,5	-1,1	2,7	8,7	4,1	-0,36	-3,00
Spanien	1,4	14,2	6,7	8,7	20,2	3,2	20,1	11,5	1,0	21,5	9,7	1,0	-0,14	-0,31
Durchschnitt ⁴	2,5	10,3	4,7	5,7	12,4	1,6	10,2	6,3	0,3	9,7	4,9	1,8	-0,54	-0,58
darunter: Euro- päische Länder ⁵	2,1	10,6	4,9	5,8	13,3	1,7	11,1	7,1	0,2	10,8	5,6	2,2	-0,39	-0,53

¹ A = Zahl der Arbeitslosen in Prozent aller Erwerbspersonen, Jahresdurchschnitt; dL = prozentuale Veränderungsrate der Entlohnung je Beschäftigten, Jahresdurchschnitt; dRL = dL abzüglich prozentualer Veränderung des Index der Verbraucherpreise, Jahresdurchschnitt. ² Vorläufige oder geschätzte Werte. ³ Veränderung von dL bzw. dRL zwischen 1965-73 und 1982-85 relativ zur Veränderung von A zwischen denselben Perioden. Aus ungerundeten Lohn- und Arbeitslosigkeitsveränderungen errechnet. ⁴ Ungewogener Durchschnitt.

Quellen: OECD Labour Force Statistics, OECD National Accounts und Angaben der einzelnen Länder.

der Änderung oder Aufhebung von Lohnindexierungssystemen während der zweiten Periode an. Es gibt auch Länder (Italien, Schweden, Belgien und Frankreich), wo der nominale weniger günstig als der reale „trade-off“ ist, und in diesen Fällen ist die Interpretation schwieriger. Möglicherweise spiegelt sich hierin der Einfluß von speziellen Maßnahmen wider, die auf eine Reduzierung der Reallohnzuwächse vor dem Hintergrund relativ starrer Nominalverdienste zielten. Es mag aber auch an den sehr groben Näherungen liegen, die in der Tabelle verwendet wurden.

Japan sticht als das Land mit der flexibelsten Lohnentwicklung hervor, welchen Indikator man auch immer heranzieht, denn eine Zunahme der Arbeitslosenquote um 1 Prozentpunkt geht mit einer Abschwächung des Nominallohnwachstums um rund 8 Prozentpunkte und des Reallohnanstiegs um 4,5 Punkte einher. Die USA profitierten andererseits hauptsächlich von sehr moderaten und relativ stabilen Lohnsteigerungsraten. Die günstige Beschäftigungsentwicklung scheint deshalb nicht einen besonders hohen Grad der Lohnflexibilität, sondern vielmehr das Fehlen von Verzerrungen aufgrund eines übermäßigen Reallohnwachstums widerzuspiegeln.

Der durchschnittliche „trade-off“ der europäischen Länder liegt etwas unterhalb des Gesamtdurchschnitts, doch verbergen sich dahinter sehr große Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Deutschland, die Niederlande und Dänemark weisen verhältnismäßig günstige „trade-offs“ auf, wohingegen die Lohnflexibilität in Frankreich, Großbritannien und Spanien gering ist. Für Italien läßt das neue allgemeine Lohnabkommen, durch das in diesem Jahr die realen Arbeitsverdienste in der Privatwirtschaft um rund 2,5% und die Löhne im öffentlichen Dienst sogar noch stärker steigen dürften, vermuten, daß der in der Tabelle ausgewiesene hohe reale „trade-off“

nur vorübergehender Natur ist. Im Falle Schwedens dürfte die Einführung eines Preisstopps, der eine neue Lohnrunde verhindern soll, ebenfalls anzeigen, daß der reale Wert den „trade-off“ überzeichnet. Andererseits haben zahlreiche wirtschaftspolitische Initiativen zur Förderung der Arbeitskräftemobilität und Begrenzung der Zahl der langfristig Arbeitslosen auf ein Minimum Schweden eine Arbeitsmarktflexibilität beschert, die höher als in den meisten anderen Ländern ist.

Was die Entwicklung der letzten Zeit und die Zukunftsperspektiven anbelangt, so ist eine der entscheidenden Fragen, ob der im Jahr 1986 geringe Anstieg der Arbeits-einkommen und der starke Rückgang der Zahl der durch Streiks verlorenen Arbeitstage als Veränderung der Grundtendenz der Lohnentwicklung interpretiert werden können. Es gibt hierüber zwei entgegengesetzte Ansichten.

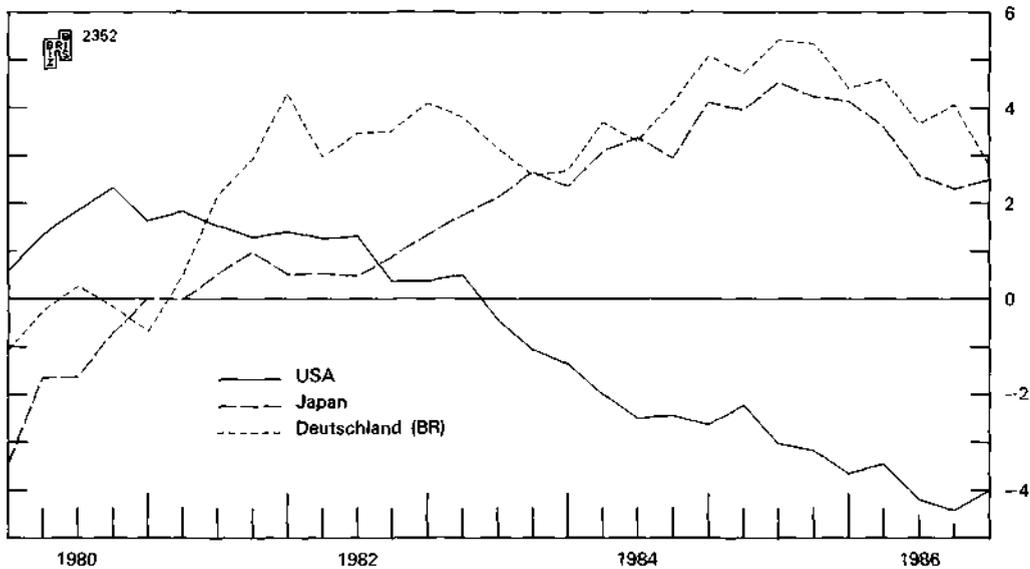
Eine gegenüber früher erheblich moderatere Lohnentwicklung hat in den USA stattgefunden. Neue und flexiblere Entlohnungssysteme, Deregulierung und das Schrumpfen der vergleichsweise stark gewerkschaftlich organisierten verarbeitenden Industrie scheinen den herkömmlichen langfristigen Zusammenhang zwischen Löhnen und Arbeitslosigkeit verändert zu haben. Ein Vergleich des Ergebnisses von 1986 mit dem von 1982 bis 1985 stützt diese Ansicht, denn ein Rückgang der Arbeitslosigkeit ging Hand in Hand mit einer geringeren Zunahme der Nominallöhne und einem nur moderaten Anstieg des Reallohniveaus. Eine ähnliche Verschiebung läßt sich in Kanada und Dänemark feststellen, wenngleich im letztgenannten Fall ein kürzlich geschlossenes umfassendes Lohnabkommen auf eine tendenzielle Beschleunigung des Lohnauftriebs hindeutet.

Gleichzeitig legt das Ausbleiben einer weiteren Abschwächung der Nominallohnsteigerungen in Ländern mit überdurchschnittlich hoher Arbeitslosenquote den Schluß nahe, daß die inflationshemmende Wirkung hoher Beschäftigungslosigkeit allmählich nachläßt. Statt dessen könnte die Inflationsrate mehr von *Veränderungen* als vom *Niveau* der Arbeitslosigkeit abhängen. Bekräftigt wird diese Auffassung mit dem Argument, daß die Langzeitarbeitslosen, die in mehreren europäischen Ländern 50% oder mehr der Beschäftigungslosen insgesamt ausmachen (gegenüber nur 10–15% in den USA und Kanada), einen sehr geringen Einfluß auf den Lohnfindungsprozeß haben. Vielmehr werden die jährlichen Lohnerhöhungen durch die in Arbeit stehenden Erwerbspersonen, die „Insiders“, wie sie manchmal genannt werden, bestimmt. Ein Vergleich des Jahres 1986 mit dem Zeitraum 1982–85 könnte darauf hindeuten, daß derartige Faktoren in Großbritannien wirksam waren, denn Nominal- wie Reallöhne stiegen trotz einer sich verschlimmernden Arbeitslosigkeit schneller. Der beschleunigte Anstieg des Reallohniveaus in mehreren Ländern mit zunehmender und/oder hoher Arbeitslosigkeit könnte ferner ein Hinweis auf ehrgeizigere Lohnziele sein.

Reale außenwirtschaftliche Anpassung

Die Beseitigung des gegenwärtigen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts wird durch die Tatsache kompliziert, daß es sich bei dem defizitären Land um die Vereinigten Staaten von Amerika und somit um eine große industrielle Volkswirtschaft handelt, von deren realem Wirtschaftswachstum und finanzieller Stabilität die übrigen Industrieländer und die dritte Welt zum Großteil abhängen. Für die Weltwirtschaft insgesamt ist es bedeutsam, daß die USA keinen Einbruch ihrer Inlandsnachfrage erleben. Auf den Wechselkursen lag deshalb die Hauptlast der Anpassung, wobei der Dol-

Ausgewählte Länder: Außenbeitrag in Prozent des Bruttoinlandsprodukts 1980–86*



* Saldo der Aus- und Einfuhr von Waren und Dienstleistungen in konstanten Preisen.

lar gegenüber den Währungen einiger wichtiger Handelspartner nicht weniger als 50% an Wert verloren hat. Obwohl die Wechselkursverschiebungen erheblich waren, haben sie bisher noch keinen signifikanten Umschwung im Außenhandelsaldo der USA bewirkt, wenn es auch durchaus Anzeichen einer beginnenden Anpassung gibt. Die negativen Auswirkungen des Dollarfalls wurden freilich bald spürbar, insofern nämlich, als sich die binnenwirtschaftlichen Verhältnisse bei den Handelspartnern der Vereinigten Staaten, namentlich Japan und Deutschland, verschlechterten. Statt die Nachfragerlücke zu füllen, die durch die Abschwächung des gesamtwirtschaftlichen Wachstums in den USA entstanden ist, scheinen die anderen großen Volkswirtschaften Schwierigkeiten zu haben, an ihren früheren Wachstumszielen festzuhalten.

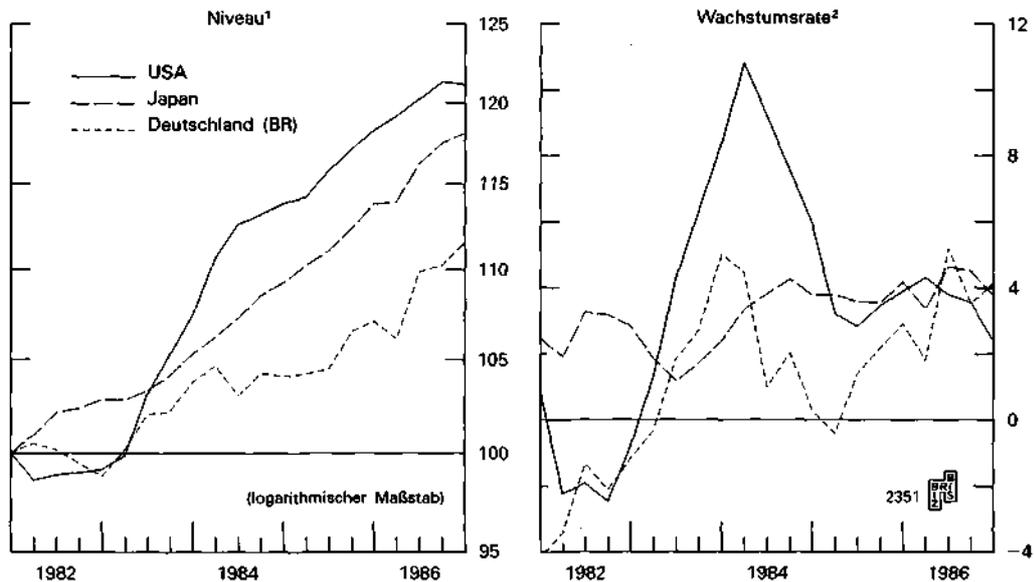
Bekanntlich werden nach großen Wechselkursveränderungen anfänglich die ersten positiven Anzeichen einer in Gang befindlichen Anpassung durch sogenannte J-Kurven-Effekte verdeckt, die eine Zeitlang die nominalen Ungleichgewichte vergrößern, vor allem wenn die ursprünglichen Ungleichgewichte groß sind. Die Situation war 1986 auch insofern ziemlich kompliziert, als, wie bereits ausgeführt (s. oben auf S. 16/17), reale negative außenwirtschaftliche Impulse auf die Industrieländer als Gruppe einwirkten. Beispielsweise verringerte sich in den USA der Saldo der realen Aus- und Einfuhr von Waren und Dienstleistungen im vergangenen Jahr um rund 1% des Bruttoinlandsprodukts und damit eher stärker als 1985. Andernorts war die Veränderung aber tendenziell noch größer (und dort in der erwünschten Richtung), besonders wenn man sie auf Quartalsbasis betrachtet. Da gegen Ende des Jahres eine gewisse Verbesserung eintrat, ging der Außenbeitrag der USA vom vierten Quartal 1985 zum vierten Quartal 1986 nur um 0,5% des Bruttoinlandsprodukts zurück, während jener von Japan und Deutschland um je 1,6% sank (s. obenstehende Grafik).

Ein Grund für diese ersten Anzeichen einer Anpassung ist zweifelsohne in der weiteren Annäherung der Wachstumsraten der realen Inlandsnachfrage im vergangenen Jahr zu sehen (s. folgende Grafik). Eine besonders deutlich zunehmende Dynamik

der Inlandsnachfrage war beispielsweise in Deutschland festzustellen. Eine Annäherung der Wachstumsraten läuft natürlich nicht auf eine Angleichung der unterschiedlichen Nachfrageniveaus hinaus; die relativen Unterschiede werden dadurch lediglich konstant gehalten. Diese Arithmetik lag Bestrebungen zugrunde, darauf hinzuwirken, daß die betroffenen Länder über eine reine Konvergenz des Nachfragewachstums hinausgehen und versuchen, *Wachstumsunterschiede* zu stimulieren, also ein stärkeres Wachstum in den Überschußländern. Es steht nicht eindeutig fest, inwieweit derartige neue – umgekehrte – Wachstumsdifferenzen der Nachfrage einen Beitrag zur Anpassung zu leisten vermögen. Am Ende des vergangenen Jahres war die Inlandsnachfrage in den USA dem Volumen nach um etwa 23% höher als zu Beginn der wirtschaftlichen Erholung im vierten Quartal 1982 (s. Grafik). Die Inlandsnachfrage in Japan und Deutschland lag aber, auf derselben Indexbasis, nur um rund 8 bzw. 10% unter der in den Vereinigten Staaten. Die entsprechenden Werte für die Unterschiede beim Importvolumen lauteten 51 bzw. 44%. Diese Situation wird sich nicht leicht bereinigen lassen. Neuere Schätzungen deuten darauf hin, daß die Importnachfrageelastizität (bezüglich der Inlandsnachfrage) in den USA erheblich größer ist als in Japan und Deutschland – eine Annahme, die durch die obengenannten Zahlen offenbar untermauert wird.

Überdies haben Verwender internationaler ökonomischer Modelle über Simulationsexperimente berichtet, die nur sehr kleine Zahlungsbilanzeffekte als Folge plausibler Annahmen über die Wachstumsunterschiede bei der Nachfrage erwarten lassen. Dagegen sollte die Reaktion auf Wechselkursveränderungen der Größenordnung, wie sie in den letzten Jahren zu verzeichnen war, letztlich stärker sein. Angesichts des starken Kursrückgangs des Dollars in den vergangenen zwei Jahren ist es wohl nicht zu früh, nach Anzeichen von Wechselkurseffekten Ausschau zu halten. Eine offensichtlich relevante Meßgröße ist in diesem Zusammenhang der Anteil der Einfuhren an der Inlandsnachfrage (s. Tabelle auf S. 34). Das Ergebnis der Untersu-

Ausgewählte Länder: Niveau und Wachstumsrate der Inlandsnachfrage 1982–86



¹ Viertes Quartal 1981 = 100.

² Veränderung über vier Quartale in Prozent.

Veränderung des realen Außenbeitrags

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
	in Prozent des Bruttoinlandsprodukts							
USA	1,0	1,7	- 0,3	- 0,7	- 1,4	- 1,8	- 0,6	- 1,0
Japan	- 1,4	3,5	1,5	0,3	1,4	1,2	1,0	- 1,5
Deutschland (BR)	- 1,5	0,4	2,7	1,0	- 0,5	1,0	1,1	- 1,2
Frankreich	- 0,7	- 1,0	0,9	- 2,2	1,4	0,9	- 0,5	- 1,6
Großbritannien	- 1,4	0,9	0,5	- 1,1	- 0,8	- 0,6	0,7	- 0,8
Italien	- 0,5	- 2,9	2,3	- 0,1	0,9	- 0,9	- 0,3	- 0,5
Kanada	- 1,3	- 0,5	- 1,0	3,3	0,0	1,0	- 0,2	- 0,5
Belgien	- 1,1	1,6	2,9	1,4	2,1	- 0,1	0,2	- 0,8
Niederlande	0,6	1,0	3,9	- 0,5	- 0,1	0,9	- 0,5	- 1,0
Schweden	- 1,6	- 0,3	2,6	0,1	3,3	1,0	- 1,6	0,5
Schweiz	- 2,1	- 1,2	2,7	- 0,1	- 1,6	- 0,5	1,4	- 2,5
Zehnergruppe*	- 0,3	1,1	0,9	- 0,3	- 0,3	- 0,5	- 0,1	- 1,1

* BIP-Gewichte und Wechselkurse vom jeweils vorangegangenen Jahr.

chung ist allerdings nicht ganz eindeutig. Zwar zeigt die Importquote in den meisten Ländern über viele Jahre hinweg eine steigende Tendenz. Im Falle der Vereinigten Staaten nahm diese Quote aber im letzten Jahr stärker zu als 1985. In der Tat stieg das Importvolumen der USA im vergangenen Jahr stärker als in irgendeinem anderen Land der Zehnergruppe (s. Tabelle auf S. 15), obwohl es nach dem dritten Quartal zu keiner weiteren Veränderung kam. Eine Rolle spielte hier zweifellos die bei den Exporteuren in die USA weithin beobachtete Tendenz, die anfänglichen Wertverluste des Dollars eher auf ihre Gewinnmargen durchzuschlagen zu lassen, statt ihre Dollarpreise gegenüber US-Kunden zu erhöhen. In Japan, wo die Importquote seit Mitte der siebziger Jahre entgegen dem allgemeinen Trend ziemlich konstant blieb, ist noch keine deutliche Aufwärtstendenz zu erkennen. In Deutschland schließlich stagnierte diese Quote im letzten Jahr, statt die säkulare Zunahme fortzusetzen.

Veränderung der realen Inlandsnachfrage

	1982	1983	1984	1985	1986
	Prozent				
USA	- 1,9	5,1	8,3	3,3	3,5
Japan	2,8	1,8	3,8	3,8	4,1
Deutschland (BR)	- 2,0	2,3	1,9	1,5	3,7
Frankreich	4,1	- 0,7	0,5	2,2	3,7
Großbritannien	2,0	4,6	2,7	2,8	3,2
Italien	0,3	- 0,4	4,4	3,1	3,2
Kanada	- 6,6	3,3	4,7	4,4	3,7
Belgien	0,3	- 2,4	1,7	1,3	3,1
Niederlande	- 0,9	1,5	1,5	2,2	3,3
Schweden	0,8	- 0,8	3,1	3,9	1,8
Schweiz	- 1,0	2,3	2,3	2,6	5,1
Zehnergruppe Arithmetischer Durchschnitt	- 0,2	1,5	3,1	2,9	3,4
Standardabweichung	2,8	2,5	2,1	1,1	0,9

Auf der Importseite ist jedenfalls bisher wenig Konkretes von den erwarteten Wechselkurseinflüssen zu erkennen. Zweifellos braucht es seine Zeit, bis die Handelsströme auf Wechselkursveränderungen reagieren, die sich über einen langen Zeitraum von zwei Jahren erstrecken, besonders wenn ihnen, wie hier der Fall, gleich starke Wechselkursverschiebungen in der entgegengesetzten Richtung vorangingen; überdies können die ausländischen Anbieter in den USA ihre Gewinnmargen nicht unbegrenzt verringern. Hinzu kommt, wie im nächsten Kapitel ausgeführt wird, daß die veränderte Wettbewerbsfähigkeit auf Drittmärkten sich offenbar bereits auf der Exportseite auszuwirken beginnt. Wie dem auch sei, die offensichtliche Verzögerung der realen Anpassung bei den Einfuhren bringt zwangsläufig die Wirtschaftspolitik erneut ins Spiel.

Ungleichgewicht, Anpassung und Strategien

Ein positiver Faktor in diesem Zusammenhang, der sich im vergangenen Jahr offenbar durchgesetzt hat, ist, daß das Defizit im US-Bundshaushalt allmählich unter Kontrolle gebracht wird. Zwar trifft es zu, daß das Defizit im Haushaltsjahr 1986, das Ende September 1986 ablief, mit fast \$ 221 Mrd. weit über der im Gesetz von 1985 zum Abbau des Haushaltsdefizits (Balanced Budget Act) vorgesehenen Obergrenze von \$ 172 Mrd. lag. Auch für das laufende Jahr wird mit einer Überschreitung der vorgegebenen Höchstgrenze gerechnet, wengleich aus Berechnungen des Budgetbüros hervorgeht, daß sich das laufende Defizit immerhin um rund \$ 40–45 Mrd. verringern wird, da sich das Steuerreformgesetz von 1986 zunächst in einem höheren Steueraufkommen niederschlagen dürfte. In seinen jüngsten Budgetvorschlägen für das Finanzjahr 1988 geht der Präsident von einem Defizit von nur \$ 107,8 Mrd. für das Jahr aus – ein Betrag, der den Haushalt auf den von Gramm-Rudman vorgegebenen Pfad zurückführen würde. Wenn auch einige Beobachter zweifeln, daß eine so starke Reduzierung innerhalb eines Jahres machbar – und auch klug – sei, so scheint doch festzustehen, daß die Regierung zumindest weitere bedeutsame Fortschritte anstrebt.

Einfuhren im Verhältnis zur Inlandsnachfrage*

Zeitraum	USA	Japan	Deutschland (BR)	Frankreich	Großbritannien	Italien	Kanada
	Prozent						
1971–75	9,3	15,8	24,1	17,7	23,6	17,8	22,0
1976–81	10,7	16,1	27,4	21,9	24,9	20,6	24,3
1982/83	10,9	15,5	29,4	21,6	26,4	22,0	24,6
1984	12,7	16,0	30,1	21,9	28,2	23,4	27,9
1985 erstes Quartal	12,4	15,8	31,3	22,2	28,4	23,8	28,3
zweites Quartal	12,8	15,7	31,1	22,1	23,6	23,6	28,6
drittes Quartal	12,6	15,2	30,9	22,4	27,8	23,6	28,9
viertes Quartal	13,2	14,7	30,9	22,9	28,6	24,4	29,3
1986 erstes Quartal	13,1	14,6	30,3	22,2	27,6	24,7	29,4
zweites Quartal	13,5	15,7	32,0	23,4	28,5	24,0	28,2
drittes Quartal	13,9	15,6	30,6	23,7	29,5	25,0	29,2
viertes Quartal	13,9	15,1	31,0	22,7	30,4	23,4	29,8

* Zu konstanten Preisen. Das Preisbasisjahr der Daten unterscheidet sich von Land zu Land; im Falle Italiens und Frankreichs hat es sich zudem im Zeitverlauf geändert.

Für die USA selbst würde das ideale Ergebnis so aussehen, daß in der Phase der Haushaltskonsolidierung dollarkursbedingte Verbesserungen im Außenhandelsaldo auftreten und die negativen inländischen Nachfrageeffekte der Haushaltsbereinigung (und vielleicht einen gewissen Wiederanstieg der Sparquote der privaten Haushalte) kompensieren. Anzumerken ist, daß diese günstige Konstellation nicht nur erforderlich ist, um eine Rezession oder Überhitzung als solche zu vermeiden. Ein Wirtschaftsabschwung muß auch deshalb ausgeschlossen werden, weil ein langsames Wachstum automatisch auch negative Rückwirkungen auf den Prozeß der Haushaltskonsolidierung hätte. Angesichts der Unsicherheiten hinsichtlich Stärke und Zeitpunkt der Wechselkurseinflüsse ist es schwierig, im voraus zu ermessen, welcher Weg für den Abbau des Haushaltsdefizits der geeignete ist (selbst wenn man von einem relativ stabilen Finanzierungssaldo des privaten Sektors ausgeht). Jedenfalls kann man mit ziemlicher Sicherheit voraussagen, daß es sich um eine schwierige Gratwanderung handeln wird.

Bei den übrigen Industrieländern, besonders jenen mit hohen Außenhandelsüberschüssen, beginnt, mutatis mutandis, die Analyse in der gleichen Weise wie bei den Vereinigten Staaten. Die Berichtigung des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts – als Gegenstück zur Verbesserung in den USA – wird, wenn keine kompensierenden Einflüsse hinzutreten, zwangsläufig einen Entzug an Nachfrage mit sich bringen. Und da es unwahrscheinlich ist, daß der private Sektor seinen Finanzierungsüberschuß entsprechend verringert (d.h. seine Ausgaben erhöht), scheint die Verantwortung folgerichtig auf den öffentlichen Sektor zu fallen. Das Problem ist nur, daß in den Vereinigten Staaten beide Komponenten des erforderlichen Anpassungsprozesses – Veränderung des Außenhandels- und des Budgetungleichgewichts – für sich gesehen höchst erwünscht sind, während in den anderen Ländern nur eine Veränderung beim äußeren Ungleichgewicht als solche erstrebenswert ist. In der Tat wird in den meisten Fällen eine Konsolidierung der gegenwärtigen Haushaltssituation und nicht eine Lockerung der Finanzpolitik für erforderlich gehalten. Darüber hinaus, dies gilt besonders für Japan, muß es zu größeren strukturellen Anpassungen und einer Neuorientierung der Industrie kommen, wenn das Gleichgewicht weltweit wiederhergestellt werden soll. Ein derartiger Prozeß wird zwangsläufig seine Zeit brauchen.

Andererseits mag besonders bei der US-Regierung eine gewisse Tendenz bestanden haben, von den Überschußländern eine übertriebene fiskalpolitische Anregung zu verlangen. Es wurde nicht ganz deutlich, ob eine bloße Dynamisierung der *Inlandsnachfrage* oder eine verstärkte *Produktionsausweitung* nahegelegt wurde. Der internationale Anpassungsprozeß selbst erfordert eindeutig lediglich eine Zunahme der Inlandsnachfrage in der Größenordnung des Rückgangs des Außenbeitrags. Dies liefe nicht nur auf einen geringeren finanzpolitischen Impuls hinaus, sondern auch das Produktionswachstum würde sich nur in seiner Zusammensetzung ändern und sich nicht beschleunigen. In dieser Hinsicht dürfte wohl die Furcht vor inflationären Folgen der auf außenwirtschaftliche Anpassung zielenden finanzpolitischen Maßnahmen übertrieben sein. In erster Annäherung wiese die Produktion dasselbe Niveau wie ohne die Anpassung auf, und die nachfragebedingten Inflationsgefahren wären weder größer noch kleiner. Anders ausgedrückt: Handlungsbedarf außerhalb der Vereinigten Staaten entstände wohl nur zur Beibehaltung des gegenwärtigen Produktionswachstums und nicht zu dessen Steigerung. Jedoch gelten dieselben Argumente hinsichtlich der Risiken und Folgen einer Rezession wie im Falle der USA: Jede Wachstumsabschwächung würde die Haushaltssituation verschlechtern. In der Tat besteht hier

Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte¹

	1973	1981	1982	1983	1984	1985	1986 ²
	in Prozent des Bruttosozialprodukts						
USA	0,6	- 1,1	- 3,5	- 3,8	- 2,7	- 3,4	- 3,4
Japan	- 2,7	- 7,2	- 6,9	- 6,8	- 5,8	- 4,1	- 4,2
Deutschland (BR)	1,2	- 3,7	- 3,3	- 2,5	- 1,9	- 1,1	- 1,2
Frankreich	0,9	- 1,8	- 2,7	- 3,1	- 2,7	- 2,9	- 2,9
Großbritannien	- 2,6	- 2,8	- 2,3	- 3,6	- 3,9	- 2,6	- 3,1
Italien	- 7,0	-11,5	-11,3	-10,7	-11,5	-12,3	-11,3
Kanada	1,0	- 1,5	- 5,7	- 6,6	- 6,6	- 6,6	- 5,4
Österreich	1,3	- 1,7	- 3,2	- 4,1	- 2,7	- 2,1	- 2,7
Belgien	- 5,5	-16,4	-14,4	-15,0	-12,1	-11,6	-11,2
Niederlande	1,8	- 5,2	- 6,7	- 6,1	- 5,7	- 5,1	- 6,7
Spanien	1,1	- 3,9	- 5,6	- 4,8	- 5,6	- 6,4	- 5,6
Schweden	4,1	- 4,9	- 6,3	- 5,0	- 2,6	- 3,9	- 0,7
Schweiz	- 1,1	0,1	- 0,5	- 0,5	- 0,3	- 0,0	0,7
Durchschnitt ³	- 0,3	- 3,5	- 4,6	- 4,8	- 4,0	- 3,6	- 3,4

¹ Einschl. Sozialversicherungen, aber ohne Kapitaltransaktionen finanzieller Natur. Bei Japan einschl. staatlicher nichtfinanzieller Unternehmen. ² Vorläufig. ³ BIP-Gewichte und Wechselkurse vom jeweils vorangegangenen Jahr.

Quellen: OECD Economic Outlook und Angaben der einzelnen Länder.

angesichts nach wie vor weit verbreiteter Haushaltsdefizite eine paradoxe Situation: Je dringlicher Nachfrage und Wirtschaftstätigkeit gestützt werden müssen, desto ungünstiger scheint die budgetäre Ausgangslage zu sein.

Wie bereits ausgeführt wurde, ist die Zwangslage nicht unbedingt durch eine überschäumende Nachfrage und Inflationsgefahren charakterisiert, sondern zunächst durch den Zustand der öffentlichen Finanzen selbst gegeben. Dies läßt sich am deutlichsten an der in vielen Ländern anhaltenden Zunahme der ausstehenden öffentlichen Verschuldung relativ zum Bruttosozialprodukt erkennen, was eine entsprechend höhere Schuldendienstlast mit sich bringt, die dann auch in zukünftige Haushaltspläne Eingang findet (s. folgende Tabelle). Mancherorts sind allerdings erste Anzeichen einer Entschärfung dieser Situation erkennbar, besonders in Ländern, wo das Haushaltsdefizit auf sehr niedrige Werte gesenkt werden konnte.

Es ist nicht möglich, präzise Obergrenzen für die öffentlichen Verschuldungsquoten anzugeben. Die Höhe tragbarer Quoten kann von Land zu Land und im Zeitverlauf variieren. Grundsätzlich steht jedoch fest, daß es sich hierbei um eine Größe handelt, die nicht dauernd zunehmen kann und darf. Es besteht ein mißlicher Konflikt zwischen der Notwendigkeit einer flexiblen Haltung auf kurze Sicht und dem Erfordernis einer kontinuierlichen mittelfristigen Strategie.

Dieser Konflikt wird in einigen Ländern – besonders in Japan, aber auch in Deutschland – für um so akuter angesehen, als während der nächsten Dekaden ein steigender Anteil alter Menschen an der Gesamtbevölkerung dem System der öffentlichen Finanzen und anderen Einrichtungen hohe und wachsende Lasten auferlegen wird. Es ist freilich nicht eindeutig, daß dieser Entwicklung durch die Beibehaltung eines haushaltspolitischen Sparkurses am besten Rechnung getragen wird, zumal dann das Wachstum allgemein (einschl. das der Investitionen) schwach sein dürfte.

Verschuldung und Zinsaufwand der öffentlichen Haushalte

	1973	1983	1984	1985	1986	1973	1983	1984	1985	1986
	Bruttoverschuldung ¹ in Prozent des Bruttosozialprodukts					Bruttozinsaufwand in Prozent der öffentlichen Ausgaben				
USA	39,9	45,1	46,8	52,4	56,2	7,2	12,2	13,6	13,9	13,9
Japan	30,9	87,9	89,9	89,7	90,9 ²	4,1	12,9	13,9	14,5	14,7
Deutschland (BR)	18,6	40,0	40,7	41,2	41,1	2,8	6,4	6,5	6,6	6,6
Frankreich	25,4 ³	30,7	32,9	35,2	36,9	2,4	5,2	5,5	5,6	5,6
Großbritannien	71,8	60,8	61,7	59,7	57,7 ²	9,5	10,6	10,8	11,3	10,5
Italien	52,7	72,6	78,2	85,2	88,9	6,9	15,6	16,3	15,6	16,6
Kanada	45,6	58,2	60,9	65,9	68,8	10,6	15,6	16,8	18,1	18,2
Österreich	10,8	45,3	47,9	49,4	55,9	2,5	6,2	6,8	7,1	7,5
Belgien	54,0	107,2	115,1	120,6	123,2	8,0	15,0	16,4	17,4	18,6
Niederlande	43,2	61,9	66,3	70,0	72,2	6,3	9,6	10,2	11,1	11,2
Spanien	13,8 ³	32,1	39,3	46,3	49,0	2,8	3,3	5,5	8,8	8,8
Schweden	22,5	66,9	69,5	70,9	68,8	4,3	11,3	12,2	13,4	12,2
Schweiz	30,3	36,5	36,1	34,7	32,5	5,6	4,8	4,5	4,4	4,2
Durchschnitt ⁴	37,5	54,1	56,6	59,9	62,1	6,1	11,0	12,2	12,7	12,8

¹ Japan, Italien und Großbritannien: einschl. staatlicher nichtfinanzieller Unternehmen. ² Drittes Quartal 1986. ³ Durchschnitt 1974–80. ⁴ BIP-Gewichte des jeweils vorangegangenen Jahres.

Quellen: EG, Europäische Wirtschaft, und Angaben der einzelnen Länder.

Ferner ist es schwer vorstellbar, um den finanzpolitischen Bereich zu verlassen, daß von der Geldpolitik ein wesentlicher Beitrag zur Inlandsnachfrage kommen könnte. Man braucht hier nur darauf hinzuweisen, wie unverzichtbar die Beibehaltung eines möglichst glaubwürdigen antiinflationären Kurses besonders in einer Zeit ist, in der die Preise einiger Sach- und Finanzwerte stark angestiegen sind und die Geldmengenaggregate bereits weit über ihre Zielvorgaben hinausgeschossen – teils aus verständlichen, wenn auch nicht zu quantifizierenden Gründen. Mit jeder weiteren Lockerung der geldpolitischen Zügel würde auch die Gefahr ungünstiger Wechselkurseffekte größer, wobei es ohnehin noch immer umstritten ist, wieviel an realer Nachfragewirkung von einem rein geldpolitischen Kurswechsel wirklich ausgeht.

Nachdem also der Einsatz des herkömmlichen makroökonomischen Instrumentariums fragwürdig geworden ist, überrascht es nicht, daß die Wirtschaftspolitiker zunehmend anderweitig nach wirksamen Gegenmitteln mit weniger schädlichen Nebeneffekten Ausschau gehalten haben. Es erscheint zwar vernünftig, beispielsweise anzuregen, daß effizientere Marktmechanismen den Anpassungsprozeß unterstützen sollten, besonders wenn, wie derzeit, der Veränderung der relativen Preise Signalcharakter zukommt. Leider ist es aber nicht möglich, anhand von Erfahrungen der Vergangenheit Stärke und Zeitpunkt der möglichen Effekte vorauszusagen. Noch schlimmer: Häufig ist es nicht leicht, beispielsweise im Arbeitsmarktbereich zu entscheiden, welche Maßnahmen sowohl durchführbar als auch wirksam sein würden.

Um auf ein anderes Feld überzugehen: Steuerreformen sollten im Prinzip hilfreich bei der Beseitigung internationaler Ungleichgewichte sein. Die USA etwa nehmen Abschied von einem System, das die privaten Ausgaben zu Lasten der Ersparnis förderte. Japan bewegt sich möglicherweise in die entgegengesetzte Richtung, weg von einem Steuersystem, das die Ersparnisbildung erheblich förderte, und hin zu einem,

das beispielsweise eine Quellensteuer für gewisse Formen von Zinseinkommen vorsieht, die früher unbesteuert blieben. Im erstgenannten Fall sollte die Reform theoretisch dazu beitragen, daß die Inländer einen größeren Teil des Haushaltsdefizits der USA – direkt oder indirekt – finanzieren. Im letzteren Fall, wenn es tatsächlich zu einer Reform kommt, sollten die Inländer einen größeren Teil ihres Einkommens ausgeben, zumal die Vorschläge auch Maßnahmen zur Förderung von Wohnungsbauinvestitionen einschließen. Aber wiederum gilt, daß Zeitpunkt und Stärke der Reaktionen auf solche steuerlichen Veränderungen nicht genau vorhergesehen werden können. Was Sparanreize und Sparhemmnisse anbelangt, so finden es die Ökonomen seit langem schwierig, eindeutig nachzuweisen, wie groß die Wirkungen von Veränderungen der Einkommen nach Steuern sind.

Als Fazit ergibt sich: Angesichts eines Wirtschaftswachstums, das kurzfristig erneut hinter den jüngsten Erwartungen zurückzubleiben droht, und periodisch auftretender, starker Störungen auf den Devisenmärkten wird die makroökonomische Politik – und besonders die Finanzpolitik – wohl oder übel wieder in die Pflicht genommen. Unter solchen Verhältnissen wird für die öffentlichen Finanzen der Konflikt zwischen den kurzfristigen Erfordernissen und den mittelfristigen Zielen weniger deutlich. Die mittelfristige Entwicklung ist schließlich die Summe der kurzfristigen Ergebnisse; sind letztere ausreichend negativ, so beeinflussen sie zwangsläufig erstere.

III. INTERNATIONALER HANDELS- UND ZAHLUNGSVERKEHR

Schwerpunkte

Die Entwicklungen im internationalen Handels- und Zahlungsverkehr des letzten Jahres waren stark geprägt von den Rückwirkungen niedrigerer Ölpreise und eines sinkenden Dollaraußenwerts. Beide Faktoren führten sowohl zu beträchtlichen Verschiebungen der relativen Preise gehandelter Güter als auch zu bedeutsamen, wenngleich weit weniger ausgeprägten Veränderungen der Handelsvolumen, letzteres teilweise wegen der großen Realeinkommensgewinne und -verluste aufgrund der Preiseffekte.

Die Reaktionen des Handelsvolumens in den verschiedenen Ländergruppen waren 1986 sehr unterschiedlich, resultierten aber per saldo in einer nur geringfügigen Beschleunigung des Wachstums des Welthandelsvolumens auf ungefähr 4½%. Die Preisänderungen manifestierten sich im letzten Jahr vornehmlich in einer Änderung der Verteilung der Leistungsbilanzpositionen zwischen den wichtigsten Ländergruppen. Vor allem wegen der niedrigeren Ölpreise ging das zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit der Industrieländer um \$ 36 Mrd. zurück, während das der Entwicklungsländer um \$ 26 Mrd. anstieg. Ferner hat sich die statistische Diskrepanz im Leistungsbilanzgefüge der Welt um \$ 7 Mrd. verringert, hauptsächlich weil niedrigere Zinssätze zu geringeren Diskrepanzen bei den statistisch erfaßten Kapitalerträgen geführt haben dürften.

Die Umschichtungen in den gruppenweise zusammengefaßten Leistungsbilanzpositionen waren von einer beträchtlichen Vergrößerung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte innerhalb der beiden Hauptgruppen begleitet. Bei den Industrieländern kam es zu einem weiteren Anstieg des Leistungsbilanzdefizits der Vereinigten Staaten und einer beträchtlichen Zunahme der Überschüsse Japans und Deutschlands. Die 1986 in diesen drei Ländern aufgetretenen, in einem solchen Ausmaß noch nicht dagewesenen Ungleichgewichte müssen in erster Linie primären Preiseffekten der Wechselkursbewegungen zugeordnet werden. Die Verschlechterung der zusammengefaßten Leistungsbilanz der Entwicklungsländer ging vollständig zu Lasten der ölexportierenden Länder. Die übrigen Entwicklungsländer registrierten insgesamt eine Verbesserung, die jedoch gänzlich auf wenige Staaten Südasiens entfiel, während sich die Leistungsbilanzsituation der übrigen öleinführenden Schuldnerländer im letzten Jahr verschlechterte.

Der internationale Kapitalverkehr zwischen den Industrieländern wies 1986 zwei bemerkenswerte Züge auf. Erstens blieben Wertpapiertransaktionen zwar der Hauptträger internationaler Kapitalströme, doch traten in einer Reihe von Ländern umfangreiche über Banken laufende kurzfristige Transaktionen wieder in Erscheinung, teilweise im Zusammenhang mit grenzüberschreitenden Portfoliotransaktionen. Zweitens expandierten die Kapitalabflüsse aus Überschußländern, vor allem aus Japan, auch weiterhin, doch der private Kapitalexport in die USA entsprach nicht länger voll

dem US-Leistungsbilanzdefizit, so daß es erstmals seit 1978 zu einem wesentlichen Teil durch eine Erhöhung der US-Verschuldung gegenüber amtlichen ausländischen Stellen gedeckt wurde.

Unter den ölexportierenden Entwicklungsländern vermochten einige Defizitländer mit bedeutenden internationalen Vermögenspositionen ihre Defizite durch einen Rückgriff auf ihre Auslandsanlagen zu finanzieren; doch die schwerverschuldeten Öl-exportländer sahen sich ernststen Finanzierungsproblemen gegenüber. In einer Anzahl nichtölexportierender Länder verringerten Terms-of-trade-Verbesserungen tendenziell den Finanzierungsdruck; einige der Hauptschuldnerländer stießen jedoch wegen einer unangemessen expansiven Binnenwirtschaftspolitik auf Finanzierungsschwierigkeiten. Wiederum gab es 1986 keine freiwilligen Kredite des privaten Sektors an die Problemschuldnerländer, und die meisten Entwicklungsländer waren beinahe ausschließlich auf Mittel offizieller Stellen angewiesen.

Welthandel

Nach vorläufigen Angaben beschleunigte sich das Wachstum des Welthandelsvolumens im letzten Jahr auf 4½%, das war rund 1 Prozentpunkt mehr als im Jahr 1985. Die mengenmäßige Zunahme war von einem durchschnittlich etwa 5prozentigen Anstieg der Dollarpreise gehandelter Güter begleitet, so daß der Welthandel in laufenden Dollarwerten beinahe um 10% auf ein Niveau von mehr als \$ 2 100 Mrd. kletterte.

Ungeachtet der maßvollen Belebung des Welthandels im Jahr 1986 hielt der Druck protektionistischer Kräfte an, und restriktive Praktiken behinderten weiterhin den internationalen Handel. Es ist allerdings extrem schwierig zu beurteilen, in welchem Ausmaß der Protektionismus zugenommen bzw. das Welthandelswachstum gebremst oder eine effizientere Allokation der Ressourcen behindert hat. Das gilt insbesondere, weil sich die protektionistischen Praktiken in den letzten Jahren gewandelt haben: weg von Zöllen – tatsächlich führten mehrere GATT-Verhandlungsrunden über multilaterale Zollsenkungen zu einer bedeutsamen Reduktion der Zollsätze – und hin zu einer weitverbreiteten Anwendung verschiedener Arten nichttarifärer Handelshemmnisse. Bisher scheint sich der Protektionismus vornehmlich auf bestimmte Bereiche konzentriert zu haben. Der Einfluß von Restriktionen ist besonders ausgeprägt im Handel mit Agrarprodukten. Hier hat die Politik der Regierungen, speziell in Form binnenwirtschaftlicher Preisstützungsprogramme, zu Angebotsüberschüssen subventionierter Agrarprodukte auf den Weltmärkten beigetragen. Die Spannungen nehmen auch im Austausch von Industrieerzeugnissen zu. Die gegenwärtig in Kraft befindlichen Restriktionen betreffen insbesondere Stahl, Textilien und Bekleidung. Die 1986 vorgenommene Verschärfung des „Multifibre Agreement“ wird mit Sicherheit den gegenwärtigen und zukünftigen Textil- und Bekleidungsexporturen der dritten Welt ernsthafte Probleme bereiten. Bei anderen Industrieerzeugnissen scheint der Grad des Protektionismus bisher nur wenig zugenommen zu haben, nicht zuletzt, weil die Regierungen protektionistischem Druck im Inland widerstanden. Die Drohung weiterer restriktiver Maßnahmen ist jedoch allgegenwärtig, und die Chancen, sie zu entschärfen, hängen in erheblichem Ausmaß vom Erfolg der Bemühungen ab, den Umfang der Ungleichgewichte im internationalen Handel zu verringern.

Die im letzten Jahr eingetretenen Veränderungen im Volumen und im Wert des Welthandels waren maßgeblich vom Ölpreisfall und der Dollarabwertung beeinflusst.

Der beinahe 50prozentige Rückgang des in Dollar ausgedrückten Ölpreises war ein Hauptbestimmungsgrund für die mengenmäßigen Verschiebungen im Welthandelsgefüge, teils, weil die niedrigeren Ölpreise die Ölnachfrage anregten, und teils, weil die dadurch hervorgerufenen Realeinkommenseffekte bedeutsame Auswirkungen auf das Einfuhrverhalten verschiedener Ländergruppen hatten. Die Dollarabwertung drosselte die Ausweitung des Welthandelsvolumens, da der damit verbundene Anstieg der realen effektiven Wechselkurse ziemlich rasch das reale Wachstum der Ausfuhren in Westeuropa und Japan dämpfte, ohne zunächst eine Zunahme des Exportvolumens der USA und einiger anderer Länder mit realen Wechselkursabwertungen zu bewirken. Andererseits erhöhte der niedrigere nominale Wechselkurs des Dollars den Dollarwert des in sich aufwertenden Währungen ausgedrückten Handels, wie etwa des inereuropäischen Handels. Ausschließlich solche Bewertungseffekte haben beispielsweise dazu geführt, daß Deutschland den USA 1986 den Rang des weltgrößten Warenexporteurs ablief.

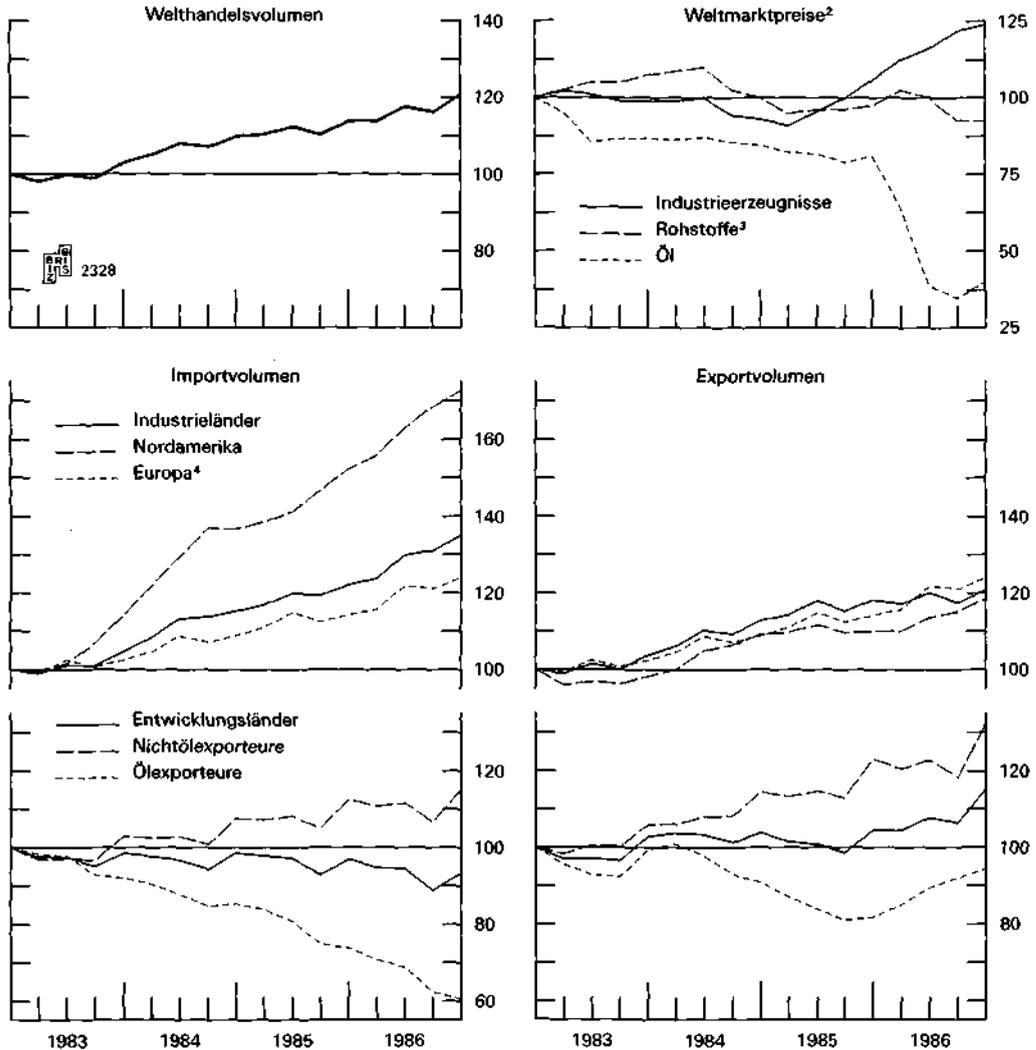
Wie die umstehende Grafik verdeutlicht, ging die Expansion des realen Welthandels 1986 zum größten Teil auf die Importnachfrage der Industrieländer zurück, die schätzungsweise um 8½% gestiegen ist, verglichen mit 6% im Jahr 1985. In der zweiten Hälfte des Jahres 1986 lag das Niveau der realen Importe der Industrieländer schätzungsweise um 10% über dem des entsprechenden Vorjahreszeitraums. Während für das gesamte Jahr die kräftige Importnachfrage der Industrieländer vornehmlich das dynamische Wachstum der Einfuhren Nordamerikas widerspiegelt, ging die beschleunigte Zunahme in der zweiten Jahreshälfte vor allem auf das Konto steigender Importe der übrigen Industrieländer. Das stärkere Wachstum der realen Einfuhren in den Industrieländern war 1986 größtenteils den höheren Ölimporten zuzuschreiben. Der Fall der Ölpreise führte nicht nur zu einem Anstieg des Verbrauchs um 3%, sondern auch zu einer Wiederauffüllung der Lager um rund 4%, fast das Doppelte der Rate, mit der sie 1985 abgebaut worden waren. Ferner ging die Ölförderung in den Industrieländern im letzten Jahr um 2% zurück, da unrentable Quellen geschlossen und die Bohraktivitäten eingeschränkt wurden.

Im Gegensatz dazu verringerte sich im letzten Jahr das Importvolumen der Entwicklungsländer um 3½%, was der größte Rückgang seit 1982 ist. In Anbetracht einer Verringerung ihrer Exporterlöse um ein Drittel kürzten die ölexportierenden Länder ihre realen Einfuhren um beispiellose 18%. Dagegen setzte sich in der Gruppe der nichtölexportierenden Länder die Expansion des Einfuhrvolumens fort, wenn auch die Wachstumsrate mit rund 2½% nur etwa halb so groß war wie in den beiden Jahren zuvor. Hinzu kommt, daß dieser durchschnittliche Anstieg stark von dem lebhaften Einfuhrwachstum in einigen wenigen Schwellenländern Südostasiens bestimmt war, die dank rasch wachsender Exporterlöse in der Lage waren, das Einfuhrvolumen um 8% auszudehnen. Die meisten anderen nichtölexportierenden Länder meldeten nur ein moderates Einfuhrwachstum oder waren 1986 aufgrund von Zahlungsbilanzproblemen gezwungen, ihre Einfuhrvolumen zu kürzen.

Nur ein überraschend kleiner Teil des Einfuhrwachstums in den Industrieländern spiegelte sich in einer Zunahme der realen Ausfuhren wider, deren Zuwachsrate sich von etwa 4½% im Jahr 1985 auf nur 2% 1986 abschwächte. Während sich das Wachstum der realen Exporte in Nordamerika von 2% 1985 auf 6% 1986 erhöhte, mit einer bemerkenswerten Beschleunigung im Verlauf des Jahres, ging es in den übrigen Industrieländern von 5 auf nur 2% zurück. Die verhältnismäßig schwache Zunahme

Welthandel 1983–86¹

Viertes Quartal 1982 = 100



¹ Volumensdaten: nichtzentrierte gleitende Dreiquartalsdurchschnitte. ² In US-Dollar. ³ Ohne Öl. ⁴ Belgien, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Niederlande, Schweden und Schweiz.

der realen Ausfuhren der Industrieländer beruhte zum Teil auf dem Ausfall der Nachfrage aus den ölexportierenden Ländern. Darüber hinaus scheint 1986 ein wachsender Teil des Bedarfs der Industrieländer an importierten Fertigerzeugnissen, der traditionell innerhalb dieser Gruppe befriedigt worden war, nun von Produzenten in den Entwicklungsländern abgedeckt worden zu sein, vor allem von den Schwellenländern Südostasiens.

In der Tat waren die Entwicklungsländer im letzten Jahr die Hauptnutznießer der kräftigen Importnachfrage in den Industrieländern; ihr Exportvolumen wuchs nach der Stagnation des Jahres 1985 um 9%. Dieser Mengenzuwachs konzentrierte sich jedoch vornehmlich auf zwei Entwicklungsländergruppen: Die realen Ausfuhren

der ölexportierenden Länder expandierten 1986 um 10%, nachdem sie 1985 um 6% gesunken waren, und die Exporteure von Industrieerzeugnissen (d.h. jene Entwicklungsländer, bei denen der Ausfuhranteil der Industrieerzeugnisse 1980 50% oder mehr ausmachte) waren in der Lage, das Wachstum der Ausfuhren von etwa 4% 1985 auf ungefähr 14% 1986 zu erhöhen, wobei Länder Südostasiens deutlich überdurchschnittliche Zuwächse verzeichneten.

Die ausgeprägten Divergenzen im Wachstum des Einfuhr- und Ausfuhrvolumens in den verschiedenen Ländergruppen hingen mit unterschiedlichen Entwicklungen im Handel mit den wichtigsten Gütergruppen zusammen. Das Handelsvolumen von Öl und sonstigen mineralischen Rohstoffen, das 1985 um 1% gesunken war, verzeichnete mit 7% den deutlichsten, allerdings ausschließlich auf Öl beruhenden Zuwachs. Der Handel mit Agrarprodukten nahm mit 1% geringfügig zu, blieb jedoch weiterhin hinter dem Durchschnittswachstum der letzten Dekade von 4½% zurück. Wenn auch dieses Stagnieren teilweise auf die relativ guten Ernten in den Jahren 1985/86 zurückzuführen sein dürfte, die eine Substitution von Importen durch heimisches Angebot ermöglichten, scheint die anhaltende Schwäche des Handels mit Agrarprodukten in den letzten Jahren vornehmlich auf protektionistischen Maßnahmen zum Schutz vieler Märkte vor ausländischer Konkurrenz zu beruhen. Schließlich schwächte sich das Wachstum des Handelsvolumens der Fertigerzeugnisse von 5% 1985 auf nur 3% 1986 ab. Abgesehen von Perioden scharfer Konjunkturerinbrüche war das die niedrigste Zuwachsrate seit drei Jahrzehnten. Dieses schlechte Abschneiden beruhte teilweise auf Maßnahmen zur Importbeschränkung in Ländern mit rückläufigen Exporteinnahmen, war aber auch, wie oben erwähnt, die Folge asymmetrischer Effekte realer Wechselkursänderungen auf das Exportverhalten in den wichtigsten Industrieländern.

Mit den Änderungen des Handelsvolumens der wichtigsten Gütergruppen gingen stark divergierende Preisentwicklungen einher. Am Jahresdurchschnitt gemessen halbierte sich der Ölpreis 1986 praktisch, wobei er zeitweise deutlich unter das Niveau zurückfiel, das vor dem Ölpreisschock der Jahre 1979/80 bestanden hatte. Die Preise anderer Rohstoffe als Öl, die 1985 um 10% gefallen waren, blieben 1986 gedrückt und gingen trotz der Dollarabwertung weiter um 1% zurück. Der ausgeprägten Schwäche der Rohstoffpreise stand ein 18prozentiger Zuwachs der Durchschnittswerte der Industrieerzeugnisse gegenüber, der jedoch gänzlich auf von der Dollarabwertung ausgehenden Bewertungseffekten beruhte; gemessen in den Währungen der Exportländer ging der Durchschnittspreis der Industrieerzeugnisse tatsächlich etwas zurück.

Diese Preisentwicklungen führten zu beträchtlichen Terms-of-trade-Veränderungen, welche die Bewegungen der relativen Handelsvolumen klein erscheinen lassen und die, wie im folgenden Abschnitt erläutert wird, im Jahr 1986 die wichtigsten Bestimmungsgründe der Veränderungen in den Handels- und Leistungsbilanzen einzelner Länder und Ländergruppen waren.

Rekordungleichgewichte in den drei größten Industrieländern

Das zusammengefaßte Ungleichgewicht der Außenwirtschaftspositionen der USA, Japans und Deutschlands, gemessen als Summe der absoluten Leistungsbilanzsalden dieser Länder, vergrößerte sich im letzten Jahr um den enormen Betrag von

\$ 80 Mrd. und damit weit mehr als im vorangegangenen Jahr. Mehr als zwei Drittel dieser Ausweitung gehen auf die Überschüsse Japans und Deutschlands zurück, der Rest auf die weitere Zunahme des US-Leistungsbilanzdefizits. Obwohl der Ölpreiserückgang des letzten Jahres einen beherrschenden Einfluß auf die Verteilung der Leistungsbilanzpositionen zwischen den wichtigsten Ländergruppen hatte, kann nur ein kleiner Teil, etwa \$ 10 Mrd., des Zuwachses des aggregierten Ungleichgewichts der drei größten Volkswirtschaften den niedrigeren Ölpreisen zugeschrieben werden. Alle drei Länder sind Nettoimporteure von Öl, doch die Ölbilanz verbesserte sich in Japan und Deutschland etwas stärker als in den USA. Die Tatsache, daß der Löwenanteil des wachsenden Ungleichgewichts nicht auf Öltransaktionen beruhte, legt den Schluß nahe, daß die Wechselkursänderungen des letzten Jahres, die mit einem konvergierenden relativen Nachfragedruck zusammenfielen, bisher keinen kraftvollen Anpassungsprozeß in Gang gesetzt haben. Die Übersicht über die Zahlungsbilanzentwicklung der Vereinigten Staaten, Japans und Deutschlands in diesem Abschnitt wird sich insbesondere mit den Gründen für die recht geringen Fortschritte bei der außenwirtschaftlichen Anpassung im Jahr 1986 beschäftigen. Die Leistungsbilanzen der einzelnen Länder und Ländergruppen sind in der Tabelle auf S. 56 ausgewiesen.

Das Leistungsbilanzdefizit der *Vereinigten Staaten* vergrößerte sich 1986 weiter um \$ 22,9 auf 140,6 Mrd., was mehr als 3½% des Bruttosozialprodukts entspricht. Die gesamte Verschlechterung erfolgte im Warenhandel, während sich der Saldo der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz kaum veränderte, da der Rückgang der Nettokapitalerträge um \$ 2,5 Mrd. durch leichte Verbesserungen in verschiedenen anderen Teilbilanzen des Dienstleistungsverkehrs etwas mehr als vollständig ausgeglichen wurde. Der nur geringe Rückgang der Nettokapitalerträge ist ein wenig überraschend, bedenkt man die kräftige Verschlechterung der Nettoauslandsposition der USA, die Ende 1985 netto zu einem Schuldner in Höhe von \$ 107,4 Mrd. geworden waren und deren Position sich 1986 mit Sicherheit weiter verschlechterte. Wie die folgende Tabelle zeigt, liegt die Hauptursache für den moderaten Rückgang der Kapitaleinkünfte im Jahr 1986 darin, daß die Abwertung des Dollars im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr zu Bewertungsgewinnen beim Bestand der US-Direktinvestitionen im Ausland geführt hatte, was die gemeldeten Zahlen über die Einkünfte aus Direktinvestitionen beträchtlich aufblähte. Im Gegensatz dazu verschlechterte sich die Bilanz der sonstigen Kapitalerträge (die Nettozinszahlungen widerspiegeln) 1986 weiter um \$ 8,7 Mrd.; im Jahr 1985 hatte diese Bilanz erstmals seit Erfassung solcher Daten ein Defizit aufgewiesen.

USA: Nettokapitalerträge

	1985	1986				
		Jahr	erstes Quartal	zweites Quartal	drittes Quartal	viertes Quartal
	Milliarden US-Dollar					
Erträge aus Direktinvestitionen (netto)	26,3	32,5	8,1	7,7	7,5	9,2
darunter: Kapitalgewinne	4,3	8,2	1,7	2,3	2,3	1,9
Sonstige Kapitalerträge (netto)	- 1,0	- 9,7	- 1,8	- 2,3	- 2,2	- 3,4
Privat (netto)	14,8	6,4	2,3	1,9	1,5	0,7
Staat (netto)	-15,8	-16,1	- 4,1	- 4,2	- 3,7	- 4,1
Insgesamt (wie gemeldet)	25,3	22,8	6,3	5,4	5,3	5,8
Insgesamt (ohne Kapitalgewinne)	21,0	14,6	4,6	3,1	3,0	3,9

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Zu der Zunahme des Defizits im Warenhandel von \$ 124,4 Mrd. im Jahr 1985 auf \$ 147,7 Mrd. 1986 kam es trotz Einsparungen bei den Zahlungen für Öleinfuhren. Die Ölrechnung verringerte sich ausschließlich aufgrund des Rückgangs der Öleinfuhrpreise um \$ 16,6 Mrd. Gleichzeitig weitete sich das Volumen der Ölimporte um 25% aus.

Die Handelsbilanz (ohne Öl) verschlechterte sich 1986 um \$ 40 Mrd. auf ein Rekorddefizit von \$ 113,8 Mrd. Dies war aus zwei Gründen besonders enttäuschend. Erstens, der negative Einfluß auf die US-Handelsbilanz, der von einem im Vergleich zu den anderen Ländern lebhafteren Wachstum der amerikanischen realen Inlandsnachfrage ausgegangen war, begann sich 1985 zu verringern und verschwand im letzten Jahr praktisch völlig. Zweitens setzte sich die Abwertung des Dollars 1986 fort; verglichen mit dem Höhepunkt im Februar 1985 nahm der Wert des Dollars gegenüber einem Korb mit den Währungen der größten Industrieländer bis Ende letzten Jahres um 30% ab. Selbst wenn die Währungen der Entwicklungsländer berücksichtigt werden, von denen die meisten entweder an den Dollar gekoppelt sind oder gegenüber dem Dollar an Wert einbüßten, belief sich der Gesamttrückgang des effektiven Wechselkurses des Dollars, bereinigt um die relativen Großhandelspreise, in diesem Zeitraum noch immer auf 20%. Solche großen Wechselkursveränderungen sollten die Produzenten in den USA in die Lage versetzt haben, einen beträchtlichen Teil der während der Stärkeperiode des Dollars erlittenen Verluste an preislicher Wettbewerbsfähigkeit wiedergutzumachen.

USA: Komponenten der Handelsbilanzveränderung (Schätzung)¹

	1985	1986 ²				
		Jahr	erstes Quartal	zweites Quartal	drittes Quartal	viertes Quartal
	Milliarden US-Dollar					
Veränderungen des Handelsbilanzsaldos ..	-11,9	-23,3	-11,5	- 5,4	- 5,4	- 1,0
basierend auf Veränderungen von:						
Ölimporte	6,8	16,6	0,4	5,7	4,4	6,1
Nichtölhandel	-18,7	-40,0	-11,9	-11,2	- 9,8	- 7,1
aufgrund des:						
Exportvolumens	3,7	16,5	0,0	3,4	6,0	7,1
Importvolumens ³	-22,2	-38,7	- 9,7	-10,4	-10,5	- 8,1
aufgrund der Terms of trade (ohne Öl)	- 0,2	-17,8	- 2,2	- 4,2	- 5,3	- 6,1

¹ Auf der Basis der Zahlungsbilanzdaten. Verwendung saisonbereinigter Daten.

² Quartalsveränderungen gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal unter Verwendung saisonbereinigter Daten. ³ Ein Minuszeichen bedeutet einen Anstieg des Einfuhrvolumens.

Vor dem Hintergrund dieser Nachfrage- und Wechselkursentwicklungen ist es in der Tat verblüffend, daß sich die US-Handelsbilanz (ohne Öl) 1986 weiter verschlechtert hat, und zwar sowohl nominal wie real. Während der große negative Einfluß des 7prozentigen Rückgangs der relativen Außenhandelspreise, der \$ 17,8 Mrd. oder nahezu die Hälfte des Defizitzuwachses im Nichtölbereich erklärt, im Gefolge eines scharfen Rückgangs des nominalen Wechselkurses nicht ungewöhnlich ist, so steht die Nettozunahme der realen Einfuhren (ohne Öl) um \$ 22,2 Mrd. klar im Widerspruch zu den Auswirkungen, die normalerweise von einer kräftigen realen Abwertung zu erwarten wären.

Der Zuwachs des Defizits im Nichtölbereich war vollständig Entwicklungen auf der Einfuhrseite zuzurechnen. Die gesamten Nichtölimporte kletterten 1986 um

\$ 47,3 auf 335,6 Mrd.; dies umfaßt eine Expansion des Importvolumens um 12½% oder \$ 38,7 Mrd. und ein Wachstum der Einfuhrdurchschnittswerte von 3½%, das \$ 8,6 Mrd. zum Zuwachs des Importwerts beitrug. Da nur ungefähr \$ 22 Mrd. der Zunahme des Einfuhrvolumens durch den Einkommenseffekt des Wachstums der Inlandsnachfrage in den USA von 3½% erklärt werden können, läßt die verbliebene Volumensänderung von nahezu \$ 17 Mrd. vermuten, daß die US-Produzenten noch immer nicht fähig waren, erfolgreich mit Auslandsanbietern zu konkurrieren. Daß die Nachfrage nicht auf heimisch produzierte Importsubstitute überging, muß weitgehend dem geringen Ausmaß des Anstiegs der Importpreise zugeschrieben werden. Die Exporteure in die Vereinigten Staaten nahmen davon Abstand, ihre Exportpreise in Dollar deutlich zu erhöhen, entweder weil die Anbieter (beispielsweise aus Südostasien) dies nicht nötig hatten, da ihre Währungen dem Dollar folgten, oder weil in den Fällen, in denen sich die heimischen Währungen der Exporteure gegenüber dem Dollar aufgewertet hatten, die ausländischen Anbieter niedrigere Gewinnspannen hinnahmen und ihre Exportpreise in Dollar nur geringfügig erhöhten, um ihre Anteile auf dem US-Markt zu sichern. Darüber hinaus reagierten die Einfuhrpreise und -mengen der verschiedenen Gütergruppen sehr unterschiedlich auf Marktbedingungen und die Preiselastizität der Nachfrage. Beispielsweise überwältigten die Automobilexporteure (jene in Kanada nicht eingeschlossen) nicht nur einen beträchtlichen Teil des Wechselkursanstiegs durch höhere Preise – so stieg der Einfuhrdurchschnittswert für Automobile und sonstige Motorfahrzeuge 1986 um mehr als 10% –, sondern sie waren überdies in der Lage, das Volumen ihrer Verkäufe um 9% auszudehnen. Andererseits expandierten die Investitionsgüterimporte bei praktisch unveränderten Preisen volumemäßig um 19%, was vermutlich – nicht zuletzt wegen der Anbieter aus Südostasien – an dem scharfen Wettbewerb auf diesem Markt liegt. Der starke Anstieg der realen Einfuhren (ohne Öl) hielt während des ganzen Jahres an, wenngleich ein gewisser Rückgang der Wachstumsrate im letzten Quartal des Jahres 1986 zu verzeichnen war, als die realen Nichtöleinfuhren im Jahresabstand nur um 10% stiegen, verglichen mit dem jahresdurchschnittlichen Volumenzuwachs von 12½%. Anzumerken ist, daß die realen Einfuhren im zweiten und dritten Quartal durch außergewöhnlich hohe Goldimporte aufgebläht wurden, die im weiteren Jahresverlauf nach Japan exportiert wurden und näherungsweise 1½ Prozentpunkte zum Wachstum des Einfuhrvolumens (ohne Öl) im Jahr 1986 beitrugen.

Auf der Ausfuhrseite entsprach der Einfluß der Wechselkurseffekte weit besser den Erwartungen: Der gesamte Anstieg des Exportwertes um \$ 7,3 auf 221,7 Mrd. ging auf ein mengenmäßiges Wachstum in Höhe von \$ 16,5 Mrd. zurück, das jedoch teilweise durch den 3½prozentigen Rückgang der Ausfuhrdurchschnittswerte kompensiert wurde. Die Volumenzunahme geht ausschließlich auf den Verkauf nichtlandwirtschaftlicher Produkte zurück; das Volumen der Agrarexporte stagnierte, und bedingt durch Angebotsbedingungen auf dem Weltmarkt sanken die Exportpreise, wodurch der Wert der US-Agrarexporte auf den niedrigsten Stand seit 1977 zurückfiel. Im Gegensatz dazu stiegen die Ausfuhren nichtlandwirtschaftlicher Produkte zu konstanten Preisen um 8½%. Selbst nach Abzug des außergewöhnlichen Reexports von Gold nach Japan nahmen die realen Ausfuhren mehr als doppelt so stark zu wie das Wachstum der US-Exportmärkte. Verglichen mit dem mageren Volumenzuwachs von weniger als 2% im Jahr 1985 war dies eine deutliche Verbesserung, doch, wie die Verringerung der Ausfuhrpreise in Dollar für nichtlandwirtschaftliche Produkte um 3% andeutet, ergab sich bislang trotz der Dollarabwertung noch kein Spielraum für

Preiserhöhungen seitens der US-Exporteure. Wie auf der Importseite, so unterschied sich die Situation auch auf der Exportseite beträchtlich zwischen den verschiedenen Gütergruppen. Während beispielsweise die Ausführpreise für Konsumgüter um 2½% stiegen, gingen die Investitionsgüterpreise um mehr als 5% zurück. Im Verlauf des Jahres verstärkte sich der positive Wechselkurseinfluß auf die Exportentwicklung deutlich. So lagen die realen Ausfuhren nichtlandwirtschaftlicher Produkte im letzten Quartal 13% über ihrem Niveau ein Jahr zuvor, verglichen mit einem jahresdurchschnittlichen Volumenzuwachs von 8½%.

Die Dollarschwäche auf den Devisenmärkten und die Verringerung des Zinsvorsprungs des Dollars gegenüber anderen wichtigen Währungen minderte 1986 dessen Attraktivität als Anlagewährung für Gebietsfremde. Die Nettozuflüsse privaten Kapitals in die USA, obwohl weiterhin hoch, reichten nicht mehr aus, das Leistungsbilanzdefizit zu decken; es wurde beinahe zu einem Viertel durch die Plazierungen von Währungsreserven ausländischer Notenbanken auf dem US-Markt finanziert. Dementsprechend verringerten sich die amtlichen Nettowährungsreserven der USA im letzten Jahr um \$ 32,6 Mrd., was praktisch vollständig die Zunahme offizieller Auslandsverbindlichkeiten reflektierte. Die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits durch Dollarkäufe offizieller Stellen auf den Devisenmärkten scheint im ersten Quartal des Jahres 1987 stark zugenommen zu haben.

USA: Kapitalverkehr

	1985	Jahr	1986			
			erstes Quartal	zweites Quartal	drittes Quartal	viertes Quartal
Milliarden US-Dollar						
Saldo des Kapitalverkehrs	123,4	107,9	29,0	21,4	24,4	33,1
Kapitaltransaktionen der US-Regierung (netto) ¹	- 2,3	- 0,9	- 0,1	0,5	- 0,6	- 0,8
Direktinvestitionen (netto) ^{2,3}	- 5,2	- 4,5	- 5,7	- 4,4	- 0,1	5,7
Wertpapiertransaktionen (netto) ³	60,4	69,6	18,5	23,0	17,0	11,1
Kapitaltransaktionen über Banken (netto)	39,7	20,1	14,8	- 10,9	10,8	5,4
Sonstige Kapitaltransaktionen von Nichtbanken (netto) ³	7,8	- 3,5	- 7,5	- 0,9	- 0,7	5,6
Statistische Diskrepanz	23,0	27,1	9,1	13,9	- 2,1	6,1
Veränderung der Nettowährungsreserven darunter: Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden ...	- 5,7	32,6	2,1	14,0	14,8	1,7
- 1,8	32,3	2,2	14,0	14,5	1,6	
<i>Nachrichtlich:</i>						
Leistungsbilanz	-117,7	-140,6	- 31,0	- 35,5	- 39,2	- 34,9

Anmerkung: Ein Minuszeichen bedeutet einen Kapitalabfluß; Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

¹ Ohne Transaktionen mit US-Schatzpapieren. ² Bei Wertpapiertransaktionen mit und bei Direktinvestitionen ohne Nettokapitalbewegungen zwischen US-Unternehmen und ihren Finanzierungsgesellschaften auf den Niederländischen Antillen. ³ Bei sonstigen Kapitaltransaktionen von Nichtbanken mit und bei Direktinvestitionen ohne Kapitalströme zwischen Unternehmen.

Die letztjährigen Nettomittelzuflüsse in Höhe von \$ 107,9 Mrd. in die Vereinigten Staaten stammten weitgehend aus denselben drei Hauptkategorien von Kapitaltransaktionen wie 1985. Beinahe zwei Drittel der Gesamtsumme repräsentierten Nettozuflüsse aus Wertpapiertransaktionen; der Rest beruht auf Nettozuflüssen über das Bankensystem und auf nicht zurechenbaren Mittelzuflüssen, wie sie sich in der statistischen Diskrepanz der Zahlungsbilanz niederschlagen. Allerdings zeigt die obige Tabelle, daß die Quellen der Nettokapitalzuflüsse im letzten Quartal des Jahres vielfältiger wurden, als eine ausgeprägte Zunahme der Direktinvestitionen in den USA und der

Nettokapitalimporte auf firmeninternen Konten (enthalten in den sonstigen Kapitaltransaktionen der Nichtbanken) ebenfalls umfangreiche Nettokapitalzuflüsse hervorbrachte.

Der Anstieg der Nettokapitalzuflüsse in Form von Wertpapiertransaktionen von \$ 60,4 Mrd. im Jahr 1985 auf das Rekordniveau von \$ 69,6 Mrd. ging in erster Linie auf die weitere steile Zunahme der Anlagen Gebietsfremder in US-Wertpapieren (ohne US-Schatzpapiere) zurück, deren Nettokäufe kräftig von \$ 50,9 auf 70,7 Mrd. anstiegen (s. nachstehende Tabelle). Die Nettozuflüsse aus Anleiheverkäufen an Gebietsfremde erhöhten sich um \$ 7,4 auf 53,4 Mrd.; etwa drei Viertel dieser Summe gingen auf von US-Unternehmen neu emittierte Eurobonds zurück, zum Teil, weil die sinkenden Zinsen weiterhin Refinanzierungsaktivitäten auf dem Eurobondmarkt anregten, aber auch, weil die Nachfrage nach Finanzmitteln für Unternehmensübernahmen hoch blieb. Die Nettozuflüsse aus Aktienverkäufen an Gebietsfremde erhöhten sich im letzten Jahr auf mehr als das Dreifache (\$ 17,3 Mrd.), wobei der größte Teil der Zuflüsse im ersten Halbjahr stattfand, als die US-Aktienkurse besonders rasch anstiegen. Das Auslandsinteresse am amerikanischen Aktienmarkt schwand allerdings im letzten Quartal, als der Saldo der Aktientransaktionen vornehmlich aufgrund von Nettoverkäufen europäischer Anleger einen geringen Nettoabfluß von \$ 0,3 Mrd. aufwies. Für das Jahr insgesamt wurde der Anstieg der Nettoverkäufe von Anleihen und Aktien vor allem durch die anhaltende Nachfrage japanischer Anleger getragen, deren Direktkäufe nahezu 40% des Zuwachses der US-Wertpapierverkäufe (ohne US-Schatzpapiere) an Ausländer ausmachten. Im Unterschied dazu fielen die Anlagen Gebietsfremder in US-Schatzpapieren auf \$ 9,3 Mrd., das ist weniger als die Hälfte des 1985 verzeichneten Niveaus. Dieser Rückgang lag offenbar gänzlich an Verhaltensänderungen japanischer Anleger: 1986 ging nur weniger als ein Fünftel der gesamten Nettokäufe von US-Schatzpapieren auf das Konto Gebietsansässiger in Japan, verglichen mit 85% im Jahr 1985. Die Mittelabflüsse aufgrund des Nettoerwerbs ausländischer Wertpapiere durch US-Anleger verringerten sich 1986 auf \$ 4,8 Mrd. Ab der Jahresmitte begannen die US-Investoren Auslandsaktien abzustoßen, insbesondere japanische Papiere, teils, weil solche Aktien in Relation zu ihren Ertragsaussichten als

USA: Internationale Wertpapiertransaktionen

	1985	1986				
		Jahr	erstes Quartal	zweites Quartal	drittes Quartal	viertes Quartal
	Milliarden US-Dollar					
Wertpapiertransaktionen insgesamt (netto)	60,4	69,6	18,5	23,0	17,0	11,1
Ausländische Wertpapiere	- 8,0	- 4,8	- 6,1	- 1,7	0,3	2,7
Aktien	- 4,0	- 1,6	- 2,1	- 2,2	1,0	1,7
Anleihen	- 4,0	- 3,2	- 4,0	0,5	- 0,7	1,0
US-Schatzpapiere	20,5	9,3	7,7	3,8	0,5	- 2,7
Wechsel und Schuldscheinzertifikate	- 0,9	- 1,3	1,2	- 0,2	- 1,5	- 0,8
Anleihen	21,4	10,6	6,4	4,0	2,1	- 1,9
Sonstige US-Wertpapiere	50,9	70,7	18,7	23,0	17,2	11,8
Aktien	4,9	17,3	6,1	7,0	4,5	- 0,3
Anleihen	46,0	53,4	12,6	16,0	12,7	12,1
Sonstige wertpapierähnliche Transaktionen*	- 3,0	- 5,6	- 1,8	- 2,1	- 1,0	- 0,7

Anmerkung: Ein Minuszeichen bedeutet Kapitalabflüsse.

* Transaktionen zwischen US-Unternehmen und ihren Finanzierungstöchtern auf den Niederländischen Antillen.

überbewertet angesehen wurden, teils, um beträchtliche Nettogewinne aus den Wechselkursveränderungen zu realisieren. Schließlich setzte sich 1986 die Abwicklung der Geschäfte von US-Unternehmen mit ihren Finanzierungstöchtern auf den Niederländischen Antillen fort und führte zu Nettoabflüssen von \$ 5,6 Mrd., die vornehmlich zur Tilgung alter Euroanleiheverbindlichkeiten verwendet wurden.

Die Nettokapitalzuflüsse über das Bankensystem in den USA, die im Kapitel V ausführlicher diskutiert werden, halbierten sich 1986 praktisch auf \$ 20,1 Mrd. Die Auslandsverbindlichkeiten expandierten um \$ 77,4 Mrd. oder beinahe das Doppelte der 1985 gemeldeten Summe, doch stiegen gleichzeitig die Auslandsanlagen, die sich 1985 kaum geändert hatten, im letzten Jahr mit \$ 57,3 Mrd. steil an. Die Veränderungen sowohl auf der Passiv- wie auf der Aktivseite der Bankbilanzen wurden durch die Geschäfte von US-Banken im Auslandsbesitz dominiert; beinahe 80% des im letzten Jahr über das Bankensystem in die USA geflossenen Kapitals stammten aus internationalen Transaktionen der amerikanischen Filialen und Tochtergesellschaften ausländischer Banken, wobei der größte Teil davon auf Interbankgeschäften beruhte.

In *Japan* kletterte der Leistungsbilanzüberschuß 1986 um \$ 36,6 auf 85,8 Mrd. oder fast 4½% des Bruttosozialprodukts. Dieses Resultat beruhte vollständig auf einem steilen Zuwachs der Nettoausfuhren; das traditionelle Defizit bei den Dienstleistungen und Übertragungen blieb mit \$ 7 Mrd. praktisch unverändert, da höhere Nettozugänge aus Kapitalerträgen durch einen höheren Fehlbetrag in der Reiseverkehrsbilanz ausgeglichen wurden. Annähernd die Hälfte der Zunahme des Handelsüberschusses von \$ 56 Mrd. 1985 auf \$ 92,8 Mrd. 1986 ging auf Einsparungen bei den Zahlungen für Energieimporte zurück, die dank eines 36prozentigen Rückgangs der Importpreise um \$ 18,9 Mrd. sanken, obwohl das Volumen um 3½% zunahm. Der um \$ 17,7 Mrd. höhere Überschuß im Warenhandel (ohne Energie) beruhte auf scharf divergierenden Bewegungen der relativen Außenhandelspreise und -mengen: Der positive Effekt aus der 16prozentigen Verbesserung der Terms of trade in Höhe von \$ 32,4 Mrd. wurde durch einen Rückgang des Handelsbilanzüberschusses (ohne Energie) zu konstanten Preisen um \$ 14,7 Mrd. halbiert.

Die beträchtliche Verbesserung der Terms of trade (ohne Energie) geht größtenteils auf das Konto des scharfen Anstiegs des Yen, der sich 1986 im Durchschnitt effektiv um 30% und gegenüber dem Dollar um nicht weniger als 41½% aufwertete. Die Ausfuhrdurchschnittswerte in Dollar erhöhten sich um 21%, während die Einfuhrdurchschnittswerte (ohne Energie) nur um 4% zunahmen. Betrachtet man jedoch das Ausmaß der Yen-Aufwertung, so zeigt die Änderung der Ausfuhrdurchschnittswerte in Dollar, daß nur etwa die Hälfte der Wechselkurserhöhung auf die Exportpreise überwältzt wurde. Die andere Hälfte ging zu Lasten der Gewinne japanischer Exporteure, die versuchten, Marktanteilsverluste zu begrenzen. Der Einfluß auf die Gewinne wurde allerdings durch die ausgeprägte Reduktion der Importpreise in Yen gemildert, die beinahe in vollem Ausmaß der Yen-Aufwertung sanken.

Die unterschiedlichen Änderungen der Ausfuhr- und Einfuhrpreise trugen deutlich zu den voneinander abweichenden Volumensänderungen im Außenhandel bei. Der Preiseinfluß war auf der Einfuhrseite beträchtlich stärker: Das mengenmäßige Wachstum der Nichtenergieimporte beschleunigte sich deutlich von 2½% 1985 auf 17% 1986 und das der Einfuhren von Industrieerzeugnissen sogar von 2 auf 24%. Diese Volumensziffern sind freilich wesentlich durch den Sonderfaktor der Goldeinfuhren für die Ausgabe einer Hirohito-Gedenkmünze beeinflusst, der den

Japan: Komponenten der Handelsbilanzveränderung (Schätzung)¹

	1985	Jahr	1986 ²			
			erstes Quartal	zweites Quartal	drittes Quartal	viertes Quartal
Milliarden US-Dollar						
Veränderung des Handelsbilanzsaldos	12,5	36,6	6,5	10,1	11,9	8,1
basierend auf Veränderung im:						
Energiehandel	4,5	18,9	0,8	5,4	5,9	6,8
Nichtenergiehandel	8,0	17,7	5,7	4,7	6,0	1,4
aufgrund von Volumensänderungen bei den:						
Ausfuhren	6,2	- 2,3	- 0,9	- 0,5	- 0,1	- 0,8
Einfuhren ³	- 1,8	-12,4	- 0,3	- 3,9	- 3,7	- 4,5
wegen Veränderung der Terms of trade (ohne Energie)	3,6	32,4	6,9	9,0	9,8	6,7

¹ Auf der Basis der Zollstatistik. ² Quartalsangaben als Veränderungen gegenüber dem entsprechenden Quartal des Vorjahres. ³ Ein Minuszeichen bedeutet eine Zunahme des Importvolumens.

mengenmäßigen Zuwachs der Importe ohne Energie und der Importe von Industrieerzeugnissen schätzungsweise um 4½ bzw. 7 Prozentpunkte erhöhte. Trotzdem scheint die schwunghafte Zunahme der realen Einfuhren angesichts des 1986 beinahe unveränderten Wachstums der Inlandsnachfrage anzudeuten, daß die 1986 erfolgte rasche Aufwertung des Yen einen wesentlichen Einfluß auf das japanische Einfuhrverhalten hatte.

Auf der Ausfuhrseite dürfte der Versuch, durch zurückhaltende Preisgestaltung Marktanteile zu verteidigen, teilweise erfolgreich gewesen sein. Das Ausfuhrvolumen ging um weniger als 1½% zurück, verglichen mit einer Zunahme um 4% im Jahr zuvor. Einerseits gingen die Exporte in Länder mit Zahlungsbilanzschwierigkeiten wie beispielsweise China, die Sowjetunion, die ölexportierenden Länder und die übrigen Entwicklungsländer außerhalb Asiens 1986 beträchtlich zurück. Andererseits setzte sich die Zunahme der Ausfuhren auf den US-Markt fort, wo die japanischen Exporteure vermutlich die größten Preiszugeständnisse machten; sie fiel aber offenbar deutlich geringer aus als die 12½prozentige Ausweitung des Gesamtvolumens der US-Nichtölimporte. Gleichzeitig drangen die japanischen Exporteure sehr erfolgreich auf dem westeuropäischen Markt vor. Das Absatzvolumen dürfte 1986 durchaus um rund 20% zugenommen haben, was darauf hindeutet, daß die relativ geringe Aufwertung des Yen gegenüber den Währungen dieser Länder – 1986 stieg der Yen gegenüber der ECU durchschnittlich um 9% an – den Erfolg japanischer Anbieter auf diesem Markt nicht beeinträchtigte.

Im Jahr 1986 kam es zu einer weiteren beträchtlichen Zunahme (\$ 21,5 Mrd.) der gesamten Nettokapitalabflüsse (einschl. des statistischen Ausgleichspostens) aus Japan, doch fiel diese geringer aus als die Erhöhung des Leistungsbilanzüberschusses. Die Nettowährungsreserven, bereinigt um Bewertungsänderungen, erhöhten sich um \$ 13,7 Mrd. und damit so stark wie seit 1978 nicht mehr.

Der Kontrast zwischen umfangreichen Nettoabflüssen langfristigen Kapitals und Nettozuflüssen kurzfristiger Mittel, der den japanischen Kapitalverkehr seit 1984 kennzeichnet, verstärkte sich im letzten Jahr noch mehr. Die langfristigen Nettokapitalexporte schnellten um \$ 67 auf 131,5 Mrd. hinauf. Wie in den beiden vergangenen Jahren bestand der überwiegende Teil davon, schwindelerregende \$ 102 Mrd., aus Investitionen in ausländischen Wertpapieren, darunter der Löwenanteil in Anleihen (\$ 93 Mrd.). Man vermutet, daß diese Anleihen größtenteils in Dollar denominiert

Japan: Kapitalverkehr

	1985	Jahr	1986			
			erstes Quartal	zweites Quartal	drittes Quartal	viertes Quartal
Milliarden US-Dollar						
Saldo der Kapitalbilanz	- 54,6	- 74,6	- 13,1	- 20,2	- 20,4	- 20,9
Langfristiger Kapitalverkehr (netto)	- 64,5	-131,5	- 19,0	- 28,9	- 38,4	- 45,2
Wertpapiertransaktionen	- 43,1	-101,4	- 13,6	- 22,9	- 31,0	- 33,9
Ausländische Wertpapiere	- 59,8	-102,0	- 19,6	- 26,6	- 28,6	- 27,2
Inländische Wertpapiere	16,7	0,6	6,0	3,7	2,4	6,7
Direktinvestitionen (netto)	- 5,9	- 14,3	- 2,3	- 2,4	- 3,5	- 6,1
Sonstiger langfristiger Kapitalverkehr (netto)	- 15,5	- 15,8	- 3,1	- 3,6	- 3,9	- 5,2
Kurzfristiger Kapitalverkehr (netto)	9,9	56,9	5,9	8,7	18,0	24,3
Kapitaltransaktionen über Banken (netto)	10,8	58,5	7,0	10,2	16,5	24,8
Sonstiger kurzfristiger Kapitalverkehr (netto)	- 0,9	- 1,6	- 1,1	- 1,5	1,5	- 0,5
Statistische Diskrepanz	4,0	2,5	1,7	2,6	2,5	- 4,4
Veränderung der Nettowährungsreserven (- = Zunahme)	1,4	- 13,7	- 1,3	- 5,5	- 6,5	- 0,4

Anmerkung: Ein Minuszeichen bedeutet einen Kapitalabfluß; Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

sind, obwohl es den Anschein hat, daß die japanischen Anleger in den letzten Monaten des Jahres begannen, in Anleihen anderer Währungen zu gehen. Wenngleich das Vorherrschen der Dollaranleihen auch im Zusammenhang mit erwarteten Kapitalgewinnen aufgrund rückläufiger US-Zinsen gestanden haben mag, so scheinen doch die generelle Schwäche des Dollars und die weitere Verringerung seines Zinsvorsprungs im Jahr 1986 nahezulegen, daß die anhaltend kräftige Nachfrage nach Anleihen weiterhin vor allem durch den Wunsch nach Portfoliodiversifikation motiviert war. Tatsächlich erfuhr dieser Prozeß 1986 einen zusätzlichen Impuls durch die Entscheidung der Behörden, die aufsichtsrechtlichen Vorschriften weiter zu lockern, die die Anlage in ausländischen Wertpapieren durch Versicherungsgesellschaften und Treuhandbanken beschränken. Diese Obergrenzen wurden 1986 in zwei Schritten heraufgesetzt und betragen seit August 1986 30%. Ein zweiter Faktor war vermutlich der Versuch japanischer Banken, die Differenz zwischen kurzfristigen Dollarzinsen und Erträgen von Dollaranleihen auszunützen, indem sie sich kurzfristige Mittel auf dem Euromarkt besorgten und sie in Anleihen investierten. Tatsächlich deuten Bilanzstatistiken an, daß beide Einflüsse 1986 eine bedeutsame Rolle gespielt haben: Versicherungsgesellschaften und Treuhandbanken haben offenbar ihre Investitionen in ausländischen Wertpapieren mehr als verdoppelt, und die Kreditinstitute dürften ihre Ankäufe um rund 50% aufgestockt haben. Trotz dominierender Abflüsse langfristiger Mittel in Auslandsanleihen scheinen jedoch die Japaner ihr Anlageverhalten im letzten Jahr in zweifacher Hinsicht stärker diversifiziert zu haben. Erstens stiegen die Käufe von Auslandsaktien auf \$ 7 Mrd.; das war mehr als der kumulative Gesamtbetrag aller Nettokäufe solcher Wertpapiere in den vorangegangenen zehn Jahren. Zweitens kam es auch zu beträchtlich größeren Abflüssen in Form von Direktinvestitionen, die sich 1986 um das Zweieinhalbfache auf \$ 14,3 Mrd. erhöhten.

Die Zunahme der langfristigen Kapitalexporte war begleitet von einem scharfen Anstieg der kurzfristigen Nettokapitalimporte, von \$ 9,9 Mrd. 1985 auf \$ 56,9 Mrd.

1986. Praktisch der gesamte Zuwachs bestand aus Zuflüssen über das Bankensystem, worin sich teilweise, wie oben erwähnt, die Finanzierung von Anleihekäufen widerspiegelte, doch teilweise auch die Aufnahme kurzfristiger Mittel, um mittels Währungs- und Zinsswaps eine Yen-Finanzierung zu festen Sätzen zu erzielen.

Deutschlands Leistungsbilanzüberschuß hat sich von \$ 15,8 Mrd. 1985 auf \$ 35,7 Mrd. 1986 mehr als verdoppelt. Nach dem Höhepunkt im dritten Quartal vergangenen Jahres verringerte sich der saisonbereinigte Überschuß des letzten Quartals um beinahe \$ 2 Mrd., übertraf aber mit \$ 9 Mrd. weiterhin den Quartalsdurchschnitt des gesamten Jahres. Der steile Anstieg des Leistungsbilanzüberschusses beruhte gänzlich auf einer Zunahme des Handelsüberschusses, während sich das traditionelle Defizit bei den Dienstleistungen und Übertragungen um \$ 7 auf 19 Mrd. ausweitete, zum Teil wegen einer Nettozunahme der Reiseausgaben. Ferner kam es, trotz des Wachstums des Nettoauslandsvermögens Deutschlands, zu einem Rückgang der Nettokapitalerträge um \$ 2 Mrd.: Die verbesserte Ertragslage deutscher Unternehmen führte zu beträchtlich höheren Dividendenzahlungen an Gebietsfremde, während gleichzeitig niedrigere Zinsen die Einnahmen Gebietsansässiger aus ihren Auslandsanlagen verringerten.

Deutschland: Komponenten der Handelsbilanzveränderung (Schätzung)¹

	1985	1986 ²				
		Jahr	erstes Quartal	zweites Quartal	drittes Quartal	viertes Quartal
	Milliarden US-Dollar					
Veränderungen des Handelsbilanzsaldos . .	6,7	27,0	5,5	6,4	8,0	7,1
wegen Veränderung des Handels mit:						
Öl	0,2	8,0	0,5	1,5	3,2	2,8
Sonstigen Waren	6,5	19,0	5,0	4,9	4,8	4,3
aufgrund von Volumensänderungen:						
Export	10,0	2,7	- 0,3	2,1	0,4	0,5
Import ³	- 5,5	- 7,3	- 0,3	- 3,3	- 1,5	- 2,2
wegen Veränderung der Terms of trade (ohne Öl)	2,0	23,6	5,6	6,1	5,9	6,0

¹ Auf der Basis der Zollstatistik. ² Quartalsangaben als Veränderungen gegenüber dem entsprechenden Quartal des Vorjahres. ³ Ein Minuszeichen bedeutet eine Zunahme des Importvolumens.

Das Hochschnellen des Handelsbilanzüberschusses um \$ 26,9 Mrd. auf die Rekordhöhe von \$ 54,7 Mrd. läßt sich restlos durch Preisentwicklungen erklären. Zollstatistiken weisen aus, daß rund ein Drittel des Anstiegs der Nettoexporte auf einem Rückgang der Ölrechnung um \$ 8 Mrd. beruht; die 7½prozentige Zunahme der mengenmäßigen Einfuhr von Rohöl- und Mineralölprodukten wurde bei weitem überkompensiert durch den 40prozentigen Rückgang des Dollarpreises für Ölimporte. Noch wichtiger war, daß die Zunahme des Saldos im Warenhandel ohne Öl um \$ 19 Mrd. vollständig auf Preiseffekten beruhte: Die 6prozentige Verbesserung der Terms of trade (ohne Öl) steigerte den nominalen Überschuß um \$ 23,6 Mrd., der nur zu einem relativ kleinen Teil, in Höhe von \$ 4,6 Mrd., durch Mengeneffekte im Warenhandel (ohne Öl) vermindert wurde.

Obwohl der Nettorückgang der realen Ausfuhren ein erstes Anzeichen einer Entwicklung hin zu einem ausgeglicheneren deutschen Außenhandel war, scheinen verschiedene Gründe dafür zu sprechen, daß der Anpassungsprozeß 1986 noch nicht voll in Schwung gekommen ist. Das verlangsamte Wachstum des Exportvolumens von

6% 1985 auf weniger als 1½% im Jahr 1986, das vor dem Hintergrund eines mit 4½% real expandierenden Welthandels ziemlich gravierend aussieht, scheint doch mehr mit der regionalen Verteilung des deutschen Handels und dessen Schwerpunkt auf Investitionsgüterexporten zu tun zu haben, denn mit dem Verlust an Wettbewerbsfähigkeit aufgrund der effektiven Aufwertung der D-Mark um real 10%. So kann der Löwenanteil des Rückgangs des Exportvolumens auf die scharfen Importdrosselungen der ölexportierenden Länder, anderer Entwicklungsländer und der Länder Osteuropas zurückgeführt werden. Alle diese Länder mit einer hohen Importneigung bei Investitionsgütern hatten Zahlungsbilanzprobleme. Im Unterschied dazu hat sich das Volumen der deutschen Ausfuhren in die Industrieländer schätzungsweise um mehr als 3% erhöht. Der größte Teil dieses Mengenzuwachses erfolgte in der ersten Hälfte des Jahres 1986, während die realen Ausfuhren danach zu stagnieren begannen. Die deutschen Exporteure hoben ihre in Dollar ausgedrückten Ausführpreise um 31% an und damit beinahe im Gleichklang mit der jahresdurchschnittlichen Aufwertung der D-Mark um 35½% gegenüber dem Dollar. Doch war die Aufrechterhaltung der Exportpreise in D-Mark sicherlich auch eine Folge der relativen Stabilität der Deutschen Mark gegenüber den meisten anderen europäischen Währungen.

Auf der Einfuhrseite scheint die Mengenreaktion auf die Wechselkursänderungen noch schleppender gewesen zu sein: Obwohl sich der Volumenzuwachs der Nichtöleinfuhren von 4½% im Jahr 1985 auf 5½% 1986 beschleunigte, muß dies größtenteils der lebhafteren Inlandsnachfrage in Deutschland zugerechnet werden, so daß trotz des 9prozentigen Rückgangs der in D-Mark ausgedrückten Einfuhrpreise (ohne Öl) die ausländischen Anbieter keine nennenswerten neuen Anteile an dem deutschen Markt gewonnen zu haben scheinen.

Zusätzlich zu dem Überschuß der Leistungsbilanz in Höhe von \$ 35,7 Mrd. verzeichnete Deutschland 1986 einen Rekordnettozufluß langfristigen Kapitals in Höhe von \$ 17,2 Mrd. Der Summe dieser Zuflüsse standen jedoch etwa gleich große Nettoabflüsse kurzfristigen Kapitals (einschl. statistischer Diskrepanz) in Höhe von \$ 49,8 Mrd. gegenüber; die Nettowährungsreserven der Bundesrepublik Deutschland (ohne Bewertungsänderungen) erhöhten sich mit \$ 3,1 Mrd. nur mäßig.

Deutschland: Kapitalverkehr

	1985	Jahr	1986			
			erstes Quartal	zweites Quartal	drittes Quartal	viertes Quartal
Milliarden US-Dollar						
Statistisch erfaßter Kapitalverkehr (netto)	-17,5	-29,9	- 4,6	-12,1	- 3,6	- 9,6
Langfristiger Kapitalverkehr (netto)	- 3,4	17,2	9,0	- 0,2	4,8	3,6
Wertpapiere	3,5	24,1	9,1	1,2	6,1	7,7
Ausländische Wertpapiere	-11,1	- 9,7	- 1,8	- 5,2	- 1,3	- 1,4
Inländische Wertpapiere	14,6	33,8	10,9	6,4	7,4	9,1
Direktinvestitionen (netto)	- 4,3	- 6,4	0,0	- 1,2	- 1,4	- 3,8
Kapitalverkehr über Banken (netto)	0,8	4,7	0,6	1,3	1,4	1,3
Sonstiges (netto)	- 3,4	- 5,1	- 0,7	- 1,5	- 1,3	- 1,6
Kurzfristiger Kapitalverkehr (netto) ¹	-14,1	-47,1	-13,6	-11,9	- 8,4	-13,2
davon:						
Kapitalverkehr über Banken (netto)	-10,0	-27,8	- 3,3	- 6,0	- 5,8	-12,7
Sonstiges (netto) ²	- 4,3	-18,8	- 9,7	- 6,2	- 2,3	- 0,7

Anmerkung: Ein Minuszeichen bedeutet einen Kapitalabfluß; Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

¹ Einschl. öffentlicher Sektor. ² Ohne öffentlichen Sektor.

Im langfristigen Kapitalverkehr war das herausragendste Merkmal der steile Anstieg der Nettozuflüsse im Portfolioverkehr, von \$ 3,5 Mrd. 1985 auf \$ 24,1 Mrd. 1986, der größtenteils auf der Nachfrage Gebietsfremder nach auf D-Mark lautenden Wertpapieren beruhte. Die Käufe deutscher festverzinslicher Wertpapiere durch Ausländer verdreifachten sich auf \$ 27 Mrd., und die Käufe von Aktien und Investmentanteilen verdoppelten sich 1986 nahezu, auf \$ 6,8 Mrd. Das lebhafte Interesse an deutschen Wertpapieren scheint vor allem mit zwei Faktoren verknüpft zu sein. Erstens gingen die Anleger offenbar davon aus, daß die Wechselkursgewinne aus einer Höherbewertung der D-Mark den Zinsnachteil mehr als ausgleichen würden, der sich in der Tat verringerte, als die langfristige Zinsdifferenz zugunsten des Dollars von mehr als 3 Prozentpunkten im ersten Quartal auf weniger als 2 Prozentpunkte im letzten Quartal des Jahres 1986 zurückging. Zweitens bestand während des ganzen Jahres eine relativ steile Renditenkurve für DM-Zinssätze, die es vorteilhaft erscheinen ließ, kurzfristige Euro-DM aufzunehmen und in höherverzinslichen DM-Wertpapieren anzulegen.

Der riesige Nettoabfluß kurzfristigen Kapitals beruhte auf Rekordkapitalexporten sowohl des Bankensystems als auch der Nichtbanken. Die Zunahme der Nettoabflüsse über das Bankensystem auf \$ 27,8 Mrd. im Jahr 1986 resultierte ausschließlich aus einem Anstieg der Aktiva; etwa 80% bestanden aus kurzfristigen DM-Forderungen gegenüber Eurobanken, die Mittel aufnahmen, um den Abfluß von Einlagen zu kompensieren, die entweder für den Ankauf deutscher Wertpapiere oder, zeitweise, zu Interventionszwecken im Rahmen des EWS verwendet wurden. Das Wachstum der Nettoabflüsse über die Nichtbanken auf \$ 18,8 Mrd. 1986 beruhte vornehmlich auf Transaktionen mit ausländischen Banken. Der hohe Liquiditätsgrad im deutschen Unternehmenssektor und besonders attraktive Konditionen veranlaßten offenbar Nichtbanken, ihre kurzfristigen Mittel bei Eurobanken zu plazieren.

Warum gab es keine größeren Fortschritte bei der außenwirtschaftlichen Anpassung in den drei größten Industrieländern? Im vorigen Abschnitt wurde gezeigt, daß die Zunahme der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in diesen Ländern vornehmlich auf großen Veränderungen der relativen Außenhandelspreise (ohne Öl) beruhte, welche die Leistungsbilanzüberschüsse Japans und Deutschlands beträchtlich aufblähten und zur Vergrößerung des US-Defizits beitrugen. Allerdings läßt dies nicht auf ein Ausbleiben der Anpassung schließen, vielmehr müssen die Preiseffekte als erster Schritt in Richtung einer Anpassung angesehen werden. Wechselkursveränderungen beeinflussen die Preise international gehandelter Güter eher rasch, führen aber nur mit beträchtlichen Verzögerungen zu ausgleichenden Reaktionen beim Handelsvolumen. Der Einfluß dieses sogenannten J-Kurven-Effekts, der den Handelsüberschuß eines Aufwertungslandes und das Defizit eines Abwertungslandes vergrößert, zeigte sich deutlich in Japan und Deutschland. Im Unterschied dazu war der J-Kurven-Effekt in den Vereinigten Staaten weniger ausgeprägt, da die ausländischen Anbieter willens waren, die Kosten der Dollarabwertung in Form niedrigerer Gewinne teilweise zu übernehmen, und sich mit Preiserhöhungen bei ihren Ausfuhren auf den US-Markt zurückhielten. Dies milderte zwar den negativen Terms-of-trade-Effekt auf die US-Handelsbilanz, verzögerte aber so natürlich auch die wünschenswerte Mengenreaktion und war einer der Gründe für die fortgesetzte Verschlechterung der US-Handelsbilanz in realer Rechnung. Hinzu kommt, daß Produzenten in Ländern mit Währungen, die sich gegenüber dem Dollar nicht verbessert hatten, bis zu einem gewissen Grad in der Lage waren, an die Stelle der Anbieter aus Ländern mit sich aufwertenden Währungen zu treten. Dieser Tatbestand behinderte zwar ebenfalls den Anpassungs-

prozeß der Handelsbilanz der USA, leistete aber einen Beitrag zur Anpassung in Japan, dessen Exportwachstum durch die Konkurrenz südostasiatischer Länder gehemmt worden ist.

Obwohl der Wechselkurs ein wichtiges Anpassungsinstrument ist, hängt dessen Effektivität entscheidend von der Unterstützung durch die globale Wirtschaftspolitik in zwei verwandten Bereichen ab. Erstens, da von dem relativen Nachfragedruck signifikante Einkommenseffekte auf die Handelsbilanz ausgehen, wurde durch die Konvergenz des Wachstums der Inlandsnachfrage in den großen Industrieländern im Jahr 1986 einer der Faktoren beseitigt, welche die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in der Vergangenheit verschärft hatten. Wie im Kapitel II erläutert ist, kam es jedoch zu keiner Umkehr des relativen Nachfragedrucks, der die externe Anpassung in den drei Volkswirtschaften vorangetrieben hätte. Zweitens erfordert eine dauerhafte Anpassung eine Verringerung der Lücke zwischen gesamtwirtschaftlicher Ersparnis und Investition. Wechselkursänderungen selbst haben bestenfalls einen relativ kleinen direkten Einfluß auf das Niveau der Ersparnisbildung und Investitionen; soll die außenwirtschaftliche Anpassung beschleunigt werden, bedarf es kräftigerer direkter Maßnahmen auf diesem Gebiet, als sie im letzten Jahr erkennbar waren.

Schließlich, selbst wenn die Reaktionen des Handelsvolumens inzwischen kräftiger sind als 1986, folgt aus der Größenordnung der gegenwärtigen Handelsbilanzungleichgewichte, daß es einer ziemlich langen Periode unterschiedlichen Wachstums der Ausfuhren und Einfuhren bedarf, bevor eine Korrektur der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte deutlicher sichtbar wird. Zur Illustration dieses Punktes sei gesagt, daß die Exporte um mehr als das Eineinhalbfache rascher expandieren müssen als die Importe, soll das Defizit der US-Handelsbilanz sich nicht weiter verschlechtern, oder, anders ausgedrückt, damit das US-Handelsdefizit innerhalb von fünf Jahren verschwindet, müssen die Exporte in jedem Jahr um 11 Prozentpunkte schneller wachsen als die Importe.

Zahlungsbilanzentwicklung in den übrigen Ländern der Zehnergruppe

Unter den übrigen Ländern der Zehnergruppe verzeichneten die fünf netto Energie importierenden Staaten – Italien, Frankreich, Belgien, Schweden und die Schweiz – 1986 Leistungsbilanzverbesserungen. Durchwegs profitierten all diese Länder von beträchtlichen Terms-of-trade-Verbesserungen, hauptsächlich wegen niedrigerer Ölpreise, doch in gewissem Ausmaß auch wegen der Erhöhung des effektiven Wechselkurses ihrer Währungen. Die Aufwertungen spiegelten im wesentlichen die Talfahrt des Dollars wider, während sich die bilateralen Austauschverhältnisse zwischen den Währungen dieser Länder im großen und ganzen relativ wenig veränderten. Der günstige Einfluß der Terms-of-trade-Verbesserungen wurde allerdings in unterschiedlichem Ausmaß durch Verschlechterungen der Handelsbilanz in realer Rechnung kompensiert. Die zugrundeliegenden Divergenzen im Wachstum der Ausfuhr- und Einfuhrvolumen hingen teilweise mit Veränderungen der effektiven realen Wechselkurse zusammen; hinzu kam, daß der Nachfrageausfall seitens der Entwicklungsländer mit Zahlungsbilanzproblemen zur Abschwächung des realen Exportwachstums beitrug, während sich das reale Importwachstum aufgrund von Veränderungen der Inlandsnachfrage (s. Kapitel II) allgemein beschleunigte, wenngleich mit unterschiedlichen Raten.

Leistungsbilanzsalden

	Handelsbilanz (fob)			Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz			Leistungsbilanz		
	1984	1985	1986	1984	1985	1986	1984	1985	1986
Milliarden US-Dollar									
Belgien-Luxemburg	- 1,2	- 0,5	0,5	1,1	1,1	2,9	- 0,1	0,6	3,4
Deutschland (BR) ..	21,1	27,8	54,7	- 13,0	- 12,0	- 19,0	8,1	15,8	35,7
Frankreich	- 4,7	- 5,3	- 2,1	3,7	5,1	5,9	- 1,0	- 0,2	3,8
Großbritannien ...	- 5,7	- 2,7	- 12,1	7,5	6,7	10,5	1,8	4,0	- 1,6
Italien	- 5,8	- 6,2	3,9	3,4	2,7	0,7	- 2,4	- 3,5	4,6
Japan	44,3	56,0	92,8	- 9,3	- 6,8	- 7,0	35,0	49,2	85,8
Kanada	16,0	12,8	7,3	- 13,5	- 13,2	- 13,6	2,5	- 0,4	- 6,3
Niederlande	5,5	5,3	7,0	- 0,3	- 0,0	- 2,2	5,2	5,3	4,8
Schweden	3,5	2,5	5,3	- 3,1	- 3,7	- 4,5	0,4	- 1,2	0,8
Schweiz	- 3,6	- 3,2	- 3,5	8,0	8,4	11,0	4,4	5,2	7,5
USA	-112,5	-124,4	-147,7	6,0	6,7	7,1	-106,5	-117,7	-140,6
<i>Zehnergruppe</i> ...	- 43,1	- 37,9	6,1	- 9,5	- 5,0	- 8,2	- 52,6	- 42,9	- 2,1
Australien	- 0,9	- 1,3	- 2,0	- 7,6	- 7,4	- 7,2	- 8,5	- 8,7	- 9,2
Dänemark	- 0,2	- 0,8	- 1,1	- 1,4	- 1,9	- 3,2	- 1,6	- 2,7	- 4,3
Finnland	1,5	0,9	1,6	- 1,5	- 1,6	- 2,4	0,0	- 0,7	- 0,8
Griechenland	- 4,2	- 5,1	- 4,4	2,1	1,8	2,6	- 2,1	- 3,3	- 1,8
Irland	0,2	0,5	1,3	- 1,1	- 1,1	- 1,7	- 0,9	- 0,6	- 0,4
Island	0,0	0,0	0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1	0,0
Jugoslawien	- 0,8	- 0,6	- 0,9	1,3	1,4	2,0	0,5	0,8	1,1
Neuseeland	- 0,2	- 0,2	0,0	- 1,3	- 1,3	- 1,6	- 1,5	- 1,5	- 1,6
Norwegen	5,1	4,7	- 2,2	- 2,1	- 1,8	- 2,3	3,0	2,9	- 4,5
Österreich	- 3,8	- 4,0	- 4,4	3,2	3,7	4,4	- 0,6	- 0,3	0,0
Portugal	- 2,0	- 1,5	- 1,3	1,5	1,9	2,6	- 0,5	0,4	1,3
Spanien	- 4,0	- 4,4	- 6,3	6,3	7,1	10,6	2,3	2,7	4,3
Südafrika	2,2	5,8	7,0	- 3,8	- 3,2	- 3,8	- 1,6	2,6	3,2
Türkei	- 2,9	- 3,0	- 3,1	1,5	2,0	1,6	- 1,4	- 1,0	- 1,5
<i>Sonstige Industrieländer</i>	- 10,0	- 9,0	- 15,7	- 3,0	- 0,5	1,5	- 13,0	- 9,5	- 14,2
<i>Industrieländer zusammen</i> ...	- 53	- 47	- 9	- 13	- 6	- 7	- 66	- 52	- 16
<i>Ölexportierende Entwicklungsländer</i> ..	69	68	18	- 74	- 65	- 54	- 5	3	- 36
Länder des Nahen Ostens ¹	33	36	9	- 43	- 35	- 30	- 10	1	- 21
Sonstige Länder ²	36	32	9	- 31	- 30	- 24	5	2	- 15
<i>Nichtölexportierende Entwicklungsländer</i>	- 15	- 19	- 8	- 9	- 7	- 5	- 24	- 26	- 13
Länder Südostasiens ³ ..	4	9	19	2	1	5	6	10	24
Sonstige Länder	- 19	- 28	- 27	- 11	- 8	- 10	- 30	- 36	- 37
<i>Entwicklungsländer zusammen</i>	54	49	10	- 83	- 72	- 59	- 29	- 23	- 49
Osteuropa ⁴	18	8	4	- 5	- 4	- 3	13	4	1
Insgesamt	19	10	5	-101	- 82	- 69	- 82	- 71	- 64

¹ Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Oman, Saudi-Arabien und die Vereinigten Arabischen Emirate. ² Algerien, Bahrain, Ecuador, Gabun, Indonesien, Kongo, Mexiko, Nigeria, Syrien, Trinidad und Tobago, Tunesien und Venezuela. ³ Hongkong, Korea, Singapur und Taiwan. ⁴ Bulgarien, DDR, Polen, Rumänien, Tschechoslowakei, UdSSR und Ungarn.

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

Die größte Verbesserung, um \$ 8,1 Mrd., verzeichnete *Italien*, wo der Effekt der 11½prozentigen Terms-of-trade-Verbesserung nur geringfügig durch die Verschlechterung der Handelsbilanz in realer Rechnung gemindert wurde. Der größte Teil der Erholung erfolgte in der zweiten Jahreshälfte, als sich der Leistungsbilanzüberschuß saisonbereinigt und auf Jahresrate hochgerechnet auf über \$ 11 Mrd. belief. *Frankreich* profitierte von einer ähnlichen Terms-of-trade-Verbesserung wie Italien, doch da die realen Ausfuhren stagnierten und die realen Einfuhren mit etwa 9% expandierten, verbesserte sich die Leistungsbilanz nur um \$ 4 Mrd. Da offenbar weder Wechselkurs- noch Nachfragefaktoren die Verschlechterung der realen Handelsbilanz im Jahr 1986 erklären können, scheint es, daß Frankreichs relativ schlechtes Abschneiden im Außenhandel auf tiefer sitzende strukturelle Schwächen in einigen Industriebereichen hindeutet. Terms-of-trade-Verbesserungen um rund 9%, verbunden mit einer weniger stark ausgeprägten Verschlechterung der Handelsbilanzen in realer Rechnung, waren die Hauptgründe für die Kräftigung der Leistungsbilanzpositionen von *Belgien-Luxemburg*, der *Schweiz* und *Schweden* um \$ 2,8, 2,3 und 2 Mrd.

Die übrigen drei Länder der Zehnergruppe, die alle Nettoexporteure von Energie sind, mußten eine Verschlechterung ihrer Leistungsbilanzen hinnehmen, die jedoch nur zum Teil mit dem Ölpreistrückgang zu tun hatte. In *Kanada* vergrößerte sich das Leistungsbilanzdefizit auf den Rekordwert von \$ 6,3 Mrd. Zu einem Drittel, nämlich um \$ 2 Mrd., ging die Verschlechterung auf den Rückgang der Nettoeinnahmen aus dem Export von Rohöl, Mineralölprodukten und Erdgas zurück, vornehmlich aufgrund rückläufiger Preise, aber auch wegen des sehr steilen Anstiegs der importierten Ölmenge im Jahr 1986. Zusätzlich ging der Handelsüberschuß im Nichtenergiebereich um \$ 3,5 Mrd. zurück, teils wegen einer 3prozentigen Terms-of-trade-Verschlechterung und teils aufgrund anhaltender, relativ lebhafter Inlandsnachfrage während des größten Teils des Jahres 1986. In *Großbritannien* rutschte die Leistungsbilanz mit einem Fehlbetrag von \$ 1,6 Mrd. in ihr erstes Defizit seit 1979, trotz des um \$ 3,8 Mrd. höheren Überschusses bei den „unsichtbaren“ Transaktionen. Das Handelsdefizit erhöhte sich um \$ 9,4 Mrd., wovon rund die Hälfte auf einem ölpreisbedingten Rückgang der Nettoölexporte beruhte und einer 25prozentigen Zunahme der im Ausland gekauften Ölmenge. Die Verschlechterung des Außenhandels im Nichtölbereich um \$ 4,9 Mrd. kann auf ungünstige Veränderungen des Handelsvolumens zurückgeführt werden, die den positiven Einfluß der Terms-of-trade-Verbesserungen von 2½% überwogen. Die realen Nichtölexporte, die mit einer Jahresrate von 4% wuchsen, entwickelten sich 1986 die meiste Zeit schleppend, begannen aber im letzten Quartal kräftig zu expandieren, als die verzögerten Effekte der realen effektiven Abwertung des Pfund Sterling durch den Aufschwung der Auslandsnachfrage verstärkt wurden. Die realen Einfuhren (ohne Öl) stiegen 1986 um mehr als 5½% ; berücksichtigt man jedoch die traditionell hohe Einkommenselastizität der Importnachfrage, so war diese Zunahme vor dem Hintergrund eines Wachstums der Inlandsnachfrage von 3¼% verhältnismäßig schwach ausgeprägt. In den *Niederlanden* beruhte der mäßige Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses um \$ 0,5 Mrd. ausschließlich auf einer Nettozunahme der Zahlungen bei den Dienstleistungen und Übertragungen in Höhe von \$ 2,2 Mrd., vornehmlich aufgrund höherer Nettozahlungen im Reiseverkehr, eines Rückgangs der Nettokapitalerträge und höherer Transferzahlungen. Im Gegensatz dazu stieg der Überschuß im Warenhandel weiter, nämlich auf die Rekordhöhe von \$ 7 Mrd. Der gesamte Zuwachs lag an einer Verbesserung der Terms of trade um etwa 2%, die teils dadurch entstanden war, daß die Senkung der Ausfuhrpreise für Erdgas

hinter jener der Ölimportpreise herhinkte. Als die Gaspreise im späteren Verlauf des Jahres mit den Ölpreisen gleichzogen, ging der Handelsüberschuß beträchtlich zurück, von \$ 4,5 Mrd. im ersten Halbjahr 1986 auf \$ 2,5 Mrd. im zweiten.

Wie die folgende Tabelle ausweist, kam es beim Saldo des gesamten Kapitalverkehrs (einschl. statistischer Diskrepanzen) aller Länder der Zehnergruppe zu einem Umschwung von einem Nettokapitalimport in Höhe von \$ 46,5 Mrd. 1985 zu einem geringen Nettokapitalexport von \$ 4,3 Mrd. 1986. Diese Umkehr beruhte allerdings vollständig auf Änderungen in den Kapitalbilanzen der drei größten Volkswirtschaften dieser Gruppe (die im vorangegangenen Abschnitt ausführlich erläutert wurden). Die gesamten Nettokapitalexporte der übrigen Länder der Zehnergruppe in Höhe von \$ 7,5 Mrd. lagen hingegen nur wenig unterhalb des vorjährigen Niveaus, und die gesamte Zunahme ihres gemeinsamen Leistungsbilanzüberschusses spiegelte sich in einer Erhöhung der Nettowährungsreserven wider. Während die beiden Länder mit Leistungsbilanzdefiziten, Kanada und Großbritannien, große Nettokapitalimporte meldeten, waren alle übrigen Länder 1986 Kapitalexporteure.

Zehnergruppe: Kapitalverkehrsstruktur

	1985	1986
	Milliarden US-Dollar	
Zehnergruppe, alle Länder		
Kapitalverkehr insgesamt (netto)	46,5	- 4,3
USA		
Kapitalverkehr insgesamt (netto)	123,4	107,9
Veränderung der Nettowährungsreserven	- 5,7	32,6
Japan und Deutschland (BR)		
Kapitalverkehr insgesamt (netto)	- 65,2	-104,7
Veränderung der Nettowährungsreserven	0,2	- 16,8
Übrige Länder der Zehnergruppe		
Kapitalverkehr insgesamt (netto)	- 11,7	- 7,5
Veränderung der Nettowährungsreserven	1,9	- 9,5

Anmerkung: Ein Minuszeichen bedeutet einen Kapitalabfluß. Kapitalverkehr insgesamt einschl. der statistischen Diskrepanz.

In Kanada versechsfachten sich die langfristigen Nettokapitalzuflüsse 1986 auf \$ 12,5 Mrd., vollständig als Ergebnis der Rekordkäufe von kanadischen Wertpapieren durch Gebietsfremde in Höhe von \$ 18 Mrd. Zu diesem Ergebnis trugen bei: die relativ hohe Rendite kanadischer Wertpapiere, die während des Jahres durchschnittlich um 2 Prozentpunkte über jener vergleichbarer US-Papiere lag, die relative Stabilität des kanadischen Dollars gegenüber dem US-Dollar, aber auch der Wunsch Gebietsfremder, ihr internationales Portefeuille zu diversifizieren, wie sich am Erwerb kanadischer Anleihen in Höhe von \$ 6,8 Mrd. durch japanische Investoren zeigte. In Großbritannien dagegen ging die Umkehr von Nettokapitalexporten in Höhe von \$ 1,6 Mrd. im Jahr 1985 zu Nettokapitalimporten von \$ 5,9 Mrd. 1986 vollständig auf erhöhte Zuflüsse über das Bankensystem und den Nichtbankensektor (ohne Direktinvestitionen oder Portfoliokapital) sowie größere nicht identifizierbare Zuflüsse zurück. Transaktionen im Zusammenhang mit Direktinvestitionen und Portfoliokapital führten dagegen zu Nettoabflüssen in Höhe von \$ 22,7 Mrd., das sind \$ 4 Mrd. mehr als 1985. Ein bedeutender Teil der identifizierbaren Kapitalzuflüsse wie -abflüsse

scheint auf der Mittlertätigkeit ausländischer Finanzinstitute zu beruhen, speziell der auf dem Londoner Markt operierenden japanischen Banken und Wertpapierhäuser.

Im Gefolge einer ausgeprägten Leistungsbilanzverbesserung wurde *Frankreich* 1986 zum Nettokapitalexporteur. Nettorückzahlungen von Auslandskrediten trugen beträchtlich zum Nettoabfluß langfristiger Mittel in Höhe von \$ 10,3 Mrd. bei; hinzu kamen Nettoabflüsse kurzfristiger Mittel in Höhe von \$ 6,7 Mrd. im Nichtbankenbereich, die jedoch durch die massive kurzfristige Nettokreditaufnahme in Höhe von \$ 15,2 Mrd. durch den Bankensektor im Ausland mehr als ausgeglichen wurden. In *Belgien* beruhte die Zunahme der Nettokapitalexporte auf \$ 3,6 Mrd. vornehmlich auf dem Umschwung in der Bilanz der Direktinvestitionen und auf höheren Nettoabflüssen im Portfolioverkehr. Größere Nettoabflüsse in Form von Portfoliokapital waren auch die wichtigste Ursache für die zunehmenden Kapitaalexporte der *Niederlande* und der *Schweiz* in Höhe von \$ 5,2 bzw. 6,2 Mrd. In *Italien* war die sehr starke Verbesserung der Leistungsbilanz begleitet von langfristigen Nettokapitalabflüssen von \$ 3,9 Mrd.; die kurzfristigen Kapitalbewegungen (einschl. der statistischen Diskrepanz) wiesen einen geringen Nettozufluß auf; die Nettowährungsreserven erhöhten sich im letzten Jahr um \$ 2,3 Mrd., nachdem sie 1985 um \$ 7,5 Mrd. zurückgegangen waren.

Zahlungsbilanzentwicklung in anderen Ländergruppen

In den *Industrieländern außerhalb der Zehnergruppe* weitete sich 1986 das zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit um \$ 4,7 auf 14,2 Mrd. aus. Die Verschlechterung ging ausschließlich auf das Konto der Handelsbilanz, da der geringe Rückgang der zusammengefaßten Ölrechnung durch eine Abnahme des Handelsüberschusses im Nichtölbereich mehr als ausgeglichen wurde. Der wichtigste Grund für das schwächere Abschneiden im Außenhandel bestand darin, daß sich das Wachstum des Exportvolumens für die Gruppe insgesamt beträchtlich verlangsamte, nämlich von 6% 1985 auf rund ½% 1986, während beim Importvolumen die 6prozentige Wachstumsrate des vorangegangenen Jahres beibehalten wurde.

Innerhalb der Gruppe allerdings führten Entwicklungen auf den Weltmärkten und Unterschiede in der Wirtschaftspolitik zu voneinander abweichenden Ergebnissen für die Leistungsbilanz der einzelnen Länder. *Norwegen* war mit einer massiven Verschlechterung seiner Leistungsbilanzposition konfrontiert: Auf den 1985 erzielten Überschuß in Höhe von \$ 2,9 Mrd. folgte im letzten Jahr ein Defizit in Höhe von \$ 4,5 Mrd. Der preisbedingte Rückgang der Ölausfuhrerlöse wurde verstärkt durch einen scharfen Anstieg der Nettoeinfuhren (ohne Öl) in Höhe von \$ 4 Mrd., der größtenteils eine 15prozentige Zunahme der realen Einfuhren widerspiegelte, die durch das außergewöhnlich kräftige Wachstum der Inlandsnachfrage hervorgerufen wurde. Auch in *Dänemark* trug eine relativ kräftige Nachfragedynamik im Verbund mit abnehmender Wettbewerbsfähigkeit und abträglichen Exportmarktbedingungen für Agrarprodukte zur Verschlechterung der Handelsbilanz in realer Rechnung bei. Dank der Terms-of-trade-Verbesserung von 4½% stieg jedoch das nominale Defizit der Handelsbilanz nur mäßig an. Gleichzeitig vergrößerten höhere Nettoszahungen bei den Kapitalerträgen und staatliche Transferzahlungen das Defizit der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz, so daß 1986 das Leistungsbilanzdefizit auf \$ 4,3 Mrd. anstieg, was beinahe 5½% des Bruttosozialprodukts ausmacht. In *Australien* vergrößerte sich das Leistungsbilanzdefizit geringfügig auf \$ 9,2 Mrd. bzw. 5½% des Bruttosozialprodukts. Die Terms of trade verschlechterten sich um 12%, worin sich zum Teil

Australiens hohe Abhängigkeit von den Ausfuhren von Grundstoffen und der Kursrückgang des australischen Dollars widerspiegeln. Die realen Ausfuhren expandierten im letzten Jahr um 5%, während nach zwei Jahren lebhaften Wachstums ein Rückgang der Inlandsnachfrage zu einer Kontraktion des Importvolumens um 4% führte.

Drei Länder dieser Gruppe meldeten 1986 beträchtliche Leistungsbilanzverbesserungen. In *Spanien* nahm der Überschuß um \$ 1,6 Mrd. zu, vornehmlich wegen beträchtlich höherer Nettoeinnahmen aus dem Fremdenverkehr. Der Fehlbetrag im Warenhandel nahm trotz der gewaltigen Terms-of-trade-Verbesserung um 18% wegen einer noch größeren Verschlechterung der realen Handelsbilanz beträchtlich zu. In *Portugal* führten höhere Einnahmen aus dem Tourismus und ein Terms-of-trade-bedingter Rückgang des Defizits im Warenhandel zu einer Verbesserung des Leistungsbilanzüberschusses um \$ 0,9 Mrd. In *Griechenland*, wo sich die Wirtschaftsaktivität im letzten Jahr im Gefolge der Stabilisierungsmaßnahmen vom Oktober 1985 abschwächte, ging das Handelsdefizit ausschließlich aufgrund günstiger Volumenseffekte um \$ 0,7 Mrd. zurück. Ferner kam es vornehmlich wegen gestiegener Nettoeinnahmen im Reiseverkehr zu einem höheren Überschuß bei den Dienstleistungen und Übertragungen, so daß das Leistungsbilanzdefizit 1986 auf \$ 1,8 Mrd. zurückging.

Die Zunahme des zusammengefaßten Leistungsbilanzdefizits der Industrieländer außerhalb der Zehnergruppe ging mit höheren Nettozuflüssen im Kapitalverkehr einher, die sich von näherungsweise \$ 17 Mrd. im Jahr 1985 auf \$ 24 Mrd. im Jahr 1986 erhöhten. Offenbar stammten 1986 nahezu sämtliche Nettozuflüsse von ausländischen Nichtbanken: Für die Gruppe insgesamt schrumpfte die Kreditaufnahme bei den der BIZ berichtenden Banken nach Abzug der Änderungen in den Einlagen (beides korrigiert um Bewertungsänderungen) auf nur \$ 1,2 Mrd., nachdem sie 1985 \$ 4,5 Mrd. der gesamten Nettozuflüsse ausgemacht hatte. Die Nettowährungsreserven (ohne Gold), bewertet zu Wechselkursen vom Ende des Jahres, erhöhten sich 1986 um \$ 9 Mrd. und damit um \$ 2 Mrd. mehr als 1985.

In *Osteuropa* ging der zusammengefaßte Leistungsbilanzüberschuß schätzungsweise auf weniger als \$ 1 Mrd. zurück, verglichen mit \$ 4 und 13 Mrd. 1985 bzw. 1984. Der Überschuß der Handelsbilanz halbierte sich auf \$ 4 Mrd., größtenteils wegen geringerer Nettoausfuhren in die westeuropäischen Industrieländer. Der wichtigste Grund für das schwächere Abschneiden im internationalen Handel war die massive Verschlechterung der realen Austauschverhältnisse, die vermutlich mit rund 15% anzusetzen ist. Für die Energieausfuhren, die etwa die Hälfte der gesamten Exporte ausmachen, gingen die Ausfuhrpreise in Dollar scharf zurück, während die durchschnittlichen Einfuhrpreise in Dollar zunahmen, da ein großer Teil der Einfuhren aus Ländern mit sich aufwertenden Währungen stammte. Die Nettoausfuhren der UdSSR in Länder außerhalb des RGW fielen 1986 um \$ 0,9 Mrd.; das ungarische Leistungsbilanzdefizit in konvertibler Währung stieg stark von \$ 0,5 Mrd. 1985 auf \$ 1,4 Mrd. 1986. Die Verschlechterung der Leistungsbilanzposition der Gruppe insgesamt ging 1986 mit einer Zunahme der Nettoforderungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber Osteuropa in Höhe von \$ 4,4 Mrd. einher, wovon praktisch der Gesamtbeitrag aus Bruttoneuansleihungen bestand. Gegenüber der UdSSR nahmen die Forderungen um \$ 4,1 Mrd. und die Verbindlichkeiten um \$ 0,8 Mrd. zu.

Die Entwicklung der Außenwirtschaft in den *Entwicklungsländern* wurde im letzten Jahr durch mehrere teils wechselseitig wirkende Faktoren beeinflusst. Erstens

und am wichtigsten: Stark unterschiedliche Entwicklungen der Welthandelspreise für Öl, andere Rohstoffe und Industriegüter brachten erhebliche Änderungen bei den Terms of trade, deren Auswirkungen jedoch in den verschiedenen Gruppen der Entwicklungsländer sehr unterschiedlich waren. Zweitens führte die höhere Importnachfrage seitens der Industriestaaten zu einem deutlichen Anwachsen der realen Exporte; allerdings konzentrierte sich die Nachfragesteigerung vor allem auf Öl und Industriegüter, so daß sich die vorteilhaften Auswirkungen eines höheren Exportvolumens ebenfalls sehr ungleich zwischen den Entwicklungsländern verteilten. Drittens sanken die internationalen Zinssätze 1986 weiter und entschärften die externe Zahlungssituation besonders jener Länder, die einen großen Teil ihrer Auslandsschulden mit variablen Zinssätzen ausgestattet hatten. Viertens beschleunigte sich in einer Reihe von Entwicklungsländern das Wachstum der inländischen Nachfrage und Produktion; in einigen Fällen spiegelte dies die Ausnutzung des größeren Freiraums, der durch das starke Exportwachstum und die niedrigeren Importpreise geschaffen wurde, wider und ermöglichte so den Ländern, rasches Wirtschaftswachstum mit einer Verbesserung der Außenpositionen zu kombinieren. In anderen Ländern jedoch wurde die heimische Nachfrage angesichts einer weniger vorteilhaften Außenwirtschaftssituation angeregt, und zwar zu Lasten einer Verschlechterung der Leistungsbilanz. Fünftens blieb die externe Finanzlage der meisten Entwicklungsländer sehr angespannt. Viele von ihnen erhielten Kredite nur von offiziellen Stellen und/oder mußten auf ihre Devisenreserven zurückgreifen.

Die nachstehende Tabelle zeigt, daß die Verdoppelung des aggregierten Leistungsbilanzdefizits der Entwicklungsländer von \$ 23 Mrd. 1985 auf \$ 49 Mrd. 1986 – die erste Erhöhung seit 1982 – gänzlich einem Rückgang der Ölhandelsüberschüsse um \$ 48 Mrd. zuzuschreiben ist. Teilweise kompensiert wurde dies durch

Entwicklungsländer: Komponenten der Leistungsbilanzveränderung (Schätzung)

	Veränderung der Leistungsbilanzsalden		Als Folge von Veränderungen bei							
	1985	1986	Ölhandelsbilanz		Handelsbilanz (ohne Öl)		Dienstleistungen und Übertragungen (netto)		davon: Zinszahlungen auf Auslandsschulden	
			1985	1986	1985	1986	1985	1986	1985	1986
Milliarden US-Dollar										
Alle Entwicklungsländer ...	6	-26	-14	-48	9	9	11	13	4	6
Ölexportierende Länder..	8	-39	-19	-56	18	6	9	11	5	3
Ölexportierende Länder des Nahen Ostens ...	11	-22	-13	-35	16	8	8	5	1	1
Übrige ölexportierende Länder	-3	-17	-6	-21	2	-2	1	6	4	2
darunter:										
Mexiko	-3	-3	-2	-9	-3	5	1	1	2	2
Nichtölexportierende Länder	-2	13	5	8	-9	3	2	2	-0	4
Südostasiatische Länder	4	14	1	5	4	5	-1	4	-0	1
Andere nichtölexportierende Länder	-6	-1	4	3	-13	-2	3	-2	-0	3
darunter:										
Brasilien	0	-3	2	3	-2	-6	0	0	0	1
Argentinien	2	-1	0	0	1	-2	1	1	0	1

Anmerkung: Ein Minuszeichen bedeutet eine Verschlechterung der Handels- und Leistungsbilanzen und einen Anstieg der Zinszahlungen auf Auslandsschulden.

Quelle: IWF World Economic Outlook, April 1987, nationale Angaben und eigene Schätzungen.

eine Verbesserung der Handelsbilanzen ohne Öl um \$ 9 Mrd. und bei den Dienstleistungen und Übertragungen um \$ 13 Mrd., wovon etwa die Hälfte das Ergebnis niedrigerer Zinszahlungen auf Auslandsschulden war.

Die gesamte Verschlechterung der außenwirtschaftlichen Position der Entwicklungsländer, und mehr, beruhte auf dem Umschlagen des Leistungsbilanzsaldos der ölexportierenden Länder von einem Überschuß in Höhe von \$ 3 Mrd. 1985 in ein Defizit von \$ 36 Mrd. Die Kaufkraft der Exporte dieser Länder (d.h. die Exportwerte deflationiert mit den Importdurchschnittswerten) fiel um 40%. Dies geht auf Terms-of-trade-Verluste von über 45% zurück, von denen nur ein Bruchteil durch das Wachstum des Exportvolumens um 9½% kompensiert werden konnte. Für die ölexportierenden Länder des Nahen Ostens, deren Öleinnahmen mehr als 90% ihrer gesamten Exporterlöse ausmachen, war die Verschlechterung der Terms of trade um 50% besonders schwerwiegend. Offensichtlich vermochten diese Länder aber den größten Teil der gestiegenen Nachfrage nach Öl an sich zu ziehen, wodurch sie ihr Exportvolumen um über 18% erhöhen konnten. Nichtsdestoweniger führte die annähernde Halbierung der Kaufkraft der Ausfuhren zu einer Herabsetzung der realen Importe um nahezu 23%; sie beliefen sich – nach vier aufeinander folgenden Jahren der Reduktion – nur noch auf etwa 50% ihres Niveaus im Jahre 1982. Auch die Nettoszahungen der Ölexportländer des Nahen Ostens für „unsichtbare“ Leistungen wurden 1986 wieder gesenkt, und zwar um \$ 5 Mrd. Ein Rückgang der internationalen Zinssätze sowie des Nettoauslandsvermögens verminderte gleichzeitig die Erträge aus internationalen Anlagen um netto \$ 3 Mrd. Bei den anderen Ölstaaten milderte deren stärker diversifizierte Exportstruktur – auf ihre Warenexporte (ohne Öl) entfallen etwa 30% der gesamten Exporte – etwas die Auswirkungen der niedrigeren Ölpreise. Die Verschlechterung der Terms of trade betrug dennoch fast 40%. Anders als ihre Konkurrenten aus dem Nahen Osten konnten sie 1986 ihre Exporte mengenmäßig nicht spürbar erhöhen. Das Volumen der Ölausfuhr erhöhte sich leicht, und ihre Nichtölexporten, zu einem erheblichen Anteil Grundstoffe, gingen anscheinend sogar zurück. Obwohl sie das Importvolumen um mehr als 20% abbauten, verbesserte sich die Handelsbilanz (ohne Öl) 1986 nicht. Andererseits fielen die Nettoszahungen für Dienstleistungen und Übertragungen um insgesamt \$ 6 Mrd., zum Teil wegen des Rückgangs des Zinsendienstes auf Auslandsschulden um \$ 2 Mrd.

Der Zusammenbruch des Ölpreises verschlechterte im Verein mit einem 10prozentigen Rückgang der exportierten Ölmenge im besonderen Mexikos außenwirtschaftliche Situation. Die Behörden kürzten erneut das Importvolumen, um mehr als 14%, was zusammen mit einem 3½prozentigen Wachstum der realen Nichtölexporten der wichtigste Beitrag zur Verbesserung der Handelsbilanz ohne Öl um \$ 4,6 Mrd. war. Vor allem dank niedrigerer Zinszahlungen verbesserte sich ferner der Saldo der „unsichtbaren“ Transaktionen um \$ 1,4 Mrd.

In vielen nichtölexportierenden Entwicklungsländern glich der Fall des Ölpreises die höheren Importpreise für Industriegüter aus und half so, die Verschlechterung ihrer Terms of trade auf etwa 1% zu begrenzen. Für diese Gruppe als Ganzes gehen ungefähr zwei Drittel (etwa \$ 8 Mrd.) des Rückgangs ihres zusammengefaßten Leistungsbilanzdefizits von \$ 26 Mrd. 1985 auf \$ 13 Mrd. 1986 auf verminderte Zahlungen für Ölimporte zurück. Eine Ausweitung des Exportvolumens verbesserte die Handelsbilanz ohne Öl zusätzlich um \$ 3 Mrd. Um \$ 4 Mrd. reduzierte Zinszahlungen verringerten das Defizit der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz.

Der gesamte Rückgang des Defizits der nichtölexportierenden Entwicklungsländer erklärt sich durch einen Anstieg der Überschüsse der vier südostasiatischen Länder Hongkong, Korea, Taiwan und Singapur um \$ 14 Mrd. Ihre Nettoölimportzahlungen gingen um \$ 5 Mrd. zurück, während ihr Handelsüberschuß (ohne Öl) um \$ 5 Mrd. gestiegen ist. Diese Länder haben im Verlauf der Jahre nicht nur eine starke, konkurrenzfähige Industrie aufgebaut, sondern 1986 ihre Wettbewerbsvorteile gegenüber anderen Produzenten außerhalb der USA, am beachtlichsten gegenüber Japan, dadurch vergrößert, daß ihre Währungen am US-Dollar angekoppelt blieben. Auf diese Art konnten sie ihre Anteile an den Märkten der Industrieländer beachtlich ausweiten. Allein Taiwan konnte seinen Leistungsbilanzüberschuß 1986 um \$ 6,9 auf 16,1 Mrd. oder 22% des Bruttosozialprodukts hochtreiben.

Während die südostasiatischen Länder eine Erhöhung der inländischen Nachfrage leicht verkraften konnten, ohne ihre Zahlungsbilanzsituation zu gefährden, haben übermäßig starke Steigerungen der Inlandsnachfrage in Brasilien und Argentinien rasch ihren Niederschlag in der Handelsbilanz gefunden. Brasilien konnte eine erhebliche Verbesserung der Terms of trade um etwa 20% erzielen, was sich zum Teil in einer um \$ 2,8 Mrd. reduzierten Ölrechnung niederschlug. Eine expansive Finanz- und Geldpolitik zusammen mit einer Erhöhung der realen Löhne trieb jedoch die Nichtölimporte mengenmäßig um etwa 29% hinauf und lenkte potentielle Exporte auf den Inlandsmarkt um, so daß es zu einer Verminderung des Überschusses im Handel ohne Öl um \$ 6,4 Mrd. kam. Argentinien, das bei Öl autark ist, verzeichnete einen Rückgang seines Handelsüberschusses um \$ 2,4 Mrd. im Gefolge eines rund 8prozentigen Wachstums der inländischen Nachfrage.

Die Finanzierung des zusammengefaßten Leistungsbilanzdefizits aller Entwicklungsländer wies 1986 zwei ins Auge springende Merkmale auf (s. die folgende Tabelle). Erstens war die Erhöhung des Defizits nicht von größeren Kapitalzuflüssen begleitet, sondern von einem starken, die Ausweitung des Defizits übersteigenden Rückgang der Kapitalabflüsse. Es kam sowohl zu einer Verlangsamung des Aufbaus der offiziellen Reserven als auch zu einer bemerkenswerten Umkehr der Transaktionen bei den übrigen Vermögenswerten, bei denen erheblichen Abflüssen im Jahr 1985 kleine Vermögensrückführungen 1986 folgten. Zweitens, während 1986 der verbleibende Finanzierungsbedarf nur mäßig abnahm, hat sich die Zusammensetzung der Kapitalströme drastisch gewandelt: Langfristige Kredite offizieller Gläubiger stiegen um beachtliche \$ 11 auf rund 30 Mrd., wodurch ihr Anteil an den Kapitalimporten von 36% im Jahr 1985 auf 59% im letzten Jahr gestiegen ist. Andererseits stellten die privaten Kreditgeber um \$ 11 Mrd. weniger Mittel, nämlich bescheidene \$ 4 Mrd., zur Verfügung. Praktisch handelte es sich hierbei vornehmlich um kurzfristige Handelskredite von Nichtbanken. Die Neukreditgewährung der an die BIZ berichtenden Banken kam 1986 gegenüber diesen Ländern praktisch zum Stillstand, sieht man von den kleinen Kreditbeträgen ab (insgesamt \$ 3 Mrd.), die im Rahmen von unter offizieller Mitwirkung zusammengestellten Finanzierungspaketen zustande kamen, denen jedoch geringere Bankforderungen als Folge des Verkaufs von Aktiva, der Umwandlung von Kreditforderungen in Anteilskapital, Wertberichtigungen und kleinere Rückzahlungen gegenüberstehen.

Bei einer aggregierten Betrachtung der finanziellen Situation der Entwicklungsländer werden allerdings erhebliche Unterschiede in der Finanzierungsstruktur zwischen den ölexportierenden Entwicklungsländern und den anderen verschleiert. Nur

Entwicklungsländer: Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits 1984–86 (Schätzung)

	Alle Entwicklungsländer			Ölexportierende Länder			Nichtölexportierende Länder		
	1984	1985	1986	1984	1985	1986	1984	1985	1986
	Milliarden US-Dollar								
Leistungsbilanzsaldo	-29	-23	-49	- 5	3	-36	-24	-26	-13
Änderungen der Auslandsaktiva									
(- = Zunahme)	-33	-30	- 2	- 4	-15	20	-29	-15	-22
Offizielle Reserven	-13	-16	- 4	0	- 7	19	-13	- 9	-23
Sonstige Aktiva	-20	-14	2	- 4	- 8	1	-16	- 6	1
Verbleibender Finanzierungsbedarf	62	53	51	9	12	16	53	41	35
Kredite offizieller Gläubiger									
(langfristig)	32	19	30	6	7	11	26	12	19
Private Kredite	15	15	4	0	- 1	- 1	15	16	5
an die BIZ berichtende Banken ..	8	11	- 0	- 1	1	- 1	9	10	1
Sonstige	7	4	4	1	- 2	0	6	6	4
Sonstige Zuflüsse (netto)	15	19	17	3	6	6	12	13	11
davon:									
IWF	4	1	- 1	1	- 0	1	3	1	- 2
Direktinvestitionen	13	13	12	4	4	4	9	9	8

Quellen: IWF, World Economic Outlook, April 1987, und BIZ, Entwicklung des internationalen Bankgeschäfts und der internationalen Finanzmärkte, April 1987.

die ölexportierenden Länder griffen auf offizielle Währungsreserven zurück; nachdem sie ihre offiziellen Devisenbestände 1985 noch um \$ 7 Mrd. aufgestockt hatten, finanzierten sie 1986 mehr als die Hälfte ihres Leistungsbilanzdefizits aus dieser Quelle. Die Verwendung der Währungsreserven verteilt sich gleichmäßig auf die ölexportierenden Länder des Nahen Ostens, deren finanzielle Situation aufgrund ihrer in der Vergangenheit aufgebauten sehr großen Nettoauslandsanlagen noch immer relativ komfortabel war, und die anderen ölexportierenden Länder, von denen einige erhebliche Auslandsschuldenlasten zu tragen haben. Während die ölexportierenden Länder des Nahen Ostens ihren verbliebenen Finanzierungsbedarf 1986 durch Kreditaufnahmen in Höhe von \$ 3 Mrd. bei privaten und von \$ 2 Mrd. bei staatlichen Stellen decken konnten, stand den anderen ölexportierenden Ländern nur der Zugang zu Mitteln offizieller Kreditgeber offen – Privaten gegenüber wurden sogar \$ 4 Mrd. netto zurückgezahlt.

In den nichtölexportierenden Ländern hingegen ging die Verbesserung der Leistungsbilanzsituation 1986 Hand in Hand mit einer Aufstockung der Währungsreserven um \$ 23 Mrd. und einer bescheidenen Rückführung anderer Vermögenswerte aus dem Ausland. Allein der Reservenzuwachs Taiwans, das seine offiziellen Währungsreserven 1986 auf \$ 46,3 Mrd. verdoppeln konnte, war höher als jener der Entwicklungsländer insgesamt. Die anhaltend recht angespannte externe Finanzlage vieler Nichtölexportentwicklungsländer wurde durch die Art der Deckung des verbliebenen Finanzierungsbedarfs deutlich offengelegt. Den Hauptanteil der erforderlichen Mittel stellten offizielle Kreditgeber im Wege langfristiger Finanzierungen zur Verfügung (\$ 19 Mrd.), während die Privaten die Gewährung neuer Kredite unter ein Drittel des Vorjahresbetrages auf \$ 5 Mrd. zurückführten.

Die Auslandsverschuldung der Entwicklungsländer ist in jeweiligen Dollarwerten schätzungsweise um \$ 77 auf insgesamt 936 Mrd. Ende 1986 gestiegen. Davon entfielen 68% auf die nichtölexportierenden Entwicklungsländer und 25% auf die ölexportierenden Entwicklungsländer außerhalb des Nahen Ostens. Ungefähr die Hälfte

des Anstiegs des Schuldenbestands resultierte aus der Aufnahme neuer Kredite, der Rest aus der Aufwertung des Dollargegenwerts der auf andere Währungen lautenden Schulden. Die Erhöhung war fast ausschließlich auf langfristige Verbindlichkeiten begrenzt, wodurch sich Ende 1986 deren Anteil 85% näherte, verglichen mit 75% 1982. Diese Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeit der Auslandsverbindlichkeiten war, wie in den vergangenen Jahren, zum Teil das Ergebnis von Umschuldungen, aber auch in steigendem Ausmaß davon, daß neue Mittel nur in Form langfristiger Kredite offizieller Stellen verfügbar waren. Die günstige Entwicklung des Fälligkeitsprofils verminderte zwar den Refinanzierungsdruck, doch hat die Kombination aus einer recht deutlichen Erhöhung des aktuellen Dollarwerts der Schuldenbestände und dem scharfen Rückgang der nominellen Exporterlöse bewirkt, daß sich die Relation zwischen Schuldendienst und Exporterlösen 1986 erheblich ungünstiger gestaltete. Für alle Entwicklungsländer zusammen verschlechterte sich die Relation zwischen Schulden und Bruttosozialprodukt bzw. Exporten von Waren und Dienstleistungen von 36 bzw. 147% im Jahr 1985 auf 39 bzw. 172% im Jahr 1986. Die Verschlechterung der Verschuldungskennziffern war für die ölexportierenden Länder außerhalb des Nahen Ostens besonders ausgeprägt, für die die Relationen im Berichtsjahr von 45 bzw. 198% auf 58 bzw. 289% hinaufschnellten.

Die Diskrepanz im Leistungsbilanzgefüge der Welt

Der Saldo der Weltleistungsbilanz, das ist die Summe der Leistungsbilanzsalden aller Länder, sollte theoretisch null sein; tatsächlich waren aber seit 1980 erhebliche negative Abweichungen zu beobachten, die sich für den Siebenjahreszeitraum 1980–86 auf insgesamt \$ 520 Mrd. summierten. Die Diskrepanzen, die 1982 einen Rekordwert erreicht hatten, reduzierten sich in den beiden letzten Jahren beträchtlich; vor allem der Zinsrückgang nach 1984 dürfte zu einer Verminderung der Divergenz bei den Kapitalerträgen geführt haben.

Da das Bestehen so großer Diskrepanzen die Analyse der Zahlungsbilanzentwicklung beeinträchtigt und unangemessene wirtschaftspolitische Reaktionen auslösen könnte, setzte das Exekutivdirektorium des IWF 1984 eine Arbeitsgruppe ein, welche die wichtigsten Ursachen dieser Diskrepanz aufklären und Verbesserungen für die statistischen Praktiken vorschlagen sollte. Die Arbeitsgruppe kam in dem Anfang 1987 dem Exekutivdirektorium übermittelten Abschlußbericht zu folgenden Schlußfolgerungen.

Die Diskrepanz entsteht vor allem in der Dienstleistungsbilanz. Auch die Handelsbilanz wies beachtliche Abweichungen auf, weil die Exporte im allgemeinen früher erfaßt werden als die entsprechenden Importe. Die Diskrepanzen im Handelsbilanzbereich haben beträchtlich geschwankt, aber im Zeitablauf nicht zu einer Ausweitung des Differenzbetrags in der globalen Leistungsbilanz beigetragen. Innerhalb der Dienstleistungsbilanz kann das Entstehen der Diskrepanz vor allem bei drei Arten von Transaktionen geortet werden. Erstens, die größte Ausweitung der Diskrepanz gab es bei den Kapitalerträgen. Die Kapitalertragsgänge bzw. -ausgänge werden gewöhnlich auf der Basis der Bestände an ausländischen Forderungen und Verpflichtungen ermittelt. Die hier entstehende Diskrepanz spiegelt vor allem die Schwierigkeit wider, daß die Länder nicht in der Lage sind, die Bestände an ausländischen Vermögenswerten der Gebietsansässigen voll zu erfassen, was zur Folge hat, daß für die ganze Welt

der Bestand an statistisch erfaßtem Auslandsvermögen weit unter dem Bestand an statistisch erfaßten Auslandsverbindlichkeiten liegt. Die Auswirkungen dieser unvollständigen Erfassung des Auslandsvermögens auf die Kapitalerträge wurden durch den Anstieg der Zinsen zwischen 1980 und 1984 erheblich vergrößert. Zweitens ist bei den Transportleistungen eine beträchtliche Diskrepanz zu verzeichnen, die jedoch sehr viel weniger gewachsen ist als jene der Kapitalerträge. Während die Zahlungen der Transportkosten für Importe an ausländische Spediteure in der Regel voll in die Leistungsbilanz eingehen, wird nur ein bescheidener Teil der entsprechenden Erträge von den Ländern mit großer Frachtschiffahrt als Eingänge erfaßt. Drittens gibt es eine etwa gleichbleibende erhebliche Diskrepanz bei den offiziellen Übertragungen: Die Geberländer berichten beachtlich höhere Ausgänge als die Empfängerländer als Eingänge melden.

Zwar ist es möglich, die Diskrepanzen nach den wesentlichen Kategorien der Dienstleistungen aufzuschlüsseln, doch ist es gegenwärtig äußerst schwierig, diese Diskrepanzen bestimmten Ländern oder Ländergruppen zuzuordnen. Die Arbeitsgruppe vermochte diese Divergenzen bei den Kapitalerträgen auf die einzelnen Länder zu verteilen, bei den anderen Dienstleistungen aber nur eine grobe Aufgliederung nach den wichtigsten Ländergruppen vorzunehmen. Diese „regionale“ Zuordnung weist darauf hin, daß die globale Leistungsbilanzdiskrepanz nicht von einigen wenigen Ländern ihren Ausgang nimmt, sondern weltweit verursacht wird. Ungefähr drei Fünftel der Diskrepanzen haben ihren Ursprung in den Industrieländern, der Rest in den Entwicklungsländern. Um diese Schätzungen statistisch untermauern zu können, müßten die bei der Erstellung der Zahlungsbilanzen angewendeten nationalen Erfassungs- und Schätzmethoden überprüft und entsprechend einer Reihe von Empfehlungen der Arbeitsgruppe verbessert werden.

IV. ENTWICKLUNGEN AUF DEN INLÄNDISCHEN FINANZMÄRKTEN

Schwerpunkte

Im vergangenen Jahr waren auf den Finanzmärkten mehrere auf den ersten Blick widersprüchliche Entwicklungen zu beobachten. An den meisten großen Börsen schnellten die Aktienkurse in die Höhe, obwohl das Produktionswachstum ins Stokken geriet. Der Zufluß ausländischen Kapitals in die Vereinigten Staaten hielt an, obwohl der Außenwert des US-Dollars weiter nachhaltig zurückging. Die Nominalzinsen sanken allgemein, mancherorts auf das niedrigste Niveau seit zehn Jahren, während die Realzinsen recht hoch blieben. Trotz der relativ hohen Realzinsen erreichte die Kreditnachfrage fast wieder das Rekordvolumen von 1985, womit sich die bedenkliche Zunahme der Verschuldung der inländischen nichtfinanziellen Sektoren mancher Länder fortsetzte.

Massive grenzüberschreitende Kapitalströme und die Liberalisierungstendenzen auf den Finanzmärkten begünstigten die zunehmende Integration der nationalen Kapitalmärkte. Bei den Zinsen und, in geringerem Maße, den Aktienkursen hat sich in den letzten Jahren die Tendenz zu international gleichlaufenden Entwicklungen erheblich verstärkt. Die Internationalisierung und die Liberalisierung im Finanzsektor könnten den Spielraum der einzelnen Länder für eine eigenständig betriebene Geldpolitik einengen. Möglicherweise werden sie auch die Einflußnahme der Geldpolitik auf die einzelnen Sektoren verändern und zu einer rascheren Ausbreitung von Störungen im realwirtschaftlichen und finanziellen Bereich führen. Die Verbindung von Währungsabwertung und starkem Anstieg der langfristigen Zinsen in den USA im April 1987 verdeutlicht, wie empfindlich die Finanzmärkte auf internationale Einflüsse reagieren.

Folgen und Gründe der jüngsten Zunahme der sektoralen Verschuldung sind im privaten und öffentlichen Sektor jeweils andere. Die Hauptsorge der zuständigen staatlichen Instanzen mit Blick auf den privaten Sektor besteht darin, daß der Anstieg der Relation der Verbindlichkeiten zum Einkommen die Zahl der Insolvenzen ansteigen lassen könnte. Den Bedenken bezüglich der ausstehenden Verschuldung des öffentlichen Sektors liegt die Befürchtung zugrunde, daß die Zunahme zu höheren Zinsen und/oder Wechselkursen führt und dadurch ein „crowding-out“ der privaten Ausgaben stattfinden wird. Sorgen bereitet in diesem Zusammenhang auch das Anziehen der Steuerschraube, damit Zins- und Tilgungszahlungen geleistet werden können, sowie die in einigen Ländern gegebene Notwendigkeit, ausländisches Kapital zum Ausgleich der unzureichenden privaten Ersparnisbildung importieren zu müssen. Die Ausweitung der öffentlichen Verschuldung ist weitgehend auf gesamtwirtschaftliche Politik und Bedingungen zurückzuführen, während die Zunahme der privaten Verpflichtungen auch mit dem Steuersystem und der leichteren Verfügbarkeit von Krediten als Folge des finanziellen Liberalisierungsprozesses in Zusammenhang stehen könnte.

Die Liberalisierung der Finanzmärkte schritt auch 1986 rasch voran. Der „Big Bang“ in London war wohl das in dieser Hinsicht bedeutendste Ereignis, aber auch in Frankreich und Kanada wurden weitreichende Kapitalmarktreformen angekündigt. Kreditverbriefung und Techniken zur Wertsicherung von Portefeuilles fanden in den

USA rasche Verbreitung. In Frankreich, Japan und Großbritannien wurden einige der für Banken und andere Einlageninstitute geltenden Beschränkungen gelockert.

Der Einfluß der rasch um sich greifenden Liberalisierungstendenzen und Innovationen auf den Anstieg der privaten Verbindlichkeiten ist nur einer unter mehreren bedenklichen Aspekten. Zahlreiche Beobachter des Geschehens meinen, daß die Vorteile, die mit den jüngsten finanziellen Veränderungen verbunden sind, zumindest teilweise durch die tatsächlichen oder potentiellen Kosten kompensiert werden. Während sich der Nutzen der Liberalisierung aus dem besseren Funktionieren der Marktmechanismen ergibt, entspringen die Kosten der Tatsache, daß das Ergebnis des freien Wettbewerbs nicht immer „optimal“ sein muß. Die schon entstandenen und die zu erwartenden Kosten der Liberalisierung werden von jenen als Argument angeführt, die einer Revision der Reglementierung der Finanzmärkte das Wort reden und anregen, die Regulierung in einigen Bereichen auszuweiten oder gar zu verschärfen. Beträchtliche Fortschritte wurden auf dem Gebiet der Bankenaufsicht erzielt, sowohl auf nationaler als auch internationaler Ebene. Verschiedentlich wurde vorgebracht, daß ähnliche Anstrengungen auch bei der Regulierung der Wertpapiermärkte angebracht sein könnten und die traditionellen gesetzlichen Abgrenzungen zwischen verschiedenen Kategorien von Finanzinstituten möglicherweise ebenfalls einer Revision unterzogen werden müssten.

Zinssätze

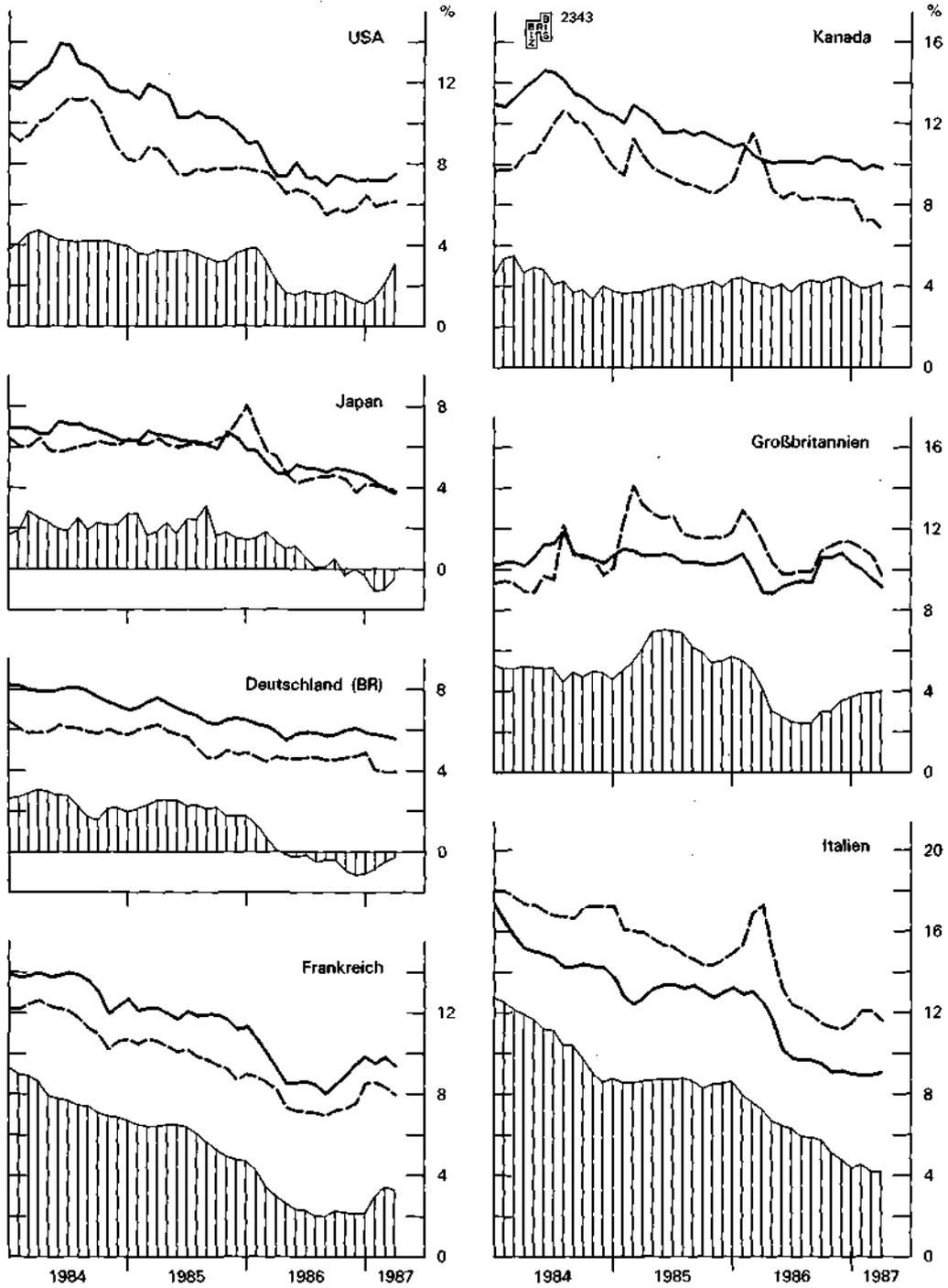
In den großen Industrienationen sind die Zinsen im Verlauf des Jahres 1986 deutlich zurückgegangen. Die Renditenkurven flachten sich in den ersten vier Monaten des Jahres tendenziell ab. Danach jedoch wurden sie wieder steiler, was in erster Linie auf das anhaltende Nachgeben der kurzfristigen Sätze bei geringem zusätzlichem Rückgang am langen Ende zurückzuführen war. Die Zinsen fielen in den USA 1986 stärker als in den meisten anderen Industrieländern, so daß die Nominalzinsdifferenz zugunsten von Dollarwertpapieren stark schrumpfte bzw. sich sogar umkehrte. Dieses Bild änderte sich zu Beginn des Jahres 1987, als in den USA die langfristigen Zinssätze nach oben schnellten.

Die Zinsentwicklung wurde von mehreren Faktoren beeinflusst. Der spektakulärste und am weitesten spürbare war der Ölpreisverfall im ersten Quartal 1986. Dieser Vorgang veranlaßte offenbar die Anleger, ihre langfristigen Inflationserwartungen zurückzuschrauben, denn die Anleiherenditen gingen zurück, und die positiv ansteigende Renditenkurve flachte sich in den USA, Frankreich und Deutschland ab. Die Nachfrage nach Finanzmitteln blieb 1986 an den meisten Märkten lebhaft. Das hohe Niveau der Kreditaufnahme mag erklären, weshalb die langfristigen Zinssätze besonders in den USA in der zweiten Jahreshälfte nicht dem Rückgang der kurzfristigen Sätze folgten. In einer Reihe von Ländern schlug die Geldpolitik 1986 offenbar einen nachgiebigeren Kurs ein, besonders in der zweiten Jahreshälfte, als Befürchtungen aufkamen, daß das Produktionswachstum hinter den Erwartungen zurückbleiben würde. Die Wechselkurse waren ein vierter wichtiger, die Zinsen vor allem gegen Jahresende und in das Jahr 1987 hinein beeinflussender Faktor. Die Zinsen in den USA schienen besonders sensibel auf Sorgen über die Wechselkursentwicklung zu reagieren, denn die Kurse der Anleihen sackten im April 1987 ab, als sich bei den Anlegern Unsicherheit hinsichtlich der weiteren Dollarkursentwicklung und zukünftigen Inflation einstellte.

Nominalzinsen und Inflation 1984–87*

Monatswerte

— Langfristige Zinsen
- - - Kurzfristige Zinsen
— Anstieg der Verbraucherpreise



* Ausgewählte typische Anleiherenditen und Geldmarksätze; Inflation gemessen als prozentuale Veränderung der Verbraucherpreise über zwölf Monate.

Korrelation von Zinsänderungen bei Staatsanleihen

	USA	Japan	Deutschland (BR)	Frankreich	Großbritannien	Italien	Kanada	Belgien	Niederlande	Schweden	Schweiz
Februar 1975 bis Dezember 1979											
USA	1	0,24	0,27	-0,01	0,19	0,09	0,59	0,32	0,23	-0,02	0,18
Japan		1	0,52	0,06	0,08	0,16	0,12	0,33	0,22	-0,02	0,31
Deutschland (BR)			1	0,01	0,20	0,07	0,10	0,34	0,40	-0,09	0,33
Frankreich				1	0,18	0,02	-0,08	0,03	0,08	0,06	-0,05
Großbritannien					1	0,24	0,14	0,21	-0,15	0,10	0,30
Italien						1	0,12	0,21	-0,13	0,36	-0,15
Kanada							1	0,19	0,16	0,11	0,10
Belgien								1	0,05	-0,08	0,17
Niederlande									1	-0,17	0,11
Schweden										1	-0,08
Schweiz											1
Januar 1980 bis Dezember 1986											
USA	1	0,50	0,56	0,37	0,42	0,03	0,72	0,39	0,57	0,18	0,56
Japan		1	0,45	0,31	0,27	-0,08	0,34	0,11	0,46	0,28	0,36
Deutschland (BR)			1	0,46	0,18	0,15	0,36	0,38	0,71	0,29	0,55
Frankreich				1	0,20	0,28	0,21	0,46	0,47	0,35	0,26
Großbritannien					1	0,09	0,41	0,17	0,13	0,01	0,34
Italien						1	0,10	0,20	0,06	0,05	0,02
Kanada							1	0,30	0,36	0,12	0,43
Belgien								1	0,34	0,27	0,28
Niederlande									1	0,39	0,60
Schweden										1	0,16
Schweiz											1

Die Zinsbewegungen in den einzelnen Ländern wiesen im vergangenen Jahr einen engen Zusammenhang auf. Aus der obenstehenden Tabelle geht eine erhebliche Zunahme der Korrelation von Zinsänderungen bei Staatsanleihen zwischen den späten siebziger und den achtziger Jahren hervor. Besonders ausgeprägte Zunahmen sind bei Japan und Frankreich erkennbar, was möglicherweise mit der Liberalisierung der Finanzmärkte in diesen Ländern zu tun hat.

Bis zu einem gewissen Grad spiegelt sich in dieser größeren Kohärenz, daß es in den achtziger Jahren allgemein gelang, die Inflation zurückzudrängen. Der engere Zusammenhang zwischen Zinsänderungen an den Inlandsmärkten kann im übrigen auf das größere Volumen der grenzüberschreitenden Wertpapiertransaktionen zurückgeführt werden. Die gewachsene Kohärenz von Zinsänderungen am langen Ende mag anzeigen, daß die Möglichkeiten einer autonomen Geld- und Finanzpolitik in vielen Ländern abnehmen, denn sie zeigt einen geringeren Einfluß der Notenbank auf die mittel- und langfristigen Zinsen und eine erhöhte Sensitivität der Inlandssätze gegenüber ausländischen Zinsbewegungen an. Bei den kleineren Ländern könnten in der höheren Korrelation explizite Koordinierungsbestrebungen im Sinne einer formellen Stabilisierung des Wechselkurses im Verhältnis zu einem wichtigen Handelspartner zum Ausdruck kommen. Bei den größeren Ländern ist die engere Beziehung der langfristigen Zinsen aber wohl eher auf die zunehmende Verflechtung der Anleihemärkte zurückzuführen.

Trotz des Rückgangs des Nominalzinsniveaus im Jahr 1986 blieb die Differenz zwischen den Zinssätzen und den Inflationsraten namentlich in Europa und Japan in hohem Maße bestehen. Die Renditen der Staatsanleihen sanken in allen großen Industrieländern mit Ausnahme Kanadas sehr viel weniger stark als die Jahresrate des Verbraucherpreisanstiegs. Diese Entwicklung mag nicht überraschen, bedenkt man, daß die erwartete Realrendite langfristiger Wertpapiere durch unbeobachtbare Erwartungen künftiger Inflationsraten beeinflußt ist und vermutet wird, daß der aktuelle Anstieg der Verbraucherpreise diese Erwartungen unterzeichnet. Die kurzfristigen Realzinsen sind hingegen leichter abschätzbar, da die Preissteigerungen der unmittelbaren Zukunft vorhersehbarer sind. Von den in der nachstehenden Tabelle angeführten Ländern war lediglich in den USA und Frankreich die effektive Realrendite kurzfristiger Instrumente im Jahr 1986 deutlich niedrigerer als im vorangegangenen Jahr. In Japan und Deutschland erhöhte sich 1986 die effektive Realrendite kurzfristiger Anlageformen sowohl im Zeitvergleich als auch verglichen mit den Vereinigten Staaten.

Effektive kurzfristige Realzinsen*

Jahr	USA	Japan	Deutschland (BR)	Frankreich	Großbritannien	Italien	Kanada
1981	6,62	4,48	6,28	1,96	3,18	3,87	7,26
1982	7,03	4,76	4,90	5,64	7,39	3,85	6,72
1983	4,20	4,22	2,92	3,91	5,06	6,14	4,38
1984	5,99	4,34	3,68	5,41	4,54	6,96	7,54
1985	4,42	5,04	4,72	6,45	7,36	6,45	5,39
1986	3,75	5,83	5,12	4,50	7,04	7,69	5,18

* Durchschnittlicher monatlicher Zinssatz für Dreimonatsgeld abzüglich der auf Jahresrate hochgerechneten prozentualen Veränderung des Index der Verbraucherpreise während der nächsten drei Monate.

Das Fortbestehen der gemessen an historischen Standards großen Differenz zwischen den Nominalzinsen und den tatsächlichen Inflationsraten trübte 1986 ein wenig die ansonsten von Optimismus geprägte Stimmung an den Finanzmärkten. Ansehnliche Realrenditen kurzfristiger Anlageformen können produktionshemmend wirken, da sie den Erwerb liquider Finanzaktiva zu Lasten der laufenden privaten Verbrauchsausgaben und der Vorratsinvestitionen der Unternehmen begünstigen. In der Tat kann man die hohen Realrenditen beim Geldvermögen als zusätzliche Erklärung dafür anführen, daß – wie in Kapitel II ausgeführt – der private Sektor der Länder der Zehnergruppe die Realeinkommenszuwächse des vergangenen Jahres nicht in vollem Umfang in höhere Ausgaben umsetzte.

Das zugunsten von Dollaranleihen bestehende Nominalzinsgefälle, das sich eine Zeitlang zurückgebildet hatte, erhöhte sich kräftig zu Beginn des Jahres 1987. Die Umlaufrendite von US-Staatsanleihen ermäßigte sich während der zwei Jahre bis Januar 1987 im Verhältnis zu jener der öffentlichen Anleihen in den meisten anderen Ländern um 150 bis 300 Basispunkte. Dieser Rückgang der relativen Rendite brachte den Kapitalfluß in die Vereinigten Staaten nicht zum Erliegen, wengleich offenbar private Anleger verhältnismäßig mehr Aktien als festverzinsliche Wertpapiere erwarben. Die Abnahme des Zinsvorsprungs mag die Meinung des Marktes widerspiegelt haben, daß sich die Dollarabwertung ihrem Ende näherte. Die weitere kräftige Abwertung des Dollars in den ersten Monaten von 1987 widersprach jedoch diesen Erwartungen, und die Zinsabstände vergrößerten sich wieder etwa auf das 1985 vorherrschende Ausmaß.

Zinsgefälle:
Rendite von US-Staatsanleihen abzüglich der Rendite alternativer Staatsanleihen*

Zeit	Japan	Deutschland (BR)	Frankreich	Großbritannien	Italien	Kanada
Januar 1985	4,89	4,28	- 0,95	0,15	- 1,47	- 0,21
Juli 1985	4,32	3,60	- 1,30	0,23	- 2,93	- 0,34
Januar 1986	3,27	2,89	- 1,71	- 1,71	- 3,78	- 1,41
Juli 1986	2,39	1,40	- 1,16	- 2,08	- 2,44	- 2,02
Januar 1987	2,93	1,28	- 2,36	- 2,86	- 1,89	- 1,76
April 1987	4,79	2,52	- 1,30	- 0,71	- 1,26	- 1,60

* Deutschland und Italien: Monatsdurchschnitte; übrige Länder: Monatsendwerte.

Aktienmärkte

Der Rückgang der Nominalzinsen im Verlauf des Jahres 1986 ging in den meisten großen Industrieländern mit starken Kurssteigerungen bei Aktien einher. Fast an allen wichtigen Aktienmärkten erreichten die Indizes im Jahresverlauf neue Höchststände, in vielen Fällen im dritten oder vierten aufeinanderfolgenden Jahr. Wie die Grafik zeigt, haben sich die Kurse von Dividendenwerten seit der Talsohle im Sommer 1982 mehr als verdoppelt. An vielen Märkten setzten sich die starken Kurssteigerungen auch in den ersten Monaten des Jahres 1987 fort, und an zahlreichen Börsen wurden neue Rekordstände erreicht.

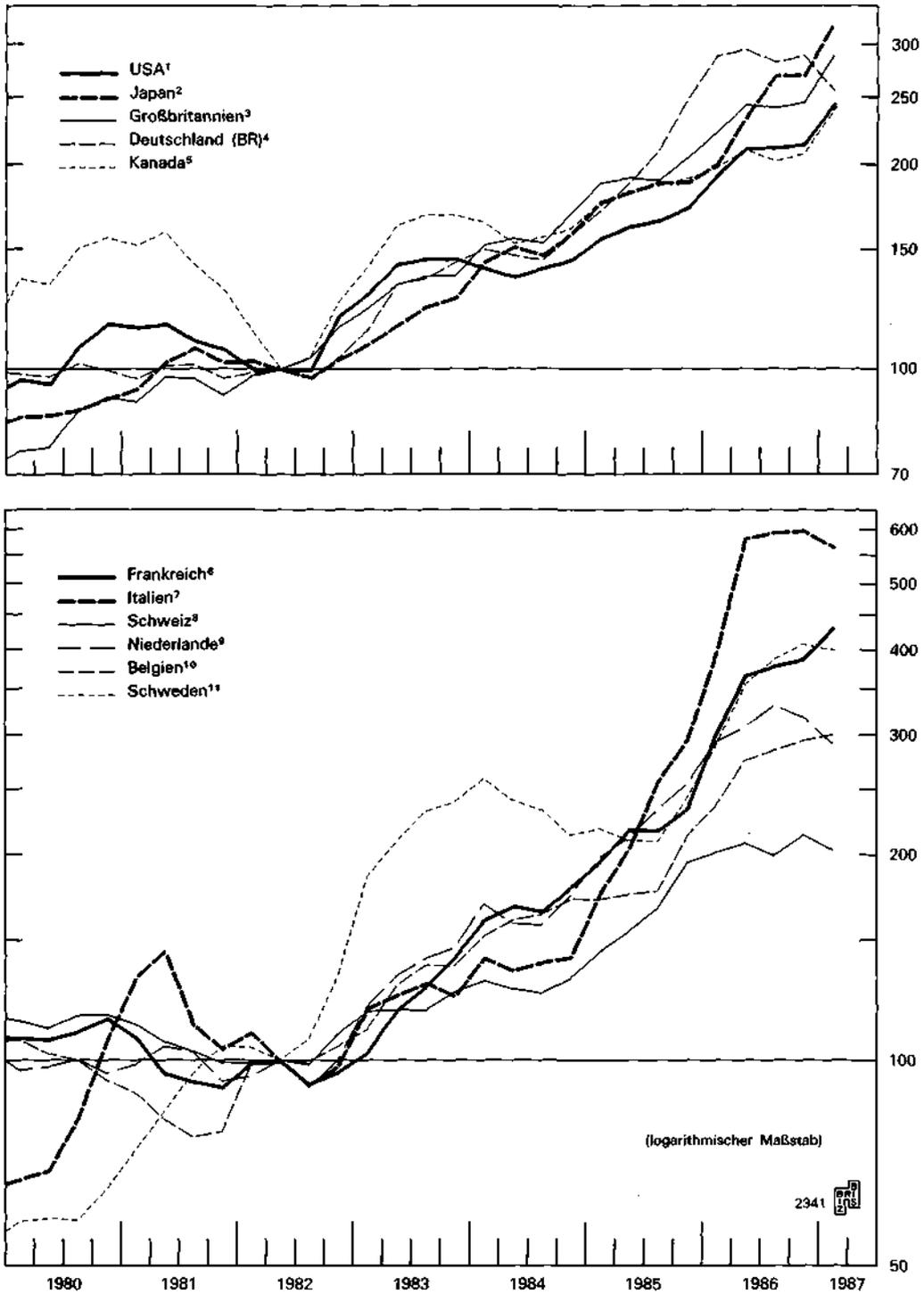
Ein interessantes Merkmal des jüngsten Aufschwungs an den Aktienmärkten war die Tendenz der Marktindizes, sich parallel zu entwickeln. Bis zu einem gewissen Grad könnten sich in diesen Preisbewegungen gemeinsame gesamtwirtschaftliche Entwicklungen niederschlagen, etwa der gleichlaufende Zinsrückgang. Darüber hinaus ist eine fortschreitende Verflechtung der Aktienmärkte von Bedeutung. Diese Verflechtung hat noch nicht dieselbe Intensität wie an den Anleihemärkten erreicht – bei Aktien ist die Größenordnung grenzüberschreitender Neuemissionen sehr viel geringer als bei Anleihen –, auch wenn 1986 das Volumen internationaler Aktienemissionen answoll.

Einige Beobachter haben sich besorgt über mögliche spekulativ motivierte Übertreibungen in der jüngsten Phase der Aktienhaussiege geäußert. Das Kurs/Gewinn-Verhältnis der Aktien hatte im Frühjahr 1987 an zahlreichen wichtigen Börsenplätzen historische Höchststände erreicht, und die Kursvariabilität hat zugenommen. Überdies scheint die Kursentwicklung bei Dividendenwerten nicht der realwirtschaftlichen Entwicklung entsprochen zu haben; allem Anschein nach beschleunigte sich der Kursanstieg, als sich die Wachstumsaussichten verschlechterten. Namentlich in Japan und den USA erreichten die Aktienkurse im ersten Quartal 1987 trotz Anzeichen eines sich verlangsamenen Wirtschaftswachstums historische Höchststände.

Gründe für einen Zusammenhang zwischen dem Anstieg der Aktienkurse und der Spekulation können in der weltweit starken Ausweitung der Liquidität an den Finanzmärkten liegen. Niedrige Nominalzinsen ließen Aktienanlagen zunehmend interessant erscheinen. In den letzten Monaten erhielt die Nachfrage nach Aktien, namentlich seitens japanischer Anleger, Auftrieb durch Wechselkursüberlegungen und zyklische Zinsmuster in den USA. Andererseits sind in den meisten Industrieländern die Unternehmensgewinne seit 1982 um das Eineinhalb- bis Zweifache gestiegen, und

Aktienkurse an den Börsen der Länder der Zehnergruppe 1980–87

Zweites Quartal 1982 = 100



¹ Standard and Poor's Corporate Share-Index. ² Tokyo General-Index. ³ Financial Times Ordinary Share-Index.
⁴ F.A.Z.-Aktien-Gesamtindex. ⁵ Toronto Composite-Index. ⁶ INSEE-Gesamtindex französischer Aktien an der Pariser
 Börse. ⁷ Gesamtindex Italien. ⁸ Gesamtindex Schweiz. ⁹ Amsterdamer Inlandsaktienindex. ¹⁰ Brüsseler und
 Antwerpener Gesamtindex. ¹¹ Stockholmer Gesamtindex.

wenn das Wirtschaftswachstum auch nicht robust sein mag, so ist eine Rezession auch nicht erwiesen. Ferner könnten die anhaltenden Erfolge an der Inflationsfront die Aktienkurse gestützt haben. Die Erfahrungen der siebziger Jahre haben offenbar gelehrt, welch negativen Einfluß hohe Preissteigerungen auf die Unternehmensgewinne und Aktienkurse haben.

In einigen Ländern mag der stürmische Aufschwung an den Aktienbörsen auch auf staatliche Maßnahmen zur Förderung von Aktienanlagen zurückzuführen sein. In Frankreich wurden 1978 durch das „Monory“-Gesetz Steuererleichterungen für Aktienkäufe geschaffen; ähnliche Maßnahmen folgten in Schweden, Belgien und Großbritannien. Ein Hauptziel der jüngsten Privatisierungsvorhaben in Frankreich und Großbritannien war die Förderung von Aktieneigentum privater Haushalte und eine Verbreiterung der Basis für Anlagen in Dividendenwerte. In Italien wurden 1983 Aktieninvestmentfonds gesetzlich zugelassen.

Das jüngste Geschehen an den Aktienmärkten könnte Auswirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung und die Wirtschaftspolitik haben. Höhere reale Aktienkurse bedeuten eine höhere Bewertung des vorhandenen Firmenkapitals. Dadurch dürften die Kosten neuer Anlageinvestitionen in Relation zum bestehenden Kapitalstock beträchtlich gesunken sein. Eine derartige Veränderung der relativen Preise sollte sich günstig auf die Investitionen auswirken. Soweit in der Aktienbewertung freilich eher spekulative Anlagemotive und weniger die Ertragsaussichten der Unternehmen ihren Niederschlag gefunden haben, sind Risiken vorhanden. Der Wert der Aktienportefeuilles beeinflusst in einigen Ländern erheblich das Vermögen des privaten Sektors und kann ein Gegengewicht zur Verschuldung der Unternehmen und privaten Haushalte bilden. In einem der folgenden Abschnitte dieses Kapitels wird die Zunahme dieser Verschuldung und die sich daraus ergebende Problematik erörtert. Eine größere Umkehr der Kursentwicklung an den Aktienmärkten würde diese Problematik durch einen Anstieg der Relation Verbindlichkeiten zu Eigenmitteln der Unternehmen und ein geringeres Nettogeldvermögen der privaten Haushalte verschärfen.

Finanzierungstrends

Sektorale Salden. Die Finanzierungsströme innerhalb und zwischen den großen Industrieländern wurden im abgelaufenen Jahr durch mehrere miteinander verbundene Faktoren beeinflusst. Als erstes mußten in den USA die nach wie vor hohe Mittelaufnahme des öffentlichen Sektors und – in einigen anderen Ländern – die der privaten Haushalte geldpolitisch berücksichtigt werden. Zweitens beeinflussten Verschiebungen bei Preisen für Dividendenwerte, Wechselkurse und Zinsen Anleger wie Kreditnehmer in ihrer Wahl der Märkte und Finanzinstrumente. Schließlich kam es zu Innovationen und regulativen Veränderungen, die sowohl das Marktgeschehen anregten als auch von diesem angeregt wurden – ein Thema, das im Schlußteil dieses Kapitels erörtert wird. Die Auswirkungen dieser Faktoren lassen sich anhand der Finanzierungssalden der großen Sektoren der bedeutendsten Volkswirtschaften und der Mittelbeschaffung auf den Kreditmärkten feststellen.

Die Struktur der internationalen Kapitalströme, die sich seit Mitte der achtziger Jahre herausgebildet hatte, nämlich eine Inanspruchnahme von Ersparnissen aus Westeuropa und Japan durch die Vereinigten Staaten, blieb auch 1986 bestehen. Das war keine Überraschung, denn die zwischen diesen Ländern bestehenden Un-

Sektorale Finanzierungssalden*

	1980-84	1985	1986
	in Prozent des Bruttonationalprodukts		
USA			
Öffentlicher Sektor	- 3,7	- 5,0	- 4,8
Ausland	0,5	2,9	3,4
Nichtfinanzielle Unternehmen	- 0,9	0,0	0,1
Private Haushalte	4,2	2,9	2,0
Japan			
Öffentlicher Sektor	- 6,7	- 4,1	- 4,2
Ausland	- 0,9	- 3,6	- 4,2
Nichtfinanzielle Unternehmen	- 3,1	- 2,4	- 1,3
Private Haushalte	9,8	9,5	10,3
Deutschland (BR)			
Öffentlicher Sektor	- 2,8	- 1,1	- 1,2
Ausland	0,2	- 2,0	- 3,8
Nichtfinanzielle Unternehmen	- 2,2	- 2,0	- 0,8
Private Haushalte	3,6	4,1	5,0
Frankreich			
Öffentlicher Sektor	- 2,1	- 2,9	- 2,9
Ausland	1,7	0,8	0,6
Nichtfinanzielle Unternehmen	- 4,2	- 2,1	- 1,5
Private Haushalte	3,9	2,9	3,5
Großbritannien			
Öffentlicher Sektor	- 3,6	- 2,9	- 2,8
Ausland	- 1,3	- 0,8	0,3
Nichtfinanzielle Unternehmen	1,3	1,6	0,8
Private Haushalte	4,7	3,2	2,4
Italien			
Öffentlicher Sektor	-10,5	-13,6	-12,5
Ausland	1,2	0,9	- 0,7
Nichtfinanzielle Unternehmen	- 5,0	- 4,9	- 3,3
Private Haushalte	13,0	14,5	13,8
Kanada			
Öffentlicher Sektor	- 6,9	- 8,1	- 6,4
Ausland	- 0,2	0,1	1,8
Nichtfinanzielle Unternehmen	- 2,7	- 0,8	- 1,8
Private Haushalte	8,4	7,6	5,3
Belgien			
Öffentlicher Sektor	-13,9	-11,6	-11,2
Ausland	2,9	- 0,2	- 2,1
Unternehmen	2,1	4,1	5,4
Private Haushalte	8,9	7,7	7,9
Niederlande			
Öffentlicher Sektor	- 5,6	- 5,1	- 6,7
Ausland	- 1,4	- 3,5	- 2,1
Unternehmen und private Haushalte	- 0,8	1,7	- 1,4

* Im Falle Japans, Großbritanniens, Italiens und Kanadas sind öffentliche Unternehmen im öffentlichen Sektor eingeschlossen. Bei Deutschland ist der Wohnungsbau im Sektor der privaten Haushalte enthalten.

Quellen: Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung der einzelnen Länder.

gleichgewichte sind zu groß geworden, als daß sie ohne schwere Erschütterungen rasch beseitigt werden könnten. Was manchen Erwartungen zuwiderlief, war, daß man zwar mit einer gewissen Verschlechterung der bestehenden Ungleichgewichte als Folge von J-Kurven-Effekten rechnen mußte, aber angesichts einer beträchtlichen Abwertung des Dollars, von der man sich eine ausgleichende Wirkung erhoffte, doch nicht mit einer in diesem Ausmaß.

Für dieses Ergebnis waren offenbar mehrere Faktoren verantwortlich. Die Finanzpolitik der einzelnen Länder wirkte nicht in Richtung eines Gleichgewichts: In

Japan, Deutschland und den USA veränderten sich die Defizite des öffentlichen Sektors im vergangenen Jahr wenig. Zum Teil mögen sich hierin politische und wirtschaftliche Schwierigkeiten niederschlagen, den finanzpolitischen Kurs rasch zu ändern. Zweitens erhöhten sich 1986 in Japan und Deutschland die Finanzierungsüberschüsse der privaten Haushalte, wohingegen in den USA der Überschuß der privaten Haushalte, gemessen in Prozent des Sozialprodukts, auf den niedrigsten Stand seit 1963 zurückging. Diese Tendenzen mögen auf der im Kapitel II erwähnten unterschiedlichen Neigung zur Ausgabe der im Jahresverlauf erzielten Terms-of-trade-Gewinne beruht haben. Als letztes kommt hinzu, daß die negativen Auswirkungen der J-Kurve auf den nominalen Außenhandelsaldo einen finanziellen Gegenposten hatten. Es bedurfte weniger D-Mark und Yen, um den sich 1986 auf 3,4% des Bruttosozialprodukts belauenden Kapitalzufluß in die USA zu finanzieren, als im Falle der Abdeckung des 2,9% des Sozialprodukts betragenden Defizits von 1985. So gesehen belastete 1986 die Kreditnachfrage in den USA die Sparer in Japan und Deutschland weniger.

Gleichwohl sind Fortschritte, wenn auch langsame, bei den Bemühungen um Wiederherstellung eines äußeren und inneren Gleichgewichts zu verzeichnen. Von der Finanzpolitik in den USA erwartet man im Rahmen des Gesetzes zum Abbau des Haushaltsdefizits (Gramm-Rudman-Hollings Act) für 1987 einen deutlich geringeren Fehlbetrag im Haushalt und zusätzliche Fortschritte in den darauffolgenden Jahren. Im Falle Deutschlands und Japans erscheinen weitere Reduzierungen der öffentlichen Defizite angesichts der relativ ungünstigen Wachstumsprognosen als wenig wahrscheinlich. Überdies rechnet man, sollte der Dollar nicht weiter erheblich an Wert verlieren, mit einer Verringerung des nominalen Außenhandelsdefizits der Vereinigten Staaten.

Kapitalmärkte. Die Mittelaufnahme der nichtfinanziellen Sektoren ging 1986 in den meisten Ländern in Relation zum Sozialprodukt etwas zurück, blieb allerdings in mehreren Ländern im Vergleich zu früheren Jahren hoch. Anhaltende Bemühungen des Staates, die Defizite des öffentlichen Sektors nicht weiter anwachsen zu lassen, und eine geringe Investitionstätigkeit waren wohl die Hauptgründe, daß sich die Nachfrage nach Finanzmitteln nicht verstärkte. Eine geringe Neuverschuldung der öffentlichen Hand war besonders in Kanada, den USA und Großbritannien festzustellen. In Japan und Großbritannien trugen Einnahmen aus der Privatisierung von Staatsunternehmen zur Begrenzung des Finanzierungsbedarfs des Staates bei. Die Kreditnachfrage der privaten Haushalte blieb im vergangenen Jahr in vielen Ländern aufgrund der durch rückläufige Ölpreise gewachsenen Zuversicht der Verbraucher hoch. Die Preise für Wohnbauten stiegen in Großbritannien und Japan weiter stark an, was die Nachfrage nach Hypothekendarlehen anregte. In Frankreich und Schweden wurden die für Kreditaufnahmen der privaten Haushalte geltenden Beschränkungen gelockert.

Der Unternehmenssektor reagierte auf die starke Nachfrage nach Anteilskapital und die hohen Realkosten der Fremdfinanzierung durch eine relativ höhere Kapitalbeschaffung aus Aktienbehebungen. In den USA wurde im letzten Jahr weniger in Umlauf befindliches Aktienkapital eingezogen als 1985; bei den meisten der anderen in der folgenden Tabelle aufgeführten Länder erhöhte sich der Anteil der Aktien an der gesamten Mittelaufnahme. In Frankreich, Deutschland und Großbritannien war ein besonders starker Anstieg bei Aktienemissionen zu verzeichnen. Darüber hinaus gab es im abgelaufenen Jahr eine Belebung bei der Emission von eigenkapitalbezogenen Schuldverschreibungen. In den USA erreichten Wandelschuldverschreibungen 1986 ein Rekord-

Mittelbeschaffung inländischer nichtfinanzieller Schuldner

	Zeitraum	Kreditnehmer ¹						Öffentlicher Sektor	Insgesamt
		Unternehmen				Haushalte			
		Aktien ²	Anleihen	Darlehen ³	Zusammen	Wohnungsbaukredite	Andere		
in Prozent des BSP/BIP									
USA	1980-84	- 0,2	1,2	3,9	4,9	2,9	1,7	5,0	14,5
	1985	- 2,0	2,4	3,7	4,0	3,8	3,6	8,3	19,7
	1986	- 1,9	2,4	3,8	4,3	4,8	2,2	6,5	17,8
Japan	1980-84	0,7	0,5	7,0	8,2	1,6	2,1	9,2	21,1
	1985	0,5	1,0	7,7	9,2	0,9	1,7	6,3	18,1
	1986	0,4	1,3	8,0	9,7	1,2	1,8	5,8	18,5
Deutschland (BR)	1980-84	0,3	0,1	5,1	5,5	3,4	0,6	3,8	13,4
	1985	0,4	0,3	3,9	4,6	2,1	0,7	2,4	9,7
	1986	0,6	0,4	2,0	3,0	1,5	0,5	2,3	7,3
Frankreich	1980-84	1,6	0,7	5,8	8,1	3,9		4,7	16,7
	1985	2,2	0,8	3,8	6,8	4,0		4,5	15,3
	1986	3,0	0,8	3,5	7,3	3,2		3,7	14,2
Großbritannien	1980-84	0,5	0,2	2,2	2,9	4,4	1,6	4,3	13,2
	1985	1,0	0,5	2,2	3,7	5,3	2,0	3,3	14,3
	1986	1,4	0,6	1,6	3,6	6,2	1,6	2,4	13,8
Italien	1980-84	1,5	0,3	6,4	8,2	0,8		12,3	21,3
	1985	1,2	0,2	5,6	7,0	1,1		14,9	23,0
	1986	1,3	0,6	4,7	6,6	1,3		12,4	20,3
Kanada	1980-84	1,6	0,8	2,8	5,3	2,2	1,6	8,5	17,5
	1985	2,3	0,4	2,0	4,7	2,9	2,2	9,2	19,0
	1986	2,6	0,9	1,4	4,9	4,5	2,4	7,0	18,8

¹ 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. ² Italien: Nettobegebungen abzüglich Aktienkäufe der Unternehmen zuzüglich Veränderungen der Dotationen aus öffentlichen Mitteln. ³ Einschl. Geldmarktpapieren und Kreditaufnahmen im Ausland.

Quellen: Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung der einzelnen Länder.

emissionsvolumen, und japanische Unternehmen benutzten häufig Optionsscheine bei ihren Auslandsanleihebegebungen. In den meisten Ländern griffen die Unternehmen im letzten Jahr weniger auf die Darlehensfinanzierung zurück, was sicherlich mit der zyklischen Zins- und Aktienkursentwicklung zusammenhing, vielleicht aber auch mit dem Trend zur Verbriefung von Schuldverhältnissen und mit der Liberalisierung der Kapitalmärkte.

Die Emissionstätigkeit bei Aktien auf dem europäischen Kontinent scheint auf einen grundlegenden Wandel im Finanzierungsverhalten hinzudeuten, muß aber wohl auch als Reaktion auf Zins- und Aktienkursbewegungen gewertet werden. Das auf das Sozialprodukt bezogene Aktienkapital zu Marktpreisen und das Volumen der Aktienemissionen belief sich 1986 in Deutschland, Frankreich und Italien auf das Dreifache der sehr niedrigen Werte zu Beginn der achtziger Jahre. Teilweise war diese Entwicklung, wie bereits erwähnt, auf staatliche Bestrebungen zur Förderung der Aktienfinanzierung und des Aktienbesitzes zurückzuführen. Darüber hinaus könnte sich in diesem Ergebnis eine säkulare Tendenz hin zu einer steigenden Bedeutung der Aktienfinanzierung im Unternehmensbereich dieser Länder widerspiegeln.

Im Jahr 1986 verstärkte sich auch die internationale Beteiligung am Geschäft auf den nationalen Aktienmärkten erheblich, was zusammen mit regulativen und innovativen Veränderungen im Jahresverlauf auf eine größere wechselseitige Durchdringung der

nationalen Aktienmärkte in Zukunft hindeutet. In den USA erwarben ausländische Anleger im vergangenen Jahr Aktien im Wert von etwa \$ 17 Mrd., was mehr als das Dreifache des im vorangegangenen Jahr erworbenen Volumens war, und japanische Investoren erwarben 1986 netto \$ 7 Mrd. an ausländischen Aktien, verglichen mit \$ 1 Mrd. im Jahr 1985. Aktienemissionen auf dem Euromarkt, die es vor 1985 praktisch nicht gegeben hatte, erreichten 1986 einen Betrag von mehr als \$ 7 Mrd. Geänderte Vorschriften wie die Anhebung der für Pensionskassen und Lebensversicherungsgesellschaften in Japan, Kanada und der Schweiz beim Erwerb von ausländischen Vermögenswerten geltenden Obergrenzen dürften die Möglichkeiten für internationale Aktienanlagen vergrößern.

Auch die Aktivitäten an den Anleihemärkten waren 1986 von der zunehmenden Bedeutung grenzüberschreitender Transaktionen geprägt. An den inländischen Anleihemärkten der Länder der Zehnergruppe wurde 1986 auf der Basis der Wechselkurse von 1985 insgesamt ein um etwa 5% höheres Nettovolumen emittiert. Dagegen erhöhte sich das Nettovolumen neu begebener Auslandsanleihen und Eurobonds, ebenfalls auf der Basis konstanter Wechselkurse, um rund 15%. Der grenzüberschreitende Anleihehandel ist durch den Abbau von Kapitalverkehrsbeschränkungen in einigen Ländern und durch breitere und tiefere Märkte für Terminkontrakte auf Währungen, Optionen und Swapgeschäfte angeregt worden. Beispielsweise hat der Anteil neuer internationaler Anleihen, die bei der Begebung mit Swapgeschäften verknüpft wurden, in jedem der letzten vier Jahre zugenommen und betrug 1986 16% (25% bei Nichtdollarschuldverschreibungen). Diese Emissionsentwicklungen haben zusammen mit den Liberalisierungsbestrebungen im Finanzsektor, durch die die Kapitalmärkte der einzelnen Länder äußeren Einflüssen geöffnet wurden, wahrscheinlich zu dem oben erwähnten vermehrten Gleichlauf der Zinsveränderungen beigetragen.

In vielen Ländern waren die Anleihemärkte starken internationalen Einflüssen ausgesetzt. So entfielen von den 1986 durch japanische nichtfinanzielle Unternehmen netto begebenen Wertpapieren fast 50% auf Auslandsanleihen. Ein Grund für diese Tendenz ist in restriktiven Vorschriften zu sehen, die in Japan beispielsweise dingliche Sicherheit für Anleihebegebungen verlangen. Einige dieser Beschränkungen wurden kürzlich gelockert, unter anderem auch, um die Emission von inländischen Industrieanleihen anzuregen. Ein umgekehrtes Beispiel, sozusagen einen Gegenpol, stellt die Schweiz dar, wo rund 70% der Anleiheemissionen auf ausländische Schuldner entfielen. Das Bruttoemissionsvolumen bei Anleihen erhöhte sich 1986 in der Schweiz trotz eines Rückgangs der Emissionen schweizerischer Schuldner um 10%.

Ein besonders interessanter Aspekt der zunehmenden internationalen Durchdringung der nationalen Kapitalmärkte ist der Einfluß der Haltung und Präferenzen ausländischer Anleger an heimischen Märkten. So haben ausländische Anleger in Deutschland großes Interesse am Erwerb langfristiger deutscher öffentlicher Schuldverschreibungen gezeigt, wozu günstige Wechselkursperspektiven und die Abschaffung der Kuponsteuer für Ausländer im Jahr 1984 beigetragen haben. Die Folge war, daß die öffentliche Hand in Deutschland kurzlaufende Titel, wie Schuldscheine, durch langfristige Schuldverschreibungen substituiert hat. Der Anteil der Anleihen an der ausstehenden öffentlichen Verschuldung stieg von 26% im Jahr 1983 auf 37% im Jahr 1986, während der Anteil der Schuldscheine von 71 auf 61% abnahm. Das ausländische Interesse hat die Verbreiterung und Vertiefung des Marktes für deutsche Staatsanleihen begünstigt und es der öffentlichen Hand in Deutschland ermöglicht, die Kosten

des Schuldendienstes zu begrenzen und die Laufzeit ihrer Verbindlichkeiten zu verlängern. Überdies vermochten die Deutschen im vergangenen Jahr dank der ausländischen Schuldner und Anleger die Fristigkeit bei ihrer Aufnahme und Anlage von Geld inkongruent zu gestalten. Die meisten Staatsanleihen und etwa drei Viertel aller im letzten Jahr in Deutschland emittierten Schuldverschreibungen wurden von Ausländern erworben, was zu einem langfristigen Nettokapitalimport in Höhe von DM 37 Mrd. führte. Die deutschen Sparer erwarben fast ausschließlich Aktiva mit kurzen Laufzeiten, wozu die hohen Realzinsen auf kurzfristigen Anlagen zweifellos ermutigten.

In den USA traten japanische Anleger am Markt für US-Staatsanleihen stark in Erscheinung, indem sie einen erheblichen Teil der bei den Versteigerungen angebotenen langfristigen Schuldverschreibungen erwarben; die Vorstellungen japanischer Investoren wurden dadurch zu einem bedeutenden Gesichtspunkt bei der Festlegung der Konditionen von amerikanischen Staatstiteln. Der starke Rückgang der Kurse von US-Staatsanleihen im Gefolge der ausgeprägten Dollarschwäche im März und April 1987 verdeutlicht, welche Auswirkungen die Präferenzen ausländischer Anleger am amerikanischen Markt haben können.

Kursgewinne bei Aktien und Ersparnis der privaten Haushalte. Kapitalgewinne an den Aktienmärkten ließen 1986 das Nettogeldvermögen der privaten Haushalte deutlich zunehmen. Aus der nachfolgenden Tabelle läßt sich – für vier Länder – die Größenordnung dieses Beitrags relativ zur Sparquote der privaten Haushalte entnehmen. Kapitalgewinne können Ersparnisse aus dem laufenden Einkommen substituieren, entweder zeitgleich, wenn Kapitalgewinne erwartet oder vorweggenommen werden, oder zeitlich verschoben, wenn der Kapitalzuwachs das Vermögen der privaten Haushalte stärker als das Einkommen wachsen läßt. Eine gewisse Substitution scheint stattgefunden zu haben, vergleicht man die Sparquoten in der Tabelle mit den Kapitalgewinnquoten. In den USA und Großbritannien sind die überdurchschnittlichen Kapitalgewinne der letzten Jahre und die rückläufigen Sparquoten in Zusammenhang gebracht worden.

Sparquote und Aktienkapitalgewinne der privaten Haushalte¹

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986 ²	1979–86	Nachrichtlich: Zusammensetzung des Portfoliovermögens der privaten Haushalte ³ 1985			
	in Prozent des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte										Aktien	Festzinsliche Wertpapiere	Institutionelle Anlagen
USA													
Sparquote	6,8	7,1	7,5	6,8	5,4	6,3	5,1	3,9	6,1	14,6	18	10	19
Kapitalgewinne	9,8	15,9	-1,1	6,5	7,4	2,8	13,2	13,1	8,5				
Japan													
Sparquote	16,8	16,4	17,0	15,3	15,0	14,7	14,7	15,8	15,7	18,5	12	8	17
Kapitalgewinne	0,5	0,8	1,1	0,6	4,4	3,3	1,6	10,6	2,8				
Deutschland (BR)													
Sparquote	13,8	14,1	14,7	13,8	12,5	12,9	12,7	13,2	13,5	14,2	6	15	17
Kapitalgewinne	-0,5	0,0	-0,3	0,3	1,1	0,4	3,2	1,3	0,7				
Großbritannien													
Sparquote	13,1	15,0	13,5	12,9	11,6	12,1	11,4	11,0	12,6	17,2	11	4	43
Kapitalgewinne	2,7	6,0	0,8	4,8	6,2	6,1	3,9	6,1	4,6				

¹ Daten aus den volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen der einzelnen Länder. Die Kapitalgewinne sind nur solche von Aktien im Direktbesitz und nicht von über Pensionsfonds oder Lebensversicherungsgesellschaften (institutionelle Anlagen) mittelbar gehaltenen Beständen. ² Sparquote bei Japan und Kapitalgewinne bei allen Ländern geschätzt. ³ Gemessen als Anteil am Bruttogeldvermögen.

Diese Zahlen rücken die niedrige private Ersparnis in den USA in ein anderes Licht. Rechnet man die bei Aktien erzielten Kapitalgewinne zur Ersparnisbildung hinzu, so kann man sagen, daß die Geldvermögen der privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten mit einer Rate gewachsen sind, die der Wachstumsrate der Geldvermögen der privaten Haushalte in anderen Ländern näher kommt. Aufgrund der an den Aktienmärkten erzielten Gewinne hat in den USA die Relation des Nettogeldvermögens zum Einkommen der privaten Haushalte inzwischen wieder den Wert der späten sechziger Jahre erreicht.

Der Anstieg der sektoralen Verschuldung

In mehreren großen Volkswirtschaften ist in den letzten Jahren das Verhältnis der Verbindlichkeiten zum Einkommen bei Unternehmen, privaten Haushalten und dem öffentlichen Sektor angestiegen, wie aus der folgenden Tabelle zu entnehmen ist. Diese Entwicklung hat bei den Währungsbehörden und anderen Beobachtern des Finanzsystems häufig Sorge ausgelöst. Die Gründe hierfür sind unterschiedlich, je nachdem, ob es sich um die private oder die öffentliche Verschuldung handelt. Für den öffentlichen Sektor sieht man die Gefahr, daß private Ausgaben „verdrängt“ und Steuererhöhungen notwendig werden könnten, um Kapital und Zinsen zurückzuzahlen. Beim privaten Sektor ist die Hauptsorge, daß eine Verschlechterung der Relation Verbindlichkeiten/Einkommen die Insolvenzrate ansteigen lassen könnte.

Relation Bruttoverbindlichkeiten / Bruttosozialprodukt der inländischen nichtfinanziellen Sektoren¹

	Jahr	Öffentlicher Sektor	Unternehmen	Private Haushalte
		Prozent		
USA	1975	42	37	50
	1985	52	42	61
	1986	56	45	65
Japan	1975	39	94	33
	1985	90	102	46
	1986 ²	91	102	47
Deutschland (BR)	1975	25	63	42
	1985	41	72	56
	1986	41	71	55
Großbritannien	1975	63	46	33
	1985	60	46	51
	1986 ²	58	48	55
Kanada	1975	53	65	52
	1985	83	64	50
	1986	84	64	54

¹ Nationale Bilanzdaten. Bei Kanada sind die konsolidierten Zahlen der Verschuldung des öffentlichen Sektors geschätzt.
² Drittes Quartal.

Öffentliche Verschuldung: Politik und Perspektiven. In den letzten Jahren haben strukturelle Haushaltsdefizite zu einem raschen Ansteigen der öffentlichen Verschuldung im Verhältnis zum Sozialprodukt (s. die Grafik auf S. 83) in einer Reihe von Ländern geführt, zu denen nicht nur die Vereinigten Staaten, sondern auch Italien, Irland, Belgien und Kanada gehören. Andere Länder wie Japan werden sich möglicherweise in

Zukunft angesichts eines über keine Rücklagen verfügenden Sozialversicherungssystems und des steigenden Durchschnittsalters der Bevölkerung Problemen gegenübersehen. Derartige demographische Entwicklungen bewirken, wenn es nicht zu einem kräftigen Anziehen der Steuerschraube oder Abstrichen bei den Sozialleistungen kommt, daß in diesen Ländern die Staatsverschuldung in den nächsten Jahrzehnten rasch zunehmen wird, wenn das Sozialversicherungssystem defizitär wird.

Diese Entwicklungen haben die Aufmerksamkeit auf die möglichen Folgen steigender öffentlicher Verschuldung für die Gesamtwirtschaft gelenkt. Es bestehen stark divergierende Auffassungen; einerseits wird argumentiert, daß eine Finanzierung der öffentlichen Ausgaben durch Verschuldung hinsichtlich der Wirkungen einer Steuerfinanzierung gleichzustellen sei; andererseits geht die überwiegende Meinung dahin, daß die Schuldenfinanzierung expansiver auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage wirkt als die Finanzierung durch Steuern, jedenfalls dann, wenn die Wirtschaft nicht voll ausgelastet ist. Die expansiven Wirkungen werden insoweit kompensiert, wie die höhere Geldnachfrage nicht von der Währungsbehörde akkommodiert wird, was zu steigenden Zinsen und geringeren Investitionsausgaben führt, also das „crowding-out“ bewirkt. Die Verdrängung kann auch über einen Kapitalzufluß aus dem Ausland stattfinden, der den Wechselkurs steigen läßt und ein „crowding-out“ der im internationalen Wettbewerb stehenden Sektoren bewirkt.

Die umstehende Grafik läßt für die Vereinigten Staaten vermuten, daß die öffentlichen Defizite zu einer höheren Inlandsnachfrage und einer niedrigeren inländischen Gesamtersparnis geführt haben. Die Investitionsausgaben stiegen in der ersten Phase des Wirtschaftsaufschwungs stark an, in jüngster Zeit jedoch gingen sie in Relation zum Sozialprodukt zurück, während die Kreditaufnahme im Ausland angestiegen ist. Diese Entwicklung war von hohen Realzinsen und, bis Anfang 1985, einem steigenden Währungsaußenwert begleitet. Dieses Ergebnis spricht gegen die alternative Auffassung, daß die Wirtschaftsteilnehmer des privaten Sektors sich „ultra-rational“ verhalten und die durch Wertpapieremissionen des Staates bedingte zukünftige Steuerlast durch eine Steigerung ihrer Ersparnisbildung vorausschauend in Rechnung stellen. In Wirklichkeit ist die Ersparnis des privaten Sektors in den Vereinigten Staaten seit 1984 zurückgegangen, während das Defizit des Bundeshaushalts weiter anstieg, so daß das Land in hohem Maße auf die ausländische Ersparnis zur Finanzierung sowohl des privaten als auch des öffentlichen Sektors angewiesen war.

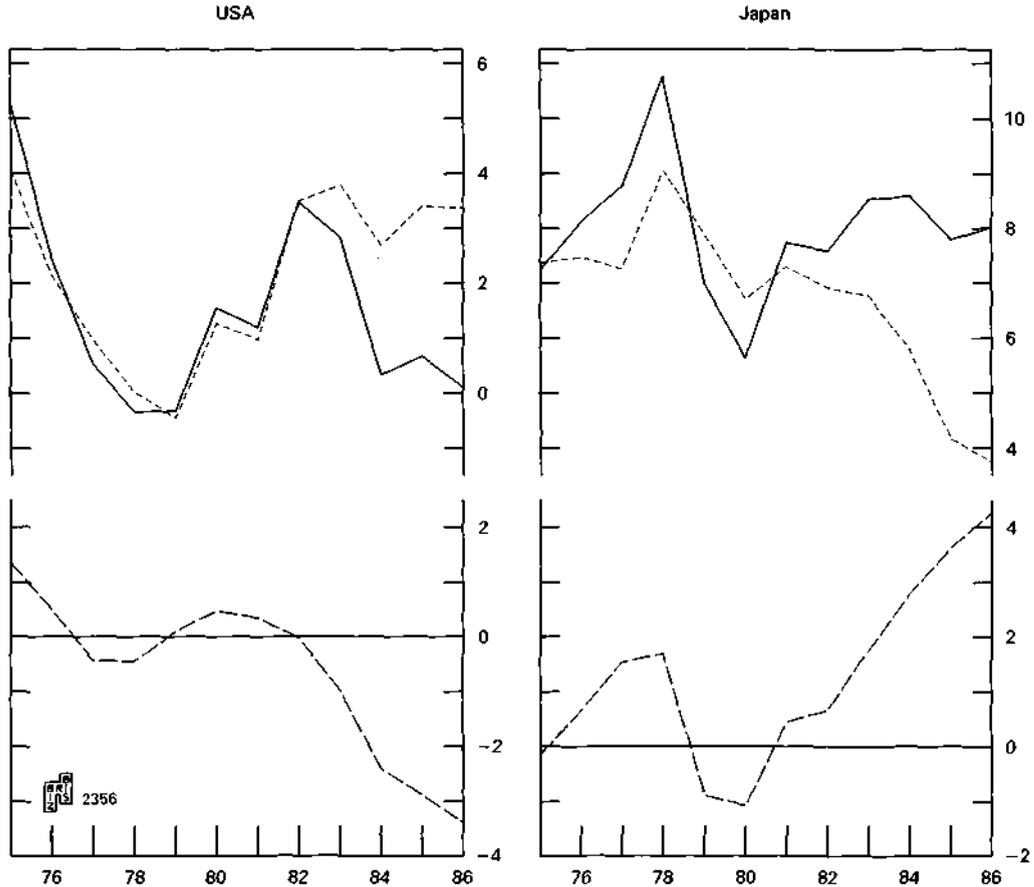
Die Bedenken hinsichtlich der öffentlichen Verschuldung betreffen nicht nur das „crowding-out“, sondern haben auch, um wieder die USA als Beispiel zu nehmen, mit dem starken Anstieg der Schuldendienstverpflichtungen als Anteil an den gesamten öffentlichen Ausgaben zu tun. Angesichts des hohen Volumens der Auslandsverschuldung, namentlich gegenüber Japan, ist ein Großteil des Schuldendienstes an das Ausland, wenn auch in Dollar, zu leisten. Die Finanzierung der laufenden öffentlichen und privaten Verbrauchsausgaben und des hohen Leistungsbilanzdefizits durch das Ausland hat zu einer Verschlechterung der Vermögensposition der Vereinigten Staaten gegenüber seinen Handelspartnern geführt. Hinzu kommt, daß der Einsatz der Finanzpolitik als Mittel der antizyklischen Stabilisierung durch die Notwendigkeit, Maßnahmen zur Verringerung des strukturellen Haushaltsdefizits zu ergreifen, beeinträchtigt sein könnte.

Im Falle eines kleinen Landes mögen die Auswirkungen eines Anstiegs der öffentlichen Verschuldung etwas anders aussehen. Bei einem kleinen Land ist es weniger

Finanzierungssaldo des öffentlichen und des privaten Sektors und
der Außenbeitrag der USA und Japans 1975–86

In Prozent des Bruttosozialprodukts

- Saldo von Ersparnis und Investitionen
- - - Defizit des öffentlichen Sektors
- - - Außenbeitrag



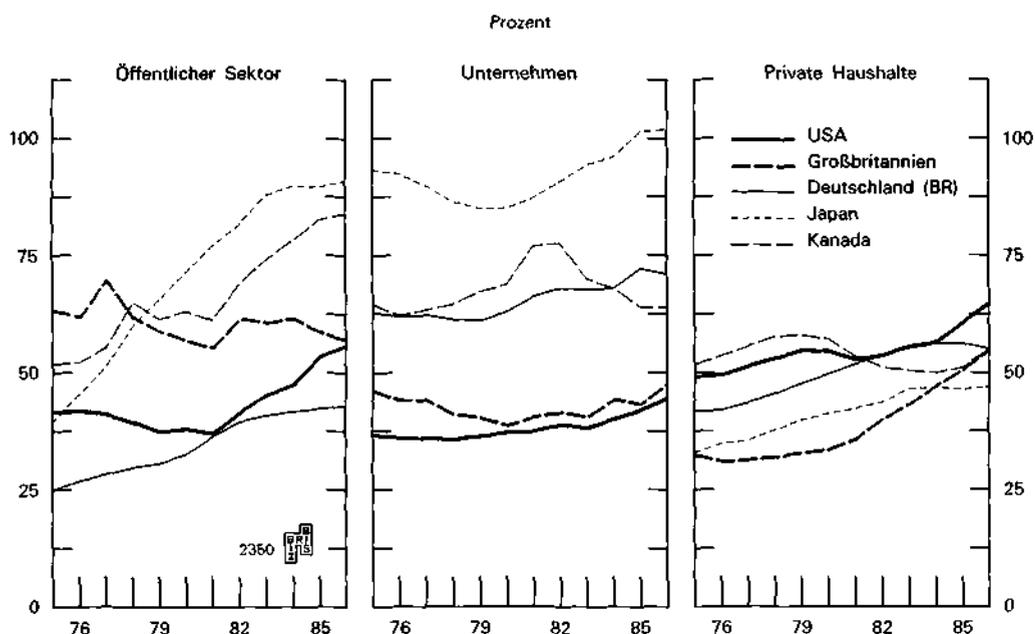
wahrscheinlich, daß der Wechselkurs im Falle einer Ausweitung der Deckungslücke im Haushalt durch Kapitalzuflüsse nach oben gedrückt wird – eher wird eine niedrigere Bewertung der Währung eintreten. Die dringlichsten Probleme ergeben sich häufig aus einem Anwachsen des Schuldendienstes, besonders wenn er in fremder Währung zu leisten ist. In der Tat riskieren einige Länder wie Italien, Belgien und Irland in eine Situation zu geraten, in der, da die Zinsen über der Wachstumsrate der nominalen Nachfrage liegen, die Schuldendienstverpflichtungen stärker zunehmen als das Steueraufkommen, und der Staat dadurch gezwungen ist, sich immer höher zu verschulden.

Die finanzpolitische Reaktion auf die staatlichen Verschuldungsprobleme war in den letzten Jahren allgemein eher auf die Verringerung der Ausgaben der öffentlichen Hand und weniger auf Steuererhöhungen gerichtet. Dadurch ist es mehreren europäischen Ländern und Japan gelungen, das Defizit des öffentlichen Sektors von dem ho-

hen Stand der frühen achtziger Jahre herunterzubringen (s. die Tabelle auf S. 37). In einigen Ländern hat auch der Wirtschaftsaufschwung selbst die Deckungslücken über höhere Steuereinnahmen und geringere konjunkturell schwankende Ausgaben, wie beispielsweise die Arbeitslosenunterstützung, verkleinert. In den USA ergeben sich einige Einsparungen bei den öffentlichen Ausgaben durch das Inkrafttreten des Gesetzes zur Beschränkung des Haushaltsdefizits und – bis April 1987 – aufgrund niedrigerer Nominalzinsen. Auch das Steueraufkommen nimmt tendenziell zu. Was die zukünftigen finanziellen Belastungen aus der Rentenversicherung anbelangt, so sind in Großbritannien Bestrebungen im Gange, die Leistungen aus der staatlichen, einkommensbezogenen Altersversorgung erheblich zu senken, während in Frankreich und Belgien ein Gesetz zur Förderung privater Pensionskassen verabschiedet wurde.

Anstieg der privaten Verschuldung – ein Anlaß zur Sorge? Wie aus der untenstehenden Grafik hervorgeht, ist die Verschuldung der Unternehmen und/oder der privaten Haushalte in den letzten Jahren in einer Reihe von großen Ländern in Relation zum Einkommen stark angestiegen. In den Vereinigten Staaten haben sich die Verbindlichkeiten beider Sektoren und in Großbritannien die der privaten Haushalte erhöht. In zahlreichen europäischen Ländern und in Japan sind die Unternehmen im Verhältnis zu ihrem Eigenkapital stark verschuldet. Hohe Verschuldung wird meistens dann zu einem Problem, wenn andere bilanzrelevante Einflüsse wie Erträge, Anlagevermögen oder Zinssätze ungünstigen Veränderungen beispielsweise während einer Rezession unterworfen sind. Das Verhältnis der Verbindlichkeiten zum Einkommen zeigt solche möglichen Probleme an, wie sich aus einer Gegenüberstellung verschlechterter Verschuldung/Einkommen-Relationen und Indizes der Insolvenzen, wie in der Grafik auf S. 84 geschehen, ersehen läßt. Ein Anstieg des Verhältnisses der

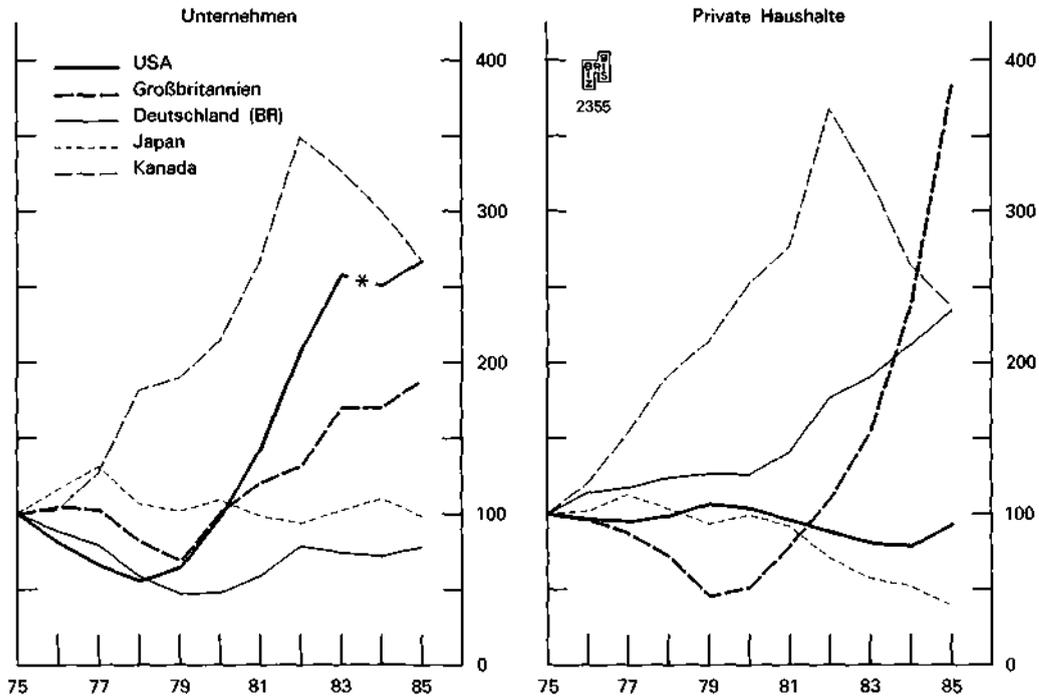
Relation Bruttoverbindlichkeiten / Bruttonsozialprodukt
nach Sektoren 1975–86



Quellen: Nationale Bilanzdaten.

Insolvenzen 1975–85

Indizes: 1975 = 100



* Bruch in der Reihe.

Anmerkung: Angaben und Definitionen der einzelnen Länder. Unternehmen: Zahl der Firmenzusammenbrüche; private Haushalte: für die USA nichtgewerbliche Bankrotte; für Großbritannien Vollstreckungen aus Hypotheken; für Deutschland Konkurs privater Haushalte; für Japan Aussetzung der Finanztransaktionen mit Banken; für Kanada nichtgewerbliche Konkurse (Konsumenten).

Gesamtverschuldung zum Einkommen mag natürlich mitunter das Insolvenzrisiko überzeichnen. Eine Verschuldung über Kreditkarten, insoweit diese als Zahlungsmittel mit monatlichem Kontenausgleich verwendet werden, muß nicht unbedingt eine drückende Schuldenlast darstellen. Dasselbe gilt für einen durch demographische Veränderungen verursachten Schuldenanstieg (der beispielsweise eintreten kann, wenn eine wachsende Zahl junger Menschen unter Inanspruchnahme eines Hypothekendarlehens Wohnungseigentum erwerben möchte). Der jüngste Wertanstieg der Vermögen könnte ein Gegengewicht zu diesen Risiken bilden, vorausgesetzt, der Wertanstieg bleibt bestehen. Zu bedenken ist freilich, daß sich die *Verteilung* der Aktivposten häufig von der der Verbindlichkeiten unterscheidet, weshalb man nicht ausschließen kann, daß sich die Bilanzrelationen allgemein verschlechtern haben.

Einer der Hauptgründe für die zunehmende private Verschuldung ist das Zusammenwirken grundlegender Wirtschaftsfaktoren – wie Inflation und das Steuersystem in den meisten Ländern – mit der Liberalisierung der Finanzmärkte, welche die Kreditrationierung durch nichtpreisliche Mechanismen abgeschwächt hat. Auch andere Finanzmarktentwicklungen wie die weite Verbreitung zinsvariabler Instrumente und das Wachstum der Sekundärmärkte könnten zum starken Anstieg der Verschuldung der privaten Haushalte beigetragen haben.

In den meisten Ländern ermutigt das *Steuersystem* zur Schuldenfinanzierung, indem es die steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinszahlungen zuläßt. In dieser Hinsicht,

die jüngste Steuerreform in den USA bildet die Ausnahme, hat sich das Steuerrecht in den letzten Jahren nicht geändert; das Steuersystem allein kann also die stärkere Zunahme der Verschuldung nicht erklären. Die Interaktion von Steuersystem und Inflation früherer Jahre kann allerdings den Anreiz, sich zu verschulden, verstärkt haben, denn in Zeiten hoher Inflation wird ein Steuerabzug für den Teil der Zinszahlung gewährt, der in Wirklichkeit eine Rückzahlung von Kapital darstellt. Unabhängig vom Steuerrecht dürfte wohl auch die *Inflation* in den siebziger Jahren als solche zur Kreditaufnahme ermutigt haben, zumal die Realzinsen nach Steuern niedrig und mitunter negativ waren. Entsprechend verbesserte die Inflation häufig auch das Verhältnis der Verbindlichkeiten zum Einkommen und förderte damit eine weitere Verschuldung des privaten Sektors. Obwohl die Teuerung inzwischen gesunken ist, kann es sein, daß sich das während der Inflationsperiode bei Kreditnehmern gebildete Verschuldungsverhalten verfestigt hat.

Das rasche Anwachsen der Verbindlichkeiten kann auch durch ergänzende Entwicklungen an den Finanzmärkten beeinflusst worden sein. Die bedeutendste war vielleicht der Rückgang der *Mengenrationierung von Kredit* im Finanzsektor oder, allgemeiner ausgedrückt, ein Anstieg des Kreditangebots an den Märkten. Eine direkte Ursache hierfür waren *regulative Änderungen*. So ermöglichte beispielsweise die in den USA Anfang der achtziger Jahre verfügte Aufhebung der für Einlagen bestehenden Zinsobergrenzen einen schärferen Wettbewerb um Finanzmittel, während in Großbritannien die im Jahr 1980 beschlossene Aufhebung der für das Wachstum der Bankbilanzen geltenden quantitativen Beschränkungen den Banken Zugang zu neuen, zuvor kartellierten Kreditmärkten verschaffte. In Frankreich und Schweden wurde 1986 die Plafondierung von Bankkrediten beseitigt.

Bestimmte Finanzinnovationen könnten ebenfalls die Kreditrationierung gelockert und die Ausweitung der Verschuldung ermöglicht haben. Die Entwicklung von Absicherungstechniken, wie sie beispielsweise *zinsvariable Instrumente* darstellen, hat für Finanzinstitute das Risiko einer Zinsinkongruenz zwischen den kurzfristigen Verbindlichkeiten und den langfristigen Forderungen vermindert. Variabel verzinsliche Instrumente stützen möglicherweise auch die Kreditnachfrage, da sie weniger Risiken für den Schuldner beinhalten, wenn die Zinsen mit nachlassender Inflation zurückgehen. Auf der anderen Seite wird der Cash flow eines sich zu variablen Zinsen verschuldenden Kreditnehmers bei steigenden Zinssätzen stärker beeinträchtigt als bei einem Kreditnehmer, der sich zu festen Zinsen verschuldet hat. Die *Sekundärmärkte* erlauben es den Geldinstituten mehr Kredite zu vergeben, als es aufgrund von Kapital und Reserven möglich wäre, wenn sie sowohl den Kredit einräumen als auch Gläubiger der Forderung sind, denn das Schuldverhältnis kann in verbriefter Form auf einen anderen Endgläubiger wie beispielsweise Versicherungsgesellschaften oder Pensionskassen übertragen werden. Die Sekundärmärkte erleichtern Finanzinstituten auch das Risikomanagement auf der Aktiv- und Passivseite ihrer Portefeuilles und können den Anreiz zur Überwachung verbriefter Kredite vermindern, wenn die Geldgeber ihr Risiko lediglich durch Diversifizierung verringern wollen. *Andere neue Techniken* (Swaps, „junk bonds“, Garantiezusagen Dritter) haben den Schuldnern Zugang zu neuen Märkten verschafft und könnten das Risikobewußtsein der Gläubiger vermindert haben. Überhaupt hat die weitere Entwicklung der Märkte den Kreditnehmern eine alternative Finanzierungsquelle erschlossen, die es ihnen ermöglichen könnte, einer Kreditrationierung der Banken auszuweichen.

Es wird weithin gesehen, daß Techniken, wie sie beispielsweise variabel verzinsliche Schuldtitel verkörpern, zwar das Risiko vom Kreditgeber zum Kreditnehmer verlagert haben, aber mit Gewißheit nicht jene Risiken vermindert haben, die mit dem Konjunkturzyklus, steigenden Zinsen und anderen makroökonomischen Entwicklungen verbunden sind. Einige Risiken kann man eben nicht streuen. Die Schuldner waren gleichwohl angesichts der in den letzten Jahren vorherrschenden günstigen Bedingungen wie sinkenden Zinsen bereit, weitere Verbindlichkeiten einzugehen. Die Gläubiger mögen sich einer Illusion hingeben, wenn sie eine Verminderung ihrer Risiken zu erkennen meinen, denn die Schuldner, die in einigen Fällen nur unzulänglich zu einem Risikomanagement befähigt sind, könnten sich außerstande sehen, bei ungünstigen Verhältnissen mit ihrer Schuldensituation fertigzuwerden.

Vorgänge der jüngsten Vergangenheit liefern – selbst in entwickelten Ländern – Beispiele für potentielle Risiken steigender Verschuldung. In Kanada beispielsweise führte die vornehmlich der Finanzierung von Unternehmensübernahmen und dem Erwerb von Grundvermögen dienende Ausweitung der privaten Verbindlichkeiten in den späten siebziger und frühen achtziger Jahren zu einer übermäßigen Ausweitung der Bilanzen. Die Folge war, daß in den frühen achtziger Jahren die Rezession in Kanada stärker als anderswo ausfiel und eine hohe Zahl von Insolvenzen bei Unternehmen wie Haushalten zu verzeichnen war.

Das Anwachsen der privaten Verschuldung kann die wirtschaftspolitisch Verantwortlichen vor ein Dilemma stellen, wenn sie über eine angemessene Reaktion entscheiden sollen. Als erstes müssen sie sich fragen, ob es sich beim Anstieg der privaten Verbindlichkeiten um ein potentielles mikroökonomisches Problem handelt, das Maßnahmen wie eine strengere Überwachung der von den Kreditinstituten eingegangenen Risiken und eine Veränderung der Steuerstruktur erfordert, oder ob sie es mit einem makroökonomischen Sachverhalt zu tun haben, der eine finanz- oder geldpolitische Adjustierung notwendig macht. Man hat festgestellt, daß eine allgemeine Verschlechterung der Bilanzrelationen in einem Ausmaß, das zu Insolvenzen führt, in der Regel eine Folge ungünstiger makroökonomischer Bedingungen ist. Die Frage nach der angemessenen politischen Reaktion läuft demnach darauf hinaus, inwieweit Insolvenzen die bereits ungünstige gesamtwirtschaftliche Lage weiter verschlimmern. Wie groß die wahrscheinlichen Rückwirkungen von Insolvenzrisiken auf das Finanzsystem und die reale Wirtschaft sind, ist im voraus schwer zu beurteilen und auch hinterher nur schwierig zu ermessen. Immerhin läßt sich die potentielle Bedeutung solcher Rückwirkungen anhand der im Energie- und Landwirtschaftssektor Nordamerikas bestehenden Probleme veranschaulichen. Diese Probleme begannen mit einer örtlich begrenzten Rezession, die mit dem Desinflationsprozeß und der Veränderung der relativen Preise von Gütern und Finanzvermögen zusammenhing, hatten aber bald ernste Auswirkungen auf die Solvenz der Banken, den Wohlstand in der Region und selbst auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität, besonders die Unternehmensinvestitionen.

Ein Aspekt des Problems, dem sich die staatlichen Instanzen einiger Länder gegenübersehen, besteht in dem Zusammentreffen steigender Verschuldung mit größeren Zinsschwankungen. Dieses Problem kann dann entstehen, wenn Kapitalgeber oder -nehmer es unterlassen, diese Volatilität bei der Absicherung ihrer Zinsänderungsrisiken und mit Blick auf die Angemessenheit ihrer Kapitalausstattung im Verhältnis zu ihren Verbindlichkeiten genügend zu berücksichtigen. Daraus läßt sich folgern, daß ein grundlegendes Problem im Sinne einer unzutreffenden Situationseinschätzung sei-

tens der Schuldner und Gläubiger bestehen mag, was den Spielraum der allgemeinen Wirtschaftspolitik weiter einengen kann.

Die Bedeutung des Steuersystems für den Anreiz, sich zu verschulden, ist bereits hervorgehoben worden. Eine Änderung der steuerlichen Behandlung von Verbindlichkeiten könnte deshalb eine bedeutende Rolle beim Zurückdrängen von Tendenzen zur Schuldenfinanzierung spielen. So hat die jüngste Steuerreform in den USA durch Maßnahmen wie die Herabsetzung der Körperschaftssteuersätze und die Beseitigung der Abzugsfähigkeit von Zinszahlungen auf Konsumentenkredite das Gewicht der Steueranreize weg von der Fremdfinanzierung und hin zur Selbstfinanzierung der Unternehmen mittels Aktien verlagert und fördert bei den privaten Haushalten die Hypothekenfinanzierung zu Lasten der Konsumentenverschuldung.

Neuste Entwicklungen bei der Liberalisierung der Finanzmärkte – Nutzen, Kosten und Regulative

Im vorangegangenen Abschnitt wurde dargelegt, daß ein Anstieg der Verbindlichkeiten des privaten Sektors bezogen auf das Einkommen manchmal mit der Liberalisierung der Kredit- und Kapitalmärkte in Verbindung gebracht werden kann. Steigende Verschuldung ist freilich nur eine Folge der Liberalisierung. In diesem Abschnitt wird ein Überblick über die jüngsten Liberalisierungstendenzen auf den Finanzmärkten gegeben und dem schließt sich eine generelle Bewertung einiger damit verbundener Vor- und Nachteile an. Das dient als Basis für eine Analyse der Frage, wie die Politik darauf reagieren sollte.

Neuste Entwicklungen auf den Finanzmärkten; Liberalisierung und Innovation. Die wesentlichen Vorgänge an den Finanzmärkten im abgelaufenen Jahr waren mit der Liberalisierung an den *Kapitalmärkten* verknüpft, namentlich mit dem „Big Bang“ in Großbritannien. Der unmittelbare Anlaß für diese Veränderung war die drohende Einleitung eines Rechtsverfahrens gegen die Wertpapierbörse im Rahmen der Antitrust-Gesetzgebung in Großbritannien. Das drohende Verfahren konnte nur dadurch abgewendet werden, daß man sich auf die Abschaffung der Mindestprovisionen einigte – eine Neuerung, die gleichzeitig die Aufhebung der Funktionstrennung zwischen Maklern (Brokers) und „Marktmachern“ (Jobbers) sowie der Beschränkung der Mitgliedschaft bedingte. Die eigentliche Ursache war hingegen die Aufhebung der Kapitalverkehrsbeschränkungen im Jahr 1979 mit der daraus resultierenden Öffnung des inländischen Kapitalmarkts für die internationale Konkurrenz sowie die vorangegangenen Deregulierungen am New Yorker Markt im Jahr 1975. Man hatte befürchtet, daß die Börse, wenn nichts unternommen würde, mit ausländischen Einrichtungen dieser Art nicht mehr konkurrieren könnte und das Wertpapiergeschäft ins Ausland abwandern würde.

Als Folge dieser Änderungen floß Kapital von britischen und ausländischen Banken in größerem Umfang in diesen Markt, dies im Zuge des Erwerbs von Broker- und Jobber-Firmen. Gleichzeitig wurde die Börse technisch modernisiert, einschließlich der Geschäftsabschluß- und Abrechnungssysteme, um die Doppelfunktion bewältigen zu können (Makler und Marktmacher), und der Kursübermittlungs- und Überwachungseinrichtungen zur Sicherung der Markteffizienz und des Anlegerschutzes. Zum „Big Bang“ gesellte sich ergänzend ein Zusammenschluß des inländischen und

des internationalen Wertpapiermarktes in London – ein Vorgang, der es London ermöglichen sollte, seine führende Position als internationaler Markt etwa für Eurobonds und europäische Dividendenwerte auszubauen. Mit der Einführung des neuen Systems wurde auch gleichzeitig die Aufsicht über die Kapitalmärkte reorganisiert, die auf Selbstverwaltungsorganisationen unter der Schirmherrschaft des Securities and Investment Board basiert, der die Geschäftsaktivitäten beaufsichtigen und die Risikoaspekte sämtlicher Investmentgeschäfte überprüfen wird. Beim Großhandelsmarkt liegt der Schwerpunkt der Reglementierung bei der vorsorglichen Überwachung von Risikoengagements. Am Privatkundenmarkt wird dem Anlegerschutz gleichermaßen Bedeutung zukommen. In allen Märkten wurde auf die Vermeidung von Interessenkonflikten innerhalb der einzelnen Finanzinstitute durch die Errichtung von „Chinese walls“, die die Verantwortungsbereiche klar abgrenzen, Wert gelegt.

Bisher hat sich „Big Bang“ in beträchtlich höheren Umsätzen sowohl bei britischen als auch europäischen Aktien, geringeren Margen und Transaktionskosten – besonders bei den großen Instituten, die häufig auf provisionsfreier Basis direkt mit „Marktmachern“ Geschäfte abschließen – und niedrigeren Erträgen für die Akteure im Wertpapiergeschäft niedergeschlagen. Es hat bereits ein Ausleseprozeß eingesetzt, und die Entwicklung ähnelt in vieler Hinsicht jener, die der Deregulierung des New Yorker Finanzmarkts gefolgt war.

In Frankreich und Kanada schlägt die Regierung ebenfalls einen Abbau der Reglementierungen am Kapitalmarkt vor, mit dem Ziel, die Kapitalisierung des Wertpapiergeschäfts durch Beteiligung ausländischer und inländischer Finanzinstitute zu erhöhen. Inländischen und ausländischen Instituten soll es in Kanada ab 1988 und in Frankreich ab 1990 gestattet sein, 100% des Kapitals einer inländischen Wertpapierfirma zu besitzen. In Frankreich soll 1992 das Monopol der Börsenmakler im Aktienhandel zu bestehen aufhören, es den Maklern jedoch gestattet sein, in andere Finanzmärkte zu diversifizieren und selbst zu Investmentbankern zu werden. Die französische Reform zielt darauf ab, die Makler besser in die Lage zu versetzen, große Aktienengagements einzugehen, und die Liquidität des Pariser Marktes auszuweiten; in Kanada hofft man, daß die höhere Kapitalisierung die Institute in die Lage versetzt, erfolgreich im Wettbewerb an den internationalen Märkten ebenso wie am Binnenmarkt bei Transaktionen wie beispielsweise den „bought deals“ (Erwerb einer gesamten Wertpapieremission durch eine Investmentbank, die dann die Titel bei Anlegern platziert) zu bestehen. Der Hauptauslöser dieser Veränderungen war die Gefährdung der heimischen Finanzmittlertätigkeit durch die ausländische Konkurrenz. Für Frankreich beispielsweise wurde geschätzt, daß 15% der Umsätze in französischen Aktien in London getätigt wurden. Die kanadischen Wertpapierbanken sahen sich durch den größeren Einsatz ausländischer Gelder seitens kanadischer nichtfinanzieller Unternehmen und dadurch, daß der inländische geregelte Markt vom freien Markt, an dem Ausländer sich bereits betätigen konnten, überholt zu werden drohte, an die Wand gedrückt. Diese Reformen verlagern das Schwergewicht bei der Marktregulierung weg von der Protektion des inländischen Besitzstandes und der Beibehaltung der Segregation im Finanzsystem hin zur Förderung des freien Wettbewerbs und erhöhter Markteffizienz.

Ähnliche regulative Veränderungen gab es auch in anderen Ländern. Eine Reform der Kapitalmärkte in Dänemark machte Banken und Versicherungsgesellschaften den Erwerb oder die Gründung von Maklerfirmen möglich. In Italien wird es Banken

künftig gestattet sein, das Merchantbanking betreibende Tochterinstitute zu gründen, was ähnlich wie in Großbritannien, Frankreich und Kanada auf eine Beseitigung der herkömmlichen Trennung zwischen Kreditgeschäft und Wertpapiergeschäft hinausläuft. In Deutschland wurde den Banken die Ausgabe handelbarer Einlagenzertifikate gestattet und eine Reihe von Maßnahmen zur Straffung der Organisation der acht regionalen Wertpapierbörsen getroffen. In Großbritannien kam es erstmals zur Emission von Commercial paper, wobei sich der Markt bisher allerdings langsam entwickelt. Auch in Frankreich und den Niederlanden kam es zum Aufbau von Märkten für Commercial paper; in Frankreich ersetzen zudem marktfähige Schatzwechsel allmählich den traditionellen nichtfungiblen Typ. Die Lockerung der Devisenbeschränkungen in Frankreich dürfte im übrigen zu einer höheren Auslandsverschuldung der Unternehmen führen.

In Japan wird die Mindeststückelung von Geldmarktzertifikaten (MMC) und Einlagenzertifikaten (CD) gesenkt und die Laufzeitenstaffelung für MMC verbreitert. Zudem begann die Regierung die Ausgabe von Schatzwechseln an den privaten Sektor als neues Geldmarktinstrument zu nutzen. Die für ungesicherte Anleiheemissionen geltenden Vorschriften werden gelockert. Den institutionellen Anlegern wurde erlaubt, einen größeren Teil ihrer Mittel im Ausland anzulegen – ein Schritt, der das Gewicht Japans an den Aktien- und Anleihemärkten weltweit noch erhöhen dürfte. Die vorgeschlagenen Marktneuerungen waren freilich nicht immer erfolgreich. So blieb der Markt für Bankakzepte in Japan nach der Deregulierung unterentwickelt, was teilweise auf die Einführung einer Stempelabgabe zurückzuführen war.

Die Finanzmärkte waren unabhängig von den Liberalisierungsanstrengungen der staatlichen Instanzen um die Entwicklung neuer Instrumente bemüht. Dies trifft namentlich auf die USA zu, wo die Verbriefung von Krediten und der Einsatz von Portefeuillesicherungstechniken durch institutionelle Anleger mit Hilfe von Terminkontrakten und Optionen im letzten Jahr einen starken Aufschwung genommen haben.

Die Emission von abgesicherten Wertpapieren war besonders bei den Banken in den Vereinigten Staaten sehr beliebt, um sich angesichts der Herabstufung ihrer eigenen (ungesicherten) Wertpapiere durch die Rating Agencies Geld zu niedrigeren Kosten zu beschaffen. „Securitisations“ kann auch als Reaktion auf die strengeren Eigenkapitalanforderungen der Aufsichtsbehörden angesehen werden. Die hohen Umsätze an den Wertpapiermärkten in den USA sind ebenfalls ein bedeutender Faktor. An den anderen nationalen Märkten war der Trend zur Kreditverbiefung aufgrund des Fehlens eines oder mehrerer dieser Faktoren und insbesondere wegen der geringeren Umsatztätigkeit auf den Wertpapiermärkten schwächer ausgeprägt. Auf den internationalen Märkten hingegen war der „Wertpapiertrend“ ebenfalls sehr ausgeprägt.

In den Vereinigten Staaten hat es im vergangenen Jahr einen starken Anstieg bei der Emission von „collateralised mortgage obligations“ (CMO) gegeben, bei denen es sich um private Schuldverschreibungen handelt, deren Zinserträge von einem Bündel hypothekarisch gesicherter Forderungen des Wertpapieremittenten stammen. Im Jahr 1986 belief sich die Begebung derartiger CMO-Papiere insgesamt auf \$ 48 Mrd. Auch die traditionellen bundesstaatlich garantierten Refinanzierungstitel der Hypothekenbanken (pass-through certificates) erreichten mit \$ 257 Mrd. ein außerordentlich hohes Emissionsvolumen. Eine bedeutende Neuerung in diesem Sektor war das FHLMC „multi-family participation certificate“, das das Risiko vorzeitiger Rückzahlung mindert. Man erwartet, daß die Steuerreform zu einer raschen Ausbreitung von „real

estate mortgage investment conduits“ (REMIC) beitragen wird, bei denen es sich ebenfalls um ein Wertpapier handelt, dessen Erträge aus einem Bündel hypothekarisch gesicherter Forderungen herrühren, wobei die Besteuerung nicht bei den Hypothekenforderungen, sondern beim Endanleger ansetzt. Andere für die privaten Haushalte bestimmte Finanzierungsformen wie Kreditkarten und Darlehen zur Finanzierung von Autokäufen wurden ebenfalls wertpapiermäßig unterlegt und an institutionelle Anleger veräußert. Ähnliche Techniken breiten sich auch in anderen Ländern aus, wenn auch weniger rasch. In Großbritannien wurde inzwischen das erste hypothekenunterlegte Wertpapier begeben, und auch in Japan (allerdings ohne den Vorteil des „pooling“ der Hypothekenforderungen) und in Frankreich wurden derartige Titel zunehmend abgesetzt. In Kanada werden gegenwärtig hypothekenunterlegte Wertpapiere eingeführt, die den Bonds der National Mortgage Association in den USA ähneln. In Dänemark und Deutschland gibt es schon seit langem eine hypothekarische Sicherung von Wertpapieren.

Die Entstehung von Techniken zur Absicherung von Portefeuilles und die Anfänge des „Programmhandels“ liegen bereits mehrere Jahre zurück, doch war im abgelaufenen Jahr ein besonders starker Aufschwung bei diesen Verfahren zu verzeichnen. Die Portfeuilleabsicherung basiert im wesentlichen auf dem Verkauf von Terminkontrakten oder Optionen auf einen Aktien- oder Anleiheindex, wodurch das Risiko einer aus Marktpreisveränderungen resultierenden Wertminderung des Wertpapierportefeuilles begrenzt werden kann. Der Begriff „Programmhandel“, der ursprünglich den Erwerb oder Verkauf ganzer Bündel von Wertpapieren bezeichnete, wird vor allem für Arbitragegeschäfte bei Aktien und Aktienindex-Terminkontrakten verwendet, wobei Gewinne durch beständige Umstellung auf eine der beiden Anlageformen erzielt werden, wann immer die Preisdifferenz die Transaktionskosten übersteigt. Diese Techniken beinhalten den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder Terminkontrakten auf der Basis von Marktpreisveränderungen; gegen sie wurde eingewandt, daß sie die Marktvolatilität erhöhen. Den daran beteiligten Finanzinstituten bringen diese Techniken Vorteile im Sinne besserer Durchschnittsrenditen, was durch die niedrigen Transaktionskosten und die Tiefe der Futures- und Optionsmärkte in den USA bedingt ist. Da es andernorts an einer oder an beiden dieser Voraussetzungen fehlt, haben sich dort diese Techniken nicht in gleichem Maße entwickelt, wenngleich die Akteure an den Märkten in Großbritannien, Frankreich, Kanada und Japan bald ebenfalls von ihnen mehr Gebrauch zu machen in der Lage sein könnten.

Im abgelaufenen Jahr gab es auch im *traditionellen Bankgeschäft* wichtige Liberalisierungsmaßnahmen. In Frankreich wurden die für Bankkredite geltenden Beschränkungen als Teil des wirtschaftspolitischen Instrumentariums aufgehoben – ein Schritt, welcher der Erschließung alternativer Finanzierungsquellen für die Unternehmen wie der Anleihefinanzierung und der Mittelbeschaffung durch Ausgabe von Commercial paper Rechnung trägt. Der Anteil der zinssubventionierten Kredite wurde verringert, hingegen bleiben für viele Einlagearten die Zinskontrollen bestehen. In Japan können jetzt alle Banken ihre Wertpapierportefeuilles durch die Hereinnahme ausländischer Papiere diversifizieren, und der Postsparkasse ist es gestattet, in begrenztem Umfang inländische und ausländische Wertpapiere zu halten. Letztere Maßnahme beseitigt zusammen mit der oben erwähnten Liberalisierung des Marktes für MMC und CD einige Hindernisse auf dem Weg zur Aufhebung der noch verbliebenen japanischen Kontrollen bei den Einlagezinsen, was die Margen im Bankkreditgeschäft verengen könnte. In Großbritannien durften die Bausparkassen erstmals ungesi-

cherte Kredite vergeben – ein Schritt, der mit der starken Konkurrenz der Banken am Hypothekarmarkt zusammenhängt. Wie bereits erwähnt, können die Banken in Großbritannien dank „Big Bang“ Brokerfirmen und Wertpapierhäuser mit Marktmaacherfunktion erwerben, was sie in die Lage versetzt, die gesamte Dienstleistungspalette einer typischen Universalbank anzubieten.

Selbst in den USA und in Japan, wo gesetzlich das Kreditgeschäft vom Investmentbanking getrennt ist, sind Kreditbanken und Wertpapierfirmen in letzter Zeit in den jeweils anderen Geschäftsbereich eingedrungen. Ausländischen Banken wurde es gestattet, in den USA und in Japan im Wertpapiergeschäft tätige Tochterinstitute zu gründen oder zu erwerben, und US- und japanische Banken besitzen nunmehr auch eigene Wertpapierbankniederlassungen in dem jeweils anderen Land. Die Investmentbanken beider Länder bieten bereits seit Jahren geldmarkt- oder anleihemarktbezogene Instrumente an, die in vieler Hinsicht die Eigenschaften von Bankeinlagen aufweisen. In den Vereinigten Staaten wurde es einigen Banken gestattet, in beschränktem Umfang Wertpapiere zu übernehmen. In Japan sah sich die Regierung genötigt, den Sekundärmarkt für öffentliche Schuldverschreibungen zu erweitern, um das Rollover fälliger Schuldtitel bewältigen zu können, und erlaubte deshalb den Banken im Jahr 1984 den Handel am Sekundärmarkt mit Staatsanleihen der Laufzeit bis zu zwei Jahren. Den Wertpapierhäusern in Japan wurde es gestattet, in bestimmte Bereiche des Kreditgeschäfts zu diversifizieren: Beispielsweise dürfen sie seit 1983 Privatkredite gegen Sicherheiten in Gestalt der Hinterlegung von Regierungsanleihen vergeben und in beschränktem Umfang Geldmarktgeschäfte betreiben, und 1984 wurde es ihnen erlaubt, Verkäufe ausländischer Commercial paper und Einlagenzertifikate am inländischen Markt zu tätigen.

Nichtfinanzielle Unternehmen in den USA haben über „Nichtbank-Banken“ auf Umwegen Bankniederlassungen gegründet, die das Kredit- oder Einlagengeschäft betreiben. (Im amerikanischen Senat ist ein Gesetzentwurf anhängig, der die weitere Gründung solcher Institute vorerst unterbinden soll.) Einige Unternehmen besitzen auch Investmentbanken. In Italien wurden nichtfinanzielle Unternehmen unter Auflagen ermächtigt, sich an Banken zu beteiligen. In Kanada dürfen nichtfinanzielle Unternehmen derzeit Eigentümer des Kapitals von Trusts, Kreditbanken und Versicherungsgesellschaften sein, wenn auch neue Vorschriften große Gesellschaften verpflichten, ihre Anteile bis 1991 auf 65% zu verringern.

Liberalisierung der Finanzmärkte: Nutzen und Kosten. Die in den vergangenen Jahren im Finanzsektor zu beobachtenden Liberalisierungstendenzen, deren letztjährige Entwicklung oben erörtert wurde, sind mit vielfältigen potentiellen Nutzen und Kosten verbunden. Sowohl der Nutzen als auch die Kosten sind nur schwer mit einiger Genauigkeit zu quantifizieren. Dagegen treten qualitativ die erhofften Vorteile klar zutage, wohingegen die Kosten eher ungewiß sind. Im folgenden werden Kosten und Nutzen analysiert. Da die Kosten der Liberalisierung im Finanzsektor mehr auf Mutmaßungen und Wahrscheinlichkeitsüberlegungen beruhen als der erkennbare Nutzen, wird ihnen ein größerer Teil der Analyse gewidmet. Der jedem Aspekt jeweils eingeräumte Raum sagt jedoch nicht unbedingt etwas über dessen relative Bedeutung aus.

Der Hauptnutzen der neusten Entwicklungen am Kapitalmarkt besteht in einer gesteigerten Markteffizienz. Der schärfere Wettbewerb hat den Schuldner geringere Finanzierungskosten und den Geldgebern eine höhere Verzinsung gebracht, da sich die Margen der Intermediation verengt haben – Tendenzen, die zu einer effizienteren

Allokation des verfügbaren Kapitals führen sollten. Die Liberalisierung hat auch für die Teilnehmer an den übrigen (nichtfinanziellen) Märkten die Transaktionskosten gesenkt und überdies für viele Schuldner die langfristige Finanzierung leichter und attraktiver gemacht. Wo Banken eine Teilnahme am Kapitalmarkt gestattet ist, können diese ihre Ertragsbasis diversifizieren und ihre Ertragsaussichten stabilisieren. Soweit die Liberalisierung gut entwickelte Märkte mit kapitalstarken „Marktmachern“ und eine homogene Preisgestaltung geschaffen hat, können diese dem Anleger eine höhere Liquidität bieten. Liquidität und ein vielfältiges Angebot an marktgängigen Papieren erleichtern es, die Bestände an Forderungen oder Verbindlichkeiten den spezifischen Finanzierungsbedürfnissen anzupassen. Neue Finanzinstrumente ermöglichen das Abtrennen, Absichern und Streuen der verschiedenen Arten von Risiken, die auf jene übertragen werden können, die am besten befähigt sind, sich ihnen auszusetzen. Für den Staat sind liberalisierte Kapitalmärkte eine verlässliche und kostengünstige Quelle der Mittelbeschaffung auf dem Anleiheweg und erleichtern ihm die weit verbreitete Praxis der Privatisierung von Staatsunternehmen. Ein wettbewerbsfähiger inländischer Wertpapiermarkt kann zu höherer Beschäftigung und steigendem Steueraufkommen beitragen. Manche Beobachter schließlich würden noch hinzufügen, daß die Liberalisierung die Allokation der vorhandenen Ressourcen effizienter macht, indem sie ein ineffizientes Management stärker mit der Sanktion der Unternehmensübernahme bedroht.

Die Vorteile der Deregulierung des Bankkreditmarktes waren, wie am Kapitalmarkt, eine kostengünstigere Finanzierung für Kreditnehmer und höhere Erträge für die Sparer als Folge gedrückter Margen. Eine solche Entwicklung ging häufig mit Neuzugängen im relevanten Marktsektor einher, wobei es sich um inländische Institute oder Auslandsbanken handeln konnte. Solche Neuzugänge haben im Zusammenwirken mit der Liberalisierung des Forderungsportefeuilles und der Mittelbeschaffung der Banken tendenziell auch die Mengenerationierung von Krediten verringert. Dies mag, wie bereits erwähnt, in einigen Ländern einer der Hauptgründe für die starke Ausweitung der Ausleihungen an den privaten Sektor in den letzten Jahren gewesen sein. Die Liberalisierung der Aktivseite der Bankbilanzen wird wohl erneut eine größere Verbreiterung der Ertragsbasis möglich machen und damit die Gewinne stabilisieren.

Es ist oft auch die Auffassung vertreten worden, daß mit der Liberalisierung des Kapitalmarkts und des Kreditgeschäfts der Banken effektive und potentielle *Kosten* verbunden sind. Viele der neuen Beispiele finanzieller Liberalisierung, neuer finanzieller Techniken und Fazilitäten sind noch nicht eingehend über Konjunktur- und Zinszyklen hinweg getestet worden, so daß die potentiellen Kosten noch schwer zu ermesen sind. Diese Bedenken wurden am lautesten in den USA und Großbritannien geäußert. Einige der Sorgen werden jedoch auch von den Aufsichtsbehörden in Japan und Kontinentaleuropa geteilt.

An den Kapitalmärkten haben, wie manche meinen, Techniken wie der Programmhandel und Portefeuilleabsicherungsaktivitäten die Marktpreisvolatilität erhöht. In der Vergangenheit scheint dies auf den US-Aktienmärkten an den Tagen der Fall gewesen zu sein, an denen Terminkontrakte erneuert werden (sog. „witching hour“). Es besteht jedoch die Hoffnung, daß dieses Problem durch Verschiebungen bei den Erneuerungsterminen gelöst wird. Ganz allgemein bleibt noch nachzuweisen, daß diese Verfahren meßbare Auswirkungen auf den längerfristigen Trend der Wert-

papierkurse haben. Möglicherweise ist die Zeit, die der Markt benötigt, um auf Neuigkeiten zu reagieren, jetzt kürzer geworden. Eine mehr generelle Sorge besteht hinsichtlich der Verwendung von Futures und Optionen – wie bei zinsvariablen Schuldverschreibungen – insofern, als diese zwar die Risiken verteilen, aber keine Absicherung für das Finanzsystem als Ganzes bieten können. Wenn die Marktakteure diese Gefahr aus dem Auge verlieren, dann könnten sie versucht sein, untragbare Risiken einzugehen.

Die Liberalisierung der Kapitalmärkte kann negative Auswirkungen auf das Bankensystem haben, und zwar, was die Passivseite betrifft, dadurch, daß das traditionelle Mittelaufkommen der Banken an diesen vorbeiläuft, und, was die Aktivseite betrifft, infolge der Verbriefung der Kreditbeziehungen und der zunehmenden Hinwendung erstklassiger Schuldner zu den Kapitalmärkten zur Deckung ihres Finanzierungsbedarfs. Auch für die Anleger können verbrieftete Schuldverhältnisse und andere neue Finanzinstrumente Risiken beinhalten. Der Markt für derartige Finanzierungsformen kann sich als relativ eng erweisen, z.B. weil nur wenige Papiere emittiert wurden, weil sie nur relativ entfernte Substitute für herkömmlichere Instrumente sind, oder weil der Markt von einigen wenigen, diese Titel lancierenden Investmentbanken als Marktmacher abhängig ist. In solchen Fällen kann sich die Liquidität eines Anlageinstruments als eine nur scheinbare herausstellen, da der Markt aufgrund des Versagens der Investmentbank oder wegen des Wunsches einiger Anleger, sich von diesen Papieren zu trennen, funktionsunfähig werden kann. Auf solchen Vorkommnissen mag der Zusammenbruch des Marktes für zinsvariable „ewige“ Notes im Jahr 1986 beruht haben.

Es ist geäußert worden, daß die von der Liberalisierung ausgehenden negativen Einflüsse auf die Stabilität der Kapitalmärkte noch weiter reichen können, besonders dann, wenn die Marktinstitutionen relativ neu und unerfahren, die Kosten hoch, die Mittelaufkommen niedrig sind und ein scharfer Wettbewerb um Marktanteile die Erträge schmälert. Das sogenannte systemimmanente Risiko an den Kapitalmärkten ergibt sich aus der allgemeinen Wahrnehmung des Wertpapierpreis- und Kreditrisikos, namentlich im Zusammenhang mit der Emissionsübernahme- und Marktmacherfunktion am Kapitalmarkt. So könnte beispielsweise der Ausfall eines wichtigen „Marktmachers“ schwerwiegende Folgen nach sich ziehen, und zwar nicht nur auf dem Markt, auf dem der Ausfall stattfindet, sondern auch „durch Ansteckung“ auf anderen Märkten, an denen der „Marktmacher“ aktiv ist, bei Tochterinstituten, sonstigen Unternehmen oder verbundenen Instituten. Ähnliche Sorgen um die systemimmanente Stabilität wurden im Zusammenhang mit den jüngst entwickelten elektronischen Interbankzahlungsverkehrssystemen geäußert. Es wird befürchtet, daß der Ausfall eines Teilnehmers oder selbst der elektronischen Anlage zu ernststen Störungen führen könnte.

Die Bildung von Konglomeraten kann neben einer Erhöhung systemimmanenter Risiken auch Nachteile für das Eigenkapital und die Effizienz bringen. Soweit die Liberalisierung der Kapitalmärkte so herkömmliche Unterscheidungen wie die zwischen Kredit- und Wertpapiergeschäft und Makler- und Marktmacherfunktion aufgehoben hat, können Interessenkonflikte entstehen. Zahlreiche Institute haben das System der „Chinese walls“ sowie „compliance officers“ eingeführt, um Mißbräuche so gering wie möglich zu halten.

Die Liberalisierungsanstrengungen im Finanzsektor haben möglicherweise sogar schädliche Auswirkungen auf die Realwirtschaft gehabt. Einige Beobachter

behaupten, daß sich dadurch der Horizont der Investitionsplanung der Industrieunternehmen verkürzt habe, weil Unternehmensübernahmen leichter geworden sind und das Verhältnis von Firmenkundschaft und kreditgebender Bank nicht mehr so eng ist. Die größere Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln ist ein Schlüsselfaktor der jüngsten Fusionswelle, wobei wie gesagt die Liberalisierung der Kapitalmärkte diese Mittelbeschaffung erleichtert haben könnte. Unternehmensübernahmen können in einem liquideren Aktienmarkt ebenfalls leichter durchführbar sein. Aber auch der Institutionalisierung der Kapitalmärkte mag hier Bedeutung zukommen. Eine kleine Gruppe großer institutioneller Anleger, die selbst unter Druck stehen, hohe Renditen zu erwirtschaften, ist womöglich leichter von der Notwendigkeit einer Fusion zu überzeugen als eine große Zahl kleiner Kapitalanleger. Was das Verschuldungsproblem anbelangt, so ist ein entscheidender Faktor, daß die finanzielle Abhängigkeit der Unternehmen von Hausbanken abgenommen und die gegenüber Konsortien und Kapitalmärkten zugenommen hat. Die Hausbanken sind häufig bereit, die Aussichten eines Unternehmens längerfristig zu betrachten, was weniger wahrscheinlich ist, wenn ein Unternehmen Finanzierungsverbindungen zu einem Konsortium unterhält oder sich Kapital am Wertpapiermarkt beschafft.

Das Verfließen der Grenzen zwischen dem Bankkreditgeschäft und den Aktivitäten auf dem Kapitalmarkt ist durch die vorangegangene Erörterung über die möglichen Kosten der Kapitalmarktliberalisierung, bei der viele Punkte die Banken betrafen, deutlich geworden. Es wurden aber auch Nachteile identifiziert, die mit jüngsten Veränderungen im traditionellen Kreditgeschäft der Banken zusammenhängen. Diese Kosten können in der Phase des Übergangs von einem geschützten zu einem in höchstem Maße wettbewerbsintensiven Bankensystem mit der damit verbundenen Verengung der Margen besonders hoch sein.

Viele Banken besitzen Portefeuilles mit einem hohen Anteil notleidender internationaler oder inländischer Kredite als Folge der Schuldenkrise oder einer zu starken Konzentration der Ausleihungen auf bestimmte Regionen oder den Primärenergiesektor. Obwohl inzwischen in erheblichem Umfang Rückstellungen gebildet worden sind, könnte die durch die Liberalisierung bedingte allgemeine Verengung der Margen die Anfälligkeit der betroffenen Banken erhöhen, dies um so mehr, als einige ihrer besten Kunden an den Kapitalmarkt verlorengingen.

Anpassungen bei der Marktreglementierung. Es wird allgemein erkannt, daß die potentiellen und tatsächlichen Kosten der Finanzmarktliberalisierung und die zunehmende internationale Verflechtung der Finanzmärkte eine Überprüfung der Reglementierung dieser Märkte dringlich erscheinen lassen, wobei sowohl solche Bereiche, in denen die Reglementierung verschärft oder ausgeweitet werden sollte, als auch jene zu berücksichtigen sind, in denen weitere Deregulierungen angezeigt sind. Der Weg, den viele Länder auf dem Gebiet der Marktregulierung einzuschlagen gedenken, geht generell in Richtung auf „mehr Überwachung, verstärkte internationale Koordinierung der Überwachung und eine Überprüfung der Zweckmäßigkeit bestehender Regulative“.

Beispielsweise könnte das Problem des systemimmanenten Risikos an den *Kapitalmärkten* eine strengere Überwachung der Kapitalbasis und der Liquidität der „Marktmacher“ erfordern, unabhängig davon, ob die Marktmacherfunktion einen Teilbereich in einem Bankenkonglomerat darstellt oder nicht, wohingegen die wach-

sende Bedeutung von Konglomeraten eine verstärkte Koordinierung zwischen den Aufsichtsbehörden für das Kreditwesen und den mit der Überwachung der Finanzmärkte betrauten Einrichtungen notwendig erscheinen läßt. Im internationalen Bereich dürfte der 24-Stunden-Handel zu verschiedenen Tageszeiten die Übertragung von Risiken auf andere Finanzplätze mit laxeren bankenaufsichtsrechtlichen Anforderungen erleichtern. Auch hier erscheint eine internationale Zusammenarbeit und Abstimmung der Aufsicht über den Finanzsektor angezeigt. In den meisten Ländern fällt jedoch die Aufsicht über den Wertpapiermarkt nicht in die Zuständigkeit der Zentralbank, und die bestehenden Überwachungseinrichtungen sind in der Regel eher mit dem Anlegerschutz und weniger mit systemimmanenten Problemen befaßt. Eine internationale Übereinkunft auf dem Gebiet der Überwachung der Wertpapiermärkte ist also eher noch ein Fernziel.

Größere Fortschritte wurden bei der internationalen Koordinierung der *Bankenaufsicht* erzielt. Anfang 1987 stellten Großbritannien und die USA gemeinsam erarbeitete Vorschläge zur Messung der adäquaten Kapitalausstattung von amerikanischen und britischen Banken auf einheitlicher Basis zur Diskussion. Beabsichtigt ist auch, von US- und britischen Banken die Einhaltung eines angemessenen Eigenkapitalstandards zu verlangen, der über einer gemeinsamen Mindestquote liegt. Das vorgeschlagene Meßsystem gewichtet die verschiedenen Kategorien bilanzieller und außerbilanzieller Aktiva entsprechend dem jeweiligen Risiko. In den Vereinigten Staaten, wo die Banken zuvor ihre gesamten Bilanzaktiva in bestimmten Relationen zum Eigenkapital zu halten hatten, sollen mit den neuen Maßnahmen einige der unbeabsichtigten Nebeneffekte der früheren Eigenkapitalanforderungen vermieden werden, welche die Banken tendenziell veranlaßten, ihre risikoarmen, liquiden Aktiva abzubauen und ihre Engagements „außerhalb der Bilanz“ auszuweiten. Allgemeiner betrachtet liegt die Bedeutung dieser bilateralen Übereinkunft darin, daß sich in ihr die Bemühungen der Aufsichtsbehörden konkretisieren, angesichts der zunehmenden wechselseitigen Durchdringung der nationalen Kreditmärkte eine Angleichung der nationalen aufsichtsrechtlichen Standards zu erreichen.

Die Bankenaufsicht ist natürlich nicht der einzige Bereich der Bankenregulierung, in dem es womöglich als Reaktion auf die Finanzmarktentwicklungen Änderungen geben muß. In den USA schlossen andere regulative Änderungen eine Lockerung der Bestimmungen ein, die die Geschäftstätigkeit einer Bank auf einen US-Staat beschränken, um gesunden Finanzinstituten die Möglichkeit zu geben, in Schwierigkeiten befindliche Institute aufzukaufen. Darüber hinaus wird die Zuteilung neu erschlossener Kapitalressourcen und eine höhere Versicherungsprämie für die Federal Savings and Loan Insurance Corporation vorgeschlagen. Die hohen Verluste dieser Institution, deren Aufgabe die Einlagensicherung im Sparkassensektor ist, sind bezeichnend für die Schwierigkeiten dieses Sektors.

Was schließlich das Verfließen der Grenzen zwischen Kreditgeschäft und Investmentbanking angeht, so stellen sich den regulierenden staatlichen Instanzen in den Vereinigten Staaten und Japan, die zuvor eine klare institutionelle Trennung aufrechterhielten, ernste Probleme. Insbesondere kann sich daraus eine Verschärfung der durch die Stichworte Ansteckungsgefahr, systemimmanentes Risiko und Interessenkonflikt gekennzeichneten Probleme ergeben. In dem Ausmaß, in dem die Banken sich mit Wertpapiergeschäften befassen, werden die staatlichen Instanzen womöglich ein Sicherheitsnetz für die Wertpapiermarktteilnehmer bereitstellen müssen. Darüber hinaus macht

die Teilnahme von Handelsunternehmen am Bankgeschäft ebenfalls eine Beaufsichtigung notwendig und ist Anlaß für ähnliche auf ein implizites „Sicherheitsnetz“ zielende Erwägungen mit möglicherweise großer Tragweite für die zukünftigen Kreditvergabeentscheidungen der Banken.

Auf der anderen Seite wird die traditionelle Trennung zwischen Kreditgeschäft und Wertpapiergeschäft vielfach als unbefriedigend befunden. Die das Kreditgeschäft betreibenden Banken sind häufig strengeren Eigenkapitalanforderungen unterworfen als Investmentbanken, was es schwierig macht, in Bereichen mit sich überschneidenden Funktionen zu konkurrieren. Es handelt sich hierbei um ein sich verschärfendes Problem angesichts der zunehmenden Bedeutung der Provisionserträge für die Bankgewinne, der zunehmenden Tendenz zur Verbriefung von Schuldverhältnissen, der rückläufigen Nachfrage nach Bankdarlehen und der Qualitätsverschlechterung bei zahlreichen ausstehenden Krediten. Die Trennung erschwert auch die Diversifizierung der Ertragsquellen für die Banken. Die Reaktion auf diesen Fragenkomplex fällt in den USA und in Japan unterschiedlich aus.

In Japan bemühen sich die Kreditbanken um eine Beseitigung der für das ausländische Wertpapiergeschäft noch verbliebenen Beschränkungen, um Zulassung ihrer ausländischen Tochterinstitute zum Wertpapierhandel in Japan und um die Erlaubnis, inländische Unternehmensschuldverschreibungen übernehmen zu können. Wertpapierbanken bemühen sich darum, Cash-management-Dienste anbieten und die Vermögensverwaltung für Pensionskassen übernehmen zu können. Gegenwärtig ist das Finanzministerium noch gegen pauschale Veränderungen im Trennbankensystem.

Die Banken in den USA fordern mehr Spielraum im Übernahmengeschäft mit Commercial paper, hypothekenunterlegten Wertpapieren und Kommunalobligationen. Zwar sind die Behörden noch nicht bereit, all diesen Forderungen nachzukommen, doch nehmen sie gegenwärtig eine verhältnismäßig flexible Haltung gegenüber der durch das Glass-Steagall-Gesetz festgeschriebenen Trennung zwischen Kreditgeschäft und Investmentbanking ein, wie beispielsweise die jüngste Entscheidung verdeutlicht, durch die einigen Kreditbanken die Übernahme von Wertpapieren in gewissem Umfang gestattet wurde. Sie widersetzen sich jedoch energisch dem Eindringen nichtfinanzieller Unternehmen in den Finanzsektor. Eine Reihe sehr viel weitergehender Vorschläge in den Vereinigten Staaten zielt vor allem auf Beseitigung der gesetzlichen Schranken zwischen Finanzinstituten, so daß es den einzelnen Unternehmen überlassen bleibt, ihr Betätigungsfeld frei zu wählen. Hierfür würde es einer Änderung des Überwachungssystems im Sinne eines Abstellens auf die Marktfunktionen bedürfen. Das Hintertürchen der Gründung von „Nichtbank-Banken“ würde hingegen geschlossen. Allgemein besteht die Auffassung, daß eine solche neue Ordnung den Wettbewerb fördern und gleichzeitig die Vorteile der bankenaufsichtlichen Kontrolle über das System bewahren würde.

V. INTERNATIONALE FINANZMÄRKTE

Schwerpunkte

Die Geschäftstätigkeit auf den internationalen Finanzmärkten schwang sich 1986 auf neue Rekordhöhen. Die Auslandsaktiva der Banken expandierten – zu jeweiligen Wechselkursen gerechnet – um mehr als \$ 650 Mrd., der bei weitem größte Zuwachs, der jemals innerhalb eines Jahres verzeichnet wurde. Das Volumen neubegebener internationaler Anleihen stieg auf \$ 220 Mrd. und übertraf damit das Niveau von vor drei Jahren um das Zweifache. Diese Zahlen sind jedoch durch umfangreiche Umfinanzierungen, weitgehende Überschneidungen zwischen den Kredit- und Wertpapiermärkten, zahlreiche Doppelzählungen aufgrund des kräftigen Wachstums der Zwischenbankgeschäfte und durch Bewertungseffekte aufgrund des Dollarverfalls beträchtlich aufgebläht. Selbst um diese Einflüsse bereinigt dürfte der Nettobetrag des im letzten Jahr durch die internationalen Märkte vermittelten Finanzierungsvolumens schätzungsweise \$ 240 Mrd. betragen haben, noch immer der größte jemals erreichte Betrag.

Zu den Einflüssen, die diesen kräftigen Aufschwung der internationalen Finanzierungstätigkeit in einer Zeit sich abschwächenden wirtschaftlichen Wachstums in den Industrieländern erklären helfen, gehören: die zunehmenden Leistungsbilanzungleichgewichte zwischen den Industrieländern; der abwärtsgerichtete Trend der Zinssätze sowie das kräftige Geldmengenwachstum und die reichlich liquiden nationalen Märkte; der fortwirkende Einfluß früherer Deregulierungsmaßnahmen; und schließlich der anhaltende Trend zur Globalisierung der nationalen Finanzmärkte mit einem wachsenden Anteil nationaler Kreditströme, die über internationale Kanäle geleitet werden.

Ein weiterer wichtiger Faktor war die rasch zunehmende Bedeutung japanischer Banken, die das beispiellos kräftige Wachstum des Interbankgeschäfts maßgeblich beeinflusst haben. Ferner fügte die Eröffnung des japanischen Offshore-Marktes im Dezember 1986 der internationalen Finanzszenen eine neue Komponente hinzu.

Der Palette innovativer Finanzierungsinstrumente wurde im letzten Jahr wenig Neues hinzugefügt, doch übten frühere Innovationen einen wesentlichen Einfluß auf die Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten aus. Die Tendenz zur Kreditverbriefung verstärkte sich weiter, und die Verwendung von Swaptechniken und von Finanzterminkontrakten und Optionen breitete sich weiter rasch aus. Insbesondere die Swaptechnik war ein wichtiger Bestimmungsfaktor bei der Emission langfristiger Wertpapiere und band die nationalen und internationalen Märkte noch enger zusammen.

Eines der auffälligsten Merkmale des internationalen Finanzmarktgeschehens des letzten Jahres war die starke Konzentration des Neugeschäfts auf die Industrieländer selbst, während weiten Kreisen der Entwicklungsländer der Zugang zu den internationalen Märkten wegen ihrer beeinträchtigten Kreditwürdigkeit weiterhin versperrt blieb.

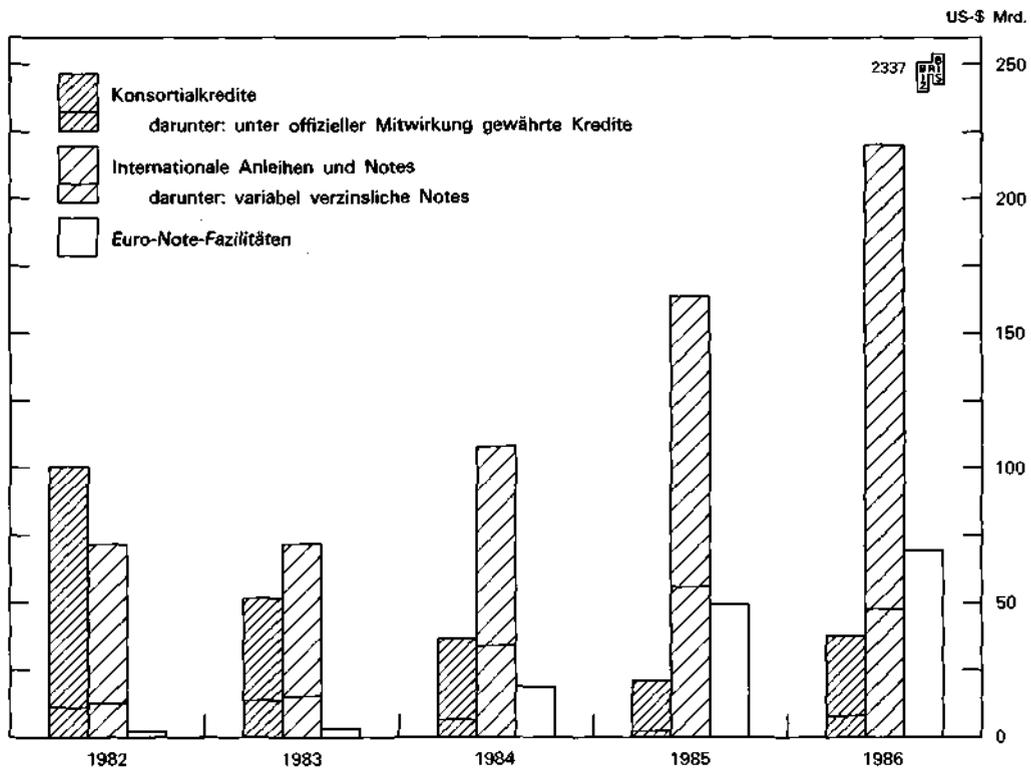
Die internationale Schuldenlage verbesserte sich 1986 nicht. In den hochverschuldeten Ländern verschlechterte sich wegen scharfer Rückgänge bei den Exportpreisen und einer in manchen Ländern verfehlten Wirtschaftspolitik das Verhältnis der

Schulden zu den Exporten beträchtlich. Darüber hinaus waren auf seiten einiger Gläubigerbanken und einiger Schuldnerländer zunehmende Ermüdungserscheinungen erkennbar. Doch der kürzlich erfolgte Abschluß umfassender Kredit- und wirtschaftspolitischer Abkommen mit drei der größten Schuldnerländer, Mexiko, Argentinien und den Philippinen, sollte beispielhaft wirken und zeigen, daß der Fall-zu-Fall-Ansatz grundsätzlich richtig und ausbaufähig ist.

Das Gesamtbild

Während sich das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern im letzten Jahr abschwächte, hielt die stürmische Expansion der Geschäftstätigkeit auf den internationalen Finanzmärkten an. Am kurzen Ende des Fristenspektrums verzeichnete der internationale Interbankenmarkt das größte jemals erzielte Wachstum. Auch die Bedeutung des internationalen Bankensektors als Einlagenehmer und Kreditgeber für Nichtbanken erhöhte sich stark; selbst der Markt für Konsortialkredite belebte sich wieder, nachdem er in den Jahren zuvor beträchtlich geschrumpft war. Das Volumen neu vereinbarter Fazilitäten zur Begebung verschiedener Arten kurzfristiger – und neuerdings auch mittelfristiger – Papiere verzeichnete einen weiteren kräftigen Zuwachs; am langen Ende des Fristenspektrums stieg die Emissionsaktivität auf den internationalen Wertpapiermärkten auf neue Höhen.

Trends auf den internationalen Finanzmärkten 1982–86*



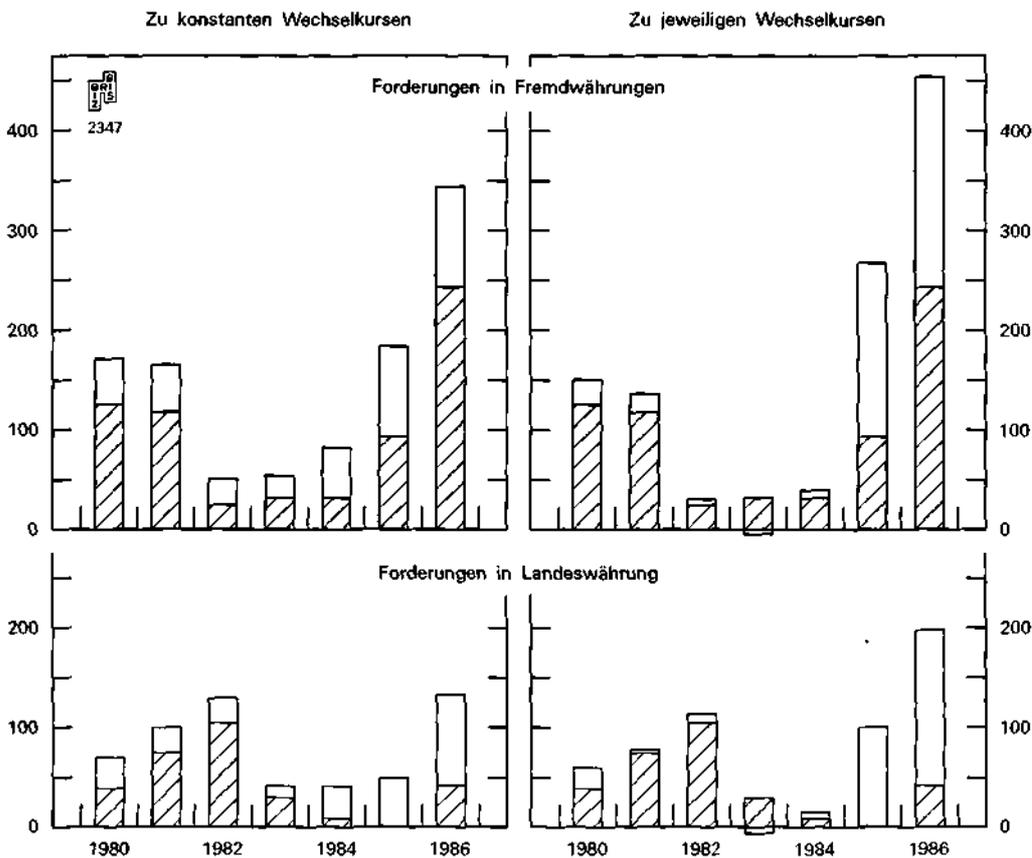
* Die Daten basieren auf Angaben der Bank von England und wurden dem Bekanntgabedatum entsprechend registriert.

Mehrere Faktoren können dazu beitragen, den Kontrast zwischen Wachstumsverlangsamung im realen Sektor und Hochkonjunktur auf den internationalen Finanzmärkten zu erklären. Einer der wichtigsten Gründe war sicherlich die Ausweitung der internationalen Zahlungsbilanzungleichgewichte und die Rolle der internationalen Kredit- und Wertpapiermärkte bei der Vermittlung eines Teils der Gelder zu ihrer Finanzierung. Das US-Leistungsbilanzdefizit nahm im vergangenen Jahr weiter zu, ebenso die japanischen und deutschen Überschüsse. Außerdem gab es große Kapitalströme in entgegengesetzten Richtungen. Beispielsweise überstieg der Nettowert der langfristigen Auslandsanlagen Gebietsansässiger in Japan mit \$ 132 Mrd. bei weitem den Leistungsbilanzüberschuß dieses Landes, was bedeutet, daß der japanische Bankensektor als bedeutender Nettokreditnehmer an den internationalen Märkten auftrat, vornehmlich, um den Kauf ausländischer Wertpapiere durch Inländer zu finanzieren. Im Gegensatz dazu ging der deutsche Leistungsbilanzüberschuß mit umfangreichen Zuflüssen langfristigen Kapitals einher. Dem sich daraus ergebenden massiven Überschuß der Grundbilanz standen umfangreiche kurzfristige Kapitalexporte des

Veränderung der Auslandsaktiva der an die BIZ berichtenden Banken zu konstanten und jeweiligen Wechselkursen 1980–86

Jahreswerte, in Milliarden US-Dollar

Sonstige Währungen
 US-Dollar



deutschen Bankensektors und eine kräftige Einlagenaufstockung der deutschen Nichtbanken auf dem Euromarkt gegenüber.

Der große Umfang der internationalen Kapitalströme im letzten Jahr war bezeichnend für einen anderen wichtigen Einfluß hinter dem fortgesetzt raschen Wachstum internationaler Finanzmarktaktivitäten: die zunehmende Internationalisierung der nationalen Finanzmärkte. Wegen ihrer größeren Tiefe und Effizienz oder wegen regulatorischer und steuerlicher Vorteile wird ein wachsender Anteil der Kreditströme zwischen inländischen Sparern und Investoren direkt oder indirekt über die internationalen Märkte vermittelt. Um nur ein Beispiel zu geben: Japanische Kreditnehmer waren im letzten Jahr bedeutende Emittenten auf den Euroanleihemärkten, während ihre Bonds gleichzeitig im großen Stil von japanischen Banken und sonstigen Anlegern gekauft wurden.

Ein weiterer Grund für die lebhafte Aktivität auf den internationalen Finanzmärkten im letzten Jahr, speziell an den Wertpapiermärkten, war die anhaltende Abwärtsentwicklung der Zinssätze und sonstigen Kreditkosten. Dies lieferte den Schuldnern einen kräftigen Anreiz, ausstehende Verbindlichkeiten vorzeitig zu tilgen und sie zu günstigeren Bedingungen zu refinanzieren. Außerdem veranlaßten dieselben Kräfte Schuldner tendenziell dazu, neue Fazilitäten zu vereinbaren, z.B. auf dem Markt für Euro-Commercial paper, selbst wenn diese Mittel nicht unmittelbar benötigt und abgerufen wurden. Infolgedessen vermittelt das außergewöhnlich hohe Volumen der Bruttogeschäftstätigkeit 1986 ein überzeichnetes Bild des tatsächlichen Umfangs der Nettoneufinanzierung.

Eine weitere wichtige Entwicklung, die zur statistischen Überzeichnung des tatsächlichen Volumens der Neukredite führte, waren der fortgesetzte Trend zur Verbriefung und die wachsende Bedeutung der Banken auf den Wertpapiermärkten als Emittent und Halter solcher Papiere. Zur Verbesserung ihrer Bilanzstruktur nahmen die Banken erneut bedeutende Mittel an den internationalen Anleihemärkten auf, weitgehend durch Begebung variabel verzinslicher Obligationen (Floating Rate Notes, FRN) ohne Laufzeitbegrenzung. Ferner nutzten die Banken am kurzen Ende des Wertpapiermarktes den Markt für Euro-Note-Fazilitäten, um Vorhaben zur Begebung von Einlagenzertifikaten (CD) und anderen kurzfristigen Titeln zu verwirklichen. Auf der Aktivseite ihrer Bilanz blieben die Banken angesichts der relativ schleppenden Kreditnachfrage seitens ihrer erstklassigen Firmenkundschaft wichtige Käufer von Wertpapieren und verstärkten damit weiter das Gewicht marktfähiger Forderungen in ihrem Anlagenbestand. Überdies waren die Finanzierungs- und Absicherungserfordernisse in Verbindung mit der Rolle der Banken als Händler, Arbitrageure und „Marktmacher“ im Wertpapierbereich ein wichtiger Bestimmungsfaktor des starken Wachstums des Zwischenbankenmarktes im letzten Jahr.

Ein expansiver Einfluß besonderer Art, der sich vor allem auf das internationale Bankgeschäft auswirkte, war die kräftige Abwertung des US-Dollars, der Währung, in der der Löwenanteil der internationalen Finanzgeschäfte getätigt wird. Für Banken mit großen auf Dollar lautenden Bilanzpositionen, deren Eigenkapital aber in einer der starken Währungen, wie dem Yen, denominiert ist, bedeutete der Rückgang des in heimischer Währung ausgedrückten Gegenwerts ihrer Dollarforderungen eine Verbesserung der Eigenkapitalquote und gab somit Raum für eine weitere Ausdehnung internationaler Aktivitäten. Für Banken mit einer ausgeprägt wachstumsorientierten Geschäftspolitik, aber einem relativen Mangel an geeigneten Kreditnehmern, führte dies

ziemlich häufig zur Förderung von Interbankaktivitäten wie Zins- und sonstigen Arbitragegeschäften.

Die Geschäftstätigkeit zwischen Banken erhielt darüber hinaus gegen Ende letzten Jahres durch die Eröffnung einer internationalen Bankenfreizone in Japan starken Auftrieb. Sowohl die Umbuchung bestehender Positionen über diese Fazilitäten als auch die sich neu bietenden Arbitrage- und Refinanzierungsmöglichkeiten blühten tendenziell die Interbanktransaktionen und die Bilanzen der japanischen Banken auf. Ein großer Teil der in der internationalen Bankenstatistik auftauchenden grenzüberschreitenden Zwischenbankgeschäfte ist freilich nichts anderes als Transaktionen zwischen verschiedenen Geschäftsstellen ein und derselben Bank (s. Tabelle auf S. 113). Solche bankinternen Operationen können auch kräftig expandieren, ohne viel Wachstum bei den Ausleihungen an Endkreditnehmer zu bewirken.

Angesichts der Eigenart einiger dieser expansiven Einflüsse mag es nicht allzu überraschend sein, daß im letzten Jahr der Unterschied zwischen dem Bruttobetrag internationaler Finanzierungsgeschäfte und der tatsächlichen internationalen Neukreditvergabe ungewöhnlich groß war. Wie aus der untenstehenden Tabelle ersichtlich ist, belief sich das zusammengefaßte Volumen der grenzüberschreitenden Geschäfte an

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

	Wechselkursbereinigte Veränderungen ¹						Stand Ende 1986
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	
Milliarden US-Dollar							
Internationale Kreditvergabe der berichtenden Banken, insgesamt ²	264,8	180,5	105,7	124,1	233,5	476,6	3 221,1
abzüglich Doppelzählungen wegen Weitergabe zwischen den berichtenden Banken	99,8	85,5	20,7	34,1	128,5	316,6	1 451,1
A = internationale Ausleihungen der Banken (netto) ³	165,0	95,0	85,0	90,0	105,0	160,0	1 770,0
Emissionen von Euro- und Auslandsanleihen	44,0	71,7	72,0	107,9	163,7	220,3	.
abzüglich Tilgungen und Rückkäufen	12,0	13,2	14,0	24,9	38,7	64,3	.
B = internationale Anleihefinanzierung (netto)	32,0	58,5	58,0	83,0	125,0	156,0	700,0
C (A + B) = Finanzierungen über Banken und durch Anleihen, insgesamt	197,0	153,5	143,0	173,0	230,0	316,0	2 470,0
abzüglich Doppelzahlungen ⁴	7,0	8,5	13,0	28,0	55,0	76,0	190,0
D = Finanzierungen über Banken und durch Anleihen, insgesamt (netto)	190,0	145,0	130,0	145,0	175,0	240,0	2 280,0

¹ Nichtdollarbankkredite werden zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende, Nichtdollaranleihen zum Wechselkurs des Bekanntmachungsdatums in Dollar umgerechnet. ² 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. ³ Neben direkten Forderungen gegenüber Endempfängern enthalten diese Schätzungen bestimmte Interbankpositionen: erstens Forderungen gegenüber Banken außerhalb des Berichtsgebiets, wobei davon ausgegangen wird, daß diese „peripheren“ Banken in den meisten Fällen die Mittel bei Banken in den Finanzzentren nicht nur deshalb aufnehmen, um sie bei anderen Banken in diesen Zentren wieder anzulegen; zweitens Forderungen gegenüber Banken innerhalb des Berichtsgebiets, soweit solche Banken die Mittel 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. ⁴ 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 Kredit- und langfristigen Wertpapiermärkten auf nahezu \$ 700 Mrd. Bereinigt um Doppelzählungen aufgrund von Interbankgeschäften, Überschneidungen zwischen den Kredit- und Wertpapiermärkten sowie Refinanzierungen lag der Gesamtbetrag der Neukredite näher bei \$ 240 Mrd.; noch immer eine beeindruckende, doch in besserem Einklang mit den Entwicklungen im realen Sektor der Weltwirtschaft stehende Zahl. Ferner war selbst diese geringere Kreditsumme nicht völlig „zusätzlich“, sondern ersetzte teilweise Inlandskredite und ist partiell bereits in den nationalen Kreditaggregaten enthalten.

Wendet man sich den mehr strukturellen Aspekten der internationalen Bankentätigkeit zu, so war ein herausragendes Merkmal des letzten Jahres der Fortbestand der Bedingungen eines „gespaltenen“ Marktes. Kreditnehmer aus weiten Kreisen der Problemschuldnerländer waren nicht in der Lage, auf den internationalen Finanzmärkten wieder marktmäßig Fuß zu fassen, während die Verschuldungsbedingungen für erste Adressen im größten Teil der übrigen Welt sehr günstig blieben. Zur gleichen Zeit hatte sich für einige nichtölexportierende Entwicklungsländer, besonders jene des pazifischen Raums, deren Zahlungsbilanz im Gefolge der Ölpreissenkung und erleichteter Wettbewerbsbedingungen nach der kräftigen Aufwertung des Yen eine deutliche Verbesserung erfahren hatte, der Kreditbedarf stark vermindert, oder sie hielten sich bei der Kreditaufnahme aus strategischen Gründen zurück. Zudem glichen die öl-exportierenden Länder den Einkommensausfall durch die niedrigeren Ölpreise nicht durch zusätzliche Kreditaufnahme aus, sondern indem sie Einlagen von den internationalen Banken abzogen. Aus all diesen Gründen war die Kreditvergabe auf den internationalen Finanzmärkten 1986 beinahe ausschließlich auf die Industrieländer beschränkt, und hier besonders auf Kreditnehmer aus dem Berichtsgebiet selbst. So gesehen waren die internationalen Finanzmärkte trotz der Globalisierung im vergangenen Jahr weniger „global“ als in den Jahren zuvor.

Ein weiteres herausragendes Charakteristikum war die zunehmende Bedeutung japanischer Banken und Wertpapierhäuser. Wie aus der Tabelle auf S. 112 hervorgeht, entwickelten sich die japanischen Banken, d.h. ihre Mutterinstitute und deren Niederlassungen in anderen Berichtsländern, zu der bei weitem größten Nationalitätengruppe auf dem internationalen Kreditmarkt. Wenn Bewertungseinflüsse eliminiert werden, so ergibt sich, daß im letzten Jahr der Löwenanteil direkter Neukreditvergabe internationaler Banken an Nichtbanken und fast drei Viertel der Ausweitung des Interbankmarktes auf das Konto der japanischen Banken gingen. Diese können daher als der Hauptmotor des raschen Wachstums der internationalen Bankaktivitäten im letzten Jahr angesehen werden. In ähnlicher Weise haben japanische Wertpapierhäuser und ihre rund um die Welt entstehenden Niederlassungen einen wachsenden Teil der internationalen Kapitalmarktgeschäfte an sich gezogen. Zwei der Hauptgründe für die überragende Bedeutung japanischer Finanzierungsinstitute sind der riesige Ersparnisüberhang Japans, für den internationale Anlagemöglichkeiten gefunden werden müssen, und gleichzeitig der starke Rückgriff japanischer Firmen auf die internationalen Finanzmärkte als Kreditquelle. Wegen ihrer Vertrautheit mit den japanischen Anlegern und Schuldnern haben die japanischen Finanzierungsinstitute sicherlich einen natürlichen Wettbewerbsvorteil bei ihrer Tätigkeit als Mittler zwischen Japan und der übrigen Welt.

Ein gemeinsames Merkmal der meisten Marktsektoren im letzten Jahr war, daß weniger neue Finanzierungsinstrumente in Erscheinung traten; vor allem wurde von

gulativen Änderungen bestanden in der von mehreren Ländern vorgenommenen Liberalisierung der Begebung von Commercial paper, doch ihre Auswirkungen blieben meistens auf die Inlandsmärkte beschränkt. Ähnlich beeinflusste der „Big Bang“ in London vornehmlich die Organisation und Funktionsweise der inländischen Wertpapiermärkte und weniger die internationalen Anleihemärkte. Auch in Japan, wo die Deregulation stufenweise fortschreitet, waren die Maßnahmen des Jahres 1986 weniger wichtig als in den Jahren zuvor, doch übten die früheren Veränderungen weiterhin einen bedeutenden Einfluß aus.

Ein gemeinsames Merkmal der meisten Marktsektoren im letzten Jahr war, daß weniger neue Finanzierungsinstrumente in Erscheinung traten; vor allem wurde von Kapitalmarktinstrumenten mit neuartigen Zins- oder Wechselkursmerkmalen weniger Gebrauch gemacht. Andererseits stieg der Umsatz bei Finanzterminkontrakten und Optionen sowie Zins- und Währungsswaps weiter. Der Swapmarkt expandierte besonders kräftig und trug zum Wachstum der übrigen Marktsektoren bei. Diese Verwendung einer breiten Palette von Absicherungsinstrumenten verringerte die Barrieren sowohl zwischen nationalen und internationalen Märkten als auch zwischen verschiedenen Währungssektoren weiter, mit dem Ergebnis, daß die spezifischen Formen der Mittelaufnahme und -anlage in den verschiedenen Marktsegmenten sich zunehmend von der Art der zugrundeliegenden Engagements lösten und weitgehend von allgemeinen Kosten- und Renditeüberlegungen bestimmt waren.

Eine treibende Kraft hinter dem stürmischen Wachstum der internationalen Geschäftstätigkeit war weiterhin der Wettbewerb zwischen den Finanzinstituten. Er hat auch zu einer Verengung der Vermittlerspannen und zu ausgeprägten Verschiebungen der Marktanteile geführt. Dies gab während der Berichtsperiode zu gegensätzlichen Entwicklungen Anlaß.

Einerseits setzten sich einige der in den letzten Jahren entwickelten Finanzierungsinstrumente weitgehend durch und werden nun zu standardisierten Bedingungen gehandelt. Dies gab einigen der neuen Märkte Tiefe und Liquidität und erlaubte die Bereitstellung eines flexiblen, auf die spezifischen Bedürfnisse der Schuldner abstellenden Spektrums finanzieller Instrumente. In dieser Hinsicht kann man vielleicht sagen, daß verschiedene der neuen Märkte die Effizienz des Finanzsystems verbessert haben.

Andererseits haben starke Stimmungsschwankungen zu Phasen ausgeprägter Instabilität in bestimmten Marktsektoren geführt. Insbesondere hat eine Reihe von Ereignissen während des Jahres 1986 und Anfang 1987 einige der Risiken verdeutlicht, die mit dem gegenwärtigen Prozeß der Innovation und Deregulation innerhalb eines von scharfer Konkurrenz geprägten Umfelds verbunden sind. Bei Plazierungskonsortien häuften sich nachweislich unverkaufte Bestände neuer Anleiheemissionen in beträchtlicher Höhe an, sobald Zins- und Wechselkurserwartungen umschlugen. Ein wichtigeres Beispiel ist jedoch der „Boom-Bust“-Zyklus auf den Märkten für FRN, insbesondere solche ohne Laufzeitbegrenzung. Seit ihrem ersten Erscheinen im Jahr 1984 gab es Emissionen solcher „ewiger“ FRN im Wert von \$ 18 Mrd., davon allein \$ 7,4 Mrd. im Jahr 1986. Im Spätherbst 1986 schlug die Stimmung auf diesem Markt plötzlich um, als die Erkenntnis Boden gewann, daß die Begebungen in vielen Fällen im Verhältnis zu den ihnen inhärenten Risiken kraß überbewertet waren. Im Dezember wurde es praktisch unmöglich, „ewige“ FRN bei Endanlegern unterzubringen, und ihre Notierungen gingen stark zurück. Obwohl einige Marktmacher versuchten, die Schwierigkeiten zu mildern, konnten sie die Marktstimmung nicht wenden, und

Anfang 1987 begannen die Probleme auf die FRN-Märkte im allgemeinen überzuschwappen.

Diese Episode beleuchtet schlagartig die fragile Liquidität der relativ neuen, unregulierten Finanzmärkte, in denen keine zentrale Instanz sicherstellt, daß die Händler zu den von ihnen implizit eingegangenen Verpflichtungen stehen, einen Sekundärmarkt aufrechtzuerhalten. Es wirft auch grundsätzliche Fragen hinsichtlich der Fähigkeiten des Finanzsystems auf, größeren Erschütterungen standzuhalten, wie sie von einem plötzlichen und allgemeinen Zinsanstieg ausgehen könnten, und über die angemessene Art der Überwachung und Regulierung in einer durch raschen Strukturwandel und Innovation gekennzeichneten Phase.

Der internationale Bankensektor

Die Entwicklung der Gesamtaggregate. Nach der kräftigen Belebung im Jahr 1985 beschleunigte sich das Wachstum des internationalen Bankgeschäfts im vergangenen Jahr weiter. In jeweiligen Dollarwerten schnellten die Bruttoauslandsforderungen

Ausgewählte Merkmale des internationalen Geschäfts
der an die BIZ berichtenden Banken

	Forderungen					Verbindlichkeiten				
	Wechselkursbereinigte Veränderungen				Stand Ende 1986	Wechselkursbereinigte Veränderungen				Stand Ende 1986
	1981	1984	1985	1986		1981	1984	1985	1986	
Milliarden US-Dollar										
Grenzüberschreitende Positionen gegenüber:										
1. Banken innerhalb des Berichtsgebiets	160,8	94,1	182,4	428,6	2063,4	159,3	108,9	197,4	431,0	2231,1
2. Nichtbanken innerhalb des Berichtsgebiets	31,6	16,9	23,1	29,8	419,6	50,6	12,0	23,3	57,3	426,8
3. Länder außerhalb des Berichtsgebiets	65,7	13,1	23,8	9,1	668,4	16,6	28,8	19,3	- 7,0	410,1
4. Nicht aufteilbar	6,7	-	4,2	9,1	69,7	11,2	0,3	2,5	28,6	111,5
Grenzüberschreitende Positionen zusammen	264,8	124,1	233,5	476,6	3221,1	237,7	150,0	242,5	509,9	3179,5
darunter: in Fremd- währung und ECU	165,0	82,7	184,2	344,1	2331,4	189,1	92,0	173,6	395,1	2466,2
Inlandspositionen in Fremdwährung:										
5. Interbankpositionen ¹	51,2	14,3	52,5	126,8	566,0	48,4	15,1	65,1	95,8	531,6
6. Positionen gegenüber Nichtbanken ²	19,4	13,2	12,3	20,9	185,7	5,3	5,7	7,1	17,4	90,6
Inlandspositionen zusammen	70,6	27,5	64,8	147,7	751,7	53,7	20,8	72,2	113,2	622,2
Fremdwährungspositionen zusammen	235,6	110,2	249,0	491,8	3083,1	242,8	112,8	245,8	508,3	3088,4

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.

¹ Nur für die Banken in Europa, Kanada und Japan. Im Falle Japans beinhalten diese Angaben auch Positionen gegenüber Nichtbanken. ² Nur für die Banken in Europa und Kanada.

der an die BIZ berichtenden Banken um \$ 651,8 Mrd. oder 25% nach oben. Die auf Wechselkursveränderungen beruhenden Bewertungseffekte, die den Dollarwert von in anderen Währungen denominierten Positionen aufblähten, waren sehr beträchtlich; doch selbst nach Abzug dieser Einflüsse verstärkte sich das Wachstum der Auslandsforderungen der berichtenden Banken im Jahresvergleich 1985/1986 von \$ 233,5 auf 476,6 Mrd., was bei weitem die größte jemals verzeichnete Expansion war. Darüber hinaus hat sich das Wachstum der Inlandsforderungen der Banken in Auslandswährung mehr als verdoppelt, und zwar von \$ 64,8 auf 147,7 Mrd.

Das stürmische Wachstum der internationalen Bankenaktivität war vor allem das Ergebnis eines sich kräftig ausweitenden Interbankgeschäfts innerhalb des Berichtsgebiets, auf dessen Konto nicht weniger als 90% der Zunahme der grenzüberschreitenden Aktiva der berichtenden Banken gingen. Wie bereits erklärt, kann diese ungewöhnliche Dynamik des Zwischenbankmarktes mehreren Faktoren zugeschrieben werden: der zunehmenden Bedeutung der Banken auf den Wertpapiermärkten, den Zinserwartungen und der Arbitrage, dem steigenden Gewicht japanischer Banken mit einem traditionell hohen Anteil von Interbankforderungen und der Eröffnung des japanischen Offshore-Marktes.

Herkunft und Verwendung internationaler Bankmittel. Das letztjährige außergewöhnlich rasche Wachstum der zusammengefaßten internationalen Bankpositionen ging mit einer beachtlichen Beschleunigung des zugrundeliegenden Kreditwachstums einher. Nach Abzug der Doppelzählungen, die sich aus gegenseitigen Einlagen der Banken im Berichtsgebiet ergeben, dürfte der Gesamtbetrag der international ausstehenden Bankkredite im letzten Jahr schätzungsweise um \$ 160 Mrd. zugenommen haben – eineinhalbmal so stark wie 1985. Darüber hinaus kam der Wachstumsimpuls fast ausschließlich und in noch größerem Ausmaß als 1985 aus dem Berichtsgebiet selbst: Ungefähr 90% der Endverwendung neuer Mittel gingen auf Forderungen an Länder innerhalb des Berichtsgebiets zurück (s. folgende Tabelle).

Die Belebung der Ausleihungen innerhalb des Berichtsgebiets resultierte im großen und ganzen aus der Verwendung internationaler Mittel für Inlandskredite durch die berichtenden Banken selbst (über \$ 90 Mrd.), aber auch die direkten Kredite an

Herkunft und Verwendung internationaler Bankmittel (Schätzung)

	Wechselkursbereinigte Veränderungen						Stand Ende 1986
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	
	Milliarden US-Dollar						
Verwendung							
Berichtsgebiet	92	42	52	77	77	142	1032
Außengebiet	66	39	28	13	24	9	668
Nicht aufteilbar	7	14	5	-	4	9	70
Insgesamt	165	95	85	90	105	160	1770
Herkunft							
Berichtsgebiet	137	93	81	61	83	138	1248
Außengebiet	17	-12	1	29	19	-7	410
Nicht aufteilbar	11	14	3	-	3	29	112
Insgesamt	165	95	85	90	105	160	1770
Saldo							
Berichtsgebiet	-45	-51	-29	16	-6	4	-216
Außengebiet	49	51	27	-16	5	16	258
Nicht aufteilbar	-4	-	2	-	1	-20	-42

Nichtbanken wiesen einen kräftigen Zuwachs um \$ 51 Mrd. bzw. 9% auf. Auf Japan, Großbritannien und die USA zusammen entfielen über 75% der Kreditaufnahme im Berichtsgebiet. Banken in den USA scheinen etwa \$ 24 Mrd. an Auslandsmitteln für Inlandszwecke verwendet zu haben, während Nichtbanken in den USA \$ 16 Mrd. direkt von ausländischen berichtenden Banken borgten. In Japan importierten die Banken etwa \$ 35 Mrd. an Fremdwährungsgeldern, die im wesentlichen für die Vergabe von Fremdwährungskrediten im Inland verwendet wurden und einen beträchtlichen Teil der Käufe ausländischer Wertpapiere durch Gebietsansässige finanziert haben dürften. Darüber hinaus belief sich der direkte Rückgriff japanischer Nichtbanken auf Kredite bei Banken im Ausland auf \$ 4,3 Mrd. In Großbritannien beschaffte sich der Nichtbankensektor \$ 17,4 Mrd. auf dem Euromarkt und von Banken im Ausland, wobei ein beträchtlicher Teil dieser Kreditaufnahmen auf das Konto von Wertpapierhäusern im Auslandsbesitz ging.

Weitere umfangreiche Kreditaufnahmen durch Nichtbanken – sowohl grenzüberschreitend als auch in Form von Fremdwährungsaufnahmen im Inland – wurden durch Gebietsansässige der Niederlande (\$ 4,9 Mrd.) getätigt, die auf diese Weise offenbar einen beträchtlichen Teil ihrer Käufe ausländischer Wertpapiere finanzierten, aber auch von Nichtbanken in der Schweiz (\$ 3,5 Mrd.). Demgegenüber verringerten spanische, deutsche und französische Schuldner ihre ausstehenden Verbindlichkeiten bei den berichtenden Banken um \$ 4,8, 4 bzw. 2,3 Mrd.

Was die Herkunftsseite des Marktes anbelangt, so belief sich das statistisch erfaßte Mittelaufkommen von innerhalb des Berichtsgebiets insgesamt auf \$ 138 Mrd., \$ 55 Mrd. mehr als im Jahr zuvor. Diese Beschleunigung beruhte weitgehend auf den identifizierten Neueinlagen von Nichtbanken, die sich mehr als verdoppelten (von \$ 30 Mrd. 1985 auf \$ 75 Mrd.); trotz „securitisation“ war das der größte jemals verzeichnete Zuwachs in einem Jahr. Ferner können die über Treuhandkonten in der Schweiz auf den Markt geleiteten Mittel auf etwa \$ 5 Mrd. veranschlagt werden, und ein ansehnlicher Anteil der Zunahme des statistisch nicht aufteilbaren Postens um \$ 29 Mrd. dürfte auf der Begebung marktfähiger Wertpapiere durch die Berichtsbanken beruhen, die wohl größtenteils von Ansässigen des Berichtsgebiets gekauft wurden. Nahezu \$ 60 Mrd. des Mittelangebots aus dem Berichtsgebiet wurden durch die Banken selbst bereitgestellt. Die Banken in Deutschland und Japan tätigten mit \$ 24 bzw. 15 Mrd. hohe Nettoexporte von in Inlandswährung denominatedem Kapital. Ein beträchtliches Volumen neuer internationaler Mittel, \$ 12,6 Mrd., wurde auch über Banken in den Offshore-Zentren des Berichtsgebiets angeboten.

Was die Einlagen von Nichtbanken innerhalb des Berichtsgebiets angeht, so waren Gebietsansässige in Deutschland erstmals die größten Anbieter neuer Mittel auf dem Eurogeldmarkt. Sie steigerten ihre Neueinlagen von dem geringen Betrag von \$ 2 Mrd. im Jahr 1985 auf \$ 17 Mrd. im letzten Jahr, womit sie ihre ausstehenden Euromarkt Guthaben nahezu verdoppelten. Die Hauptgründe für diese Entwicklung scheinen die ausgeprägte Liquiditätszunahme im deutschen Nichtbankensektor und die attraktiveren Euro-DM-Sätze gewesen zu sein. Der Abzug offizieller Einlagen vom Euro-DM-Markt, eine kräftige Nachfrage nach Euro-DM-Mitteln zur Finanzierung des Ankaufs von DM-Anleihen und eine Senkung der Mindestreservesätze auf Inlandsverbindlichkeiten in Deutschland, die auch auf vom Euromarkt importierte Mittel anwendbar sind, ermöglichten es deutschen Banken, erstklassigen Adressen auf dem Euro-DM-Markt günstigere Einlagensätze zu bieten als zu Hause.

Gebietsansässige der USA, die traditionell dem Euromarkt die umfangreichsten Nichtbankengelder zuführen, erhöhten ihre Guthaben bei den berichtenden Banken um \$ 14,1 Mrd. oder 8%. Weiterhin kam es zu einem ausgeprägten Wachstum der Einlagen britischer Nichtbanken (\$ 13,8 Mrd.), gróßtenteils in der Form von Fremdwáahrungseinlagen bei Banken in Großbritannien selbst. Die Einlagenaufstockungen durch Nichtbanken in anderen Berichtslándern und in Offshore-Zentren nahmen ebenfalls kráftig zu. Die gróßten Zunahmen wurden für Gebietsansässige in Belgien, den Niederlanden und Luxemburg (\$ 9 Mrd.), auf den Bermudas (\$ 2,7 Mrd.), in Panama (\$ 2,2 Mrd.) und Kanada (\$ 2,1 Mrd.) gemeldet.

Entwicklung der Geschäftstätigkeit der berichtenden Banken mit Lándern außerhalb des Berichtsgebiets. Von 1985 auf 1986 gingen die Neuausleihungen an Lánder außerhalb des Berichtsgebiets stark zurück, von \$ 24 auf 9 Mrd., dem niedrigsten Niveau seit den späten sechziger Jahren. Diese Lánder verringerten jedoch ihre Einlagen bei den Berichtsbanken um \$ 7 Mrd., so daß sie im letzten Jahr per saldo Mittel in

Mittelfluß zwischen den an die BIZ berichtenden Banken und Lándergruppen außerhalb des Berichtsgebiets (Schätzung)¹

Positionen der berichtenden Banken gegenüber:	Veränderungen (zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende)							Stand Ende 1986
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	
	Milliarden US-Dollar							
OPEC-Lánder²								
Forderungen	7,0	4,2	8,2	9,8	- 1,9	0,2	- 0,2	116,4
Verbindlichkeiten	41,9	3,2	-18,2	-13,0	2,1	7,6	-22,1	143,8
Saldo ³	-34,9	1,0	26,4	22,8	- 4,0	- 7,4	21,9	-27,4
<i>Nachrichtlich:</i>								
Devisenreserven ⁴	14,2	- 8,8	- 7,5	- 8,3	- 3,4	6,4	-14,0	47,1
Leistungsbilanzsaldo	107,0	53,5	- 8,5	-20,5	- 6,5	5,0	-30,5	.
Entwicklungslánder (ohne OPEC)								
Forderungen	38,9	39,9	19,8	12,6	9,8	11,1	0,1	365,1
Verbindlichkeiten	4,0	9,5	4,6	10,4	19,3	5,7	11,4	195,3
Saldo ³	34,9	30,4	15,2	2,2	- 9,5	5,4	-11,3	169,8
<i>Nachrichtlich:</i>								
Devisenreserven ⁴	- 1,8	- 0,1	- 2,5	8,5	17,5	4,5	23,9	113,3
Leistungsbilanzsaldo	-57,5	-83,5	-68,0	-50,0	-23,0	-26,0	-15,5	.
„Übrige entwickelte Lánder“								
Forderungen	15,4	16,8	16,0	7,2	5,3	6,8	4,8	113,8
Verbindlichkeiten	5,7	3,8	- 0,1	1,3	3,1	3,2	3,8	41,6
Saldo ³	9,7	13,0	16,1	5,9	2,2	3,6	1,0	72,2
<i>Nachrichtlich:</i>								
Devisenreserven ⁴	1,2	- 1,6	1,8	2,4	- 1,0	- 1,2	7,5	20,6
Leistungsbilanzsaldo	-15,2	-22,8	-21,3	-12,4	-15,4	-11,0	- 8,8	.
Osteuropa								
Forderungen	6,8	4,8	- 4,6	- 1,1	- 0,1	5,7	4,4	73,1
Verbindlichkeiten	0,9	0,1	2,0	2,7	4,3	2,8	- 0,1	29,4
Saldo ³	5,9	4,7	- 6,6	- 3,8	- 4,4	2,9	4,5	43,7

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

¹ Bis Ende 1983 umfaßte das BIZ-Berichtsgebiet die Banken in Belgien-Luxemburg, Deutschland, Dánnemark, Frankreich, Gróßbritannien, Irland, Italien, Japan, Kanada, den Niederlanden, Ósterreich, 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 tágigen Nicht-US-Banken auf den Bahamas, den Keimaninseln, in Hongkong und Singapur, alle Offshore-Geschäftsstellen in Bahrain sowie alle auf den Niederländischen Antillen tágigen Offshore-Banken. Demzufolge zählen zu den „übrigen entwickelten Lándern“ nicht mehr die ersten drei dieser Lánder, und zu den „OPEC-Lándern“ – mit Ausnahme der Positionen der Banken in den USA – zählt nicht mehr Bahrain. ² Umfaßt zusätzlich Bahrain (bis Ende 1983), Brunei, Oman sowie Trinidad und Tobago. ³ Ein Minuszeichen bedeutet Nettoeinlagen. ⁴ Zu jeweiligen Wechselkursen.

Höhe von \$ 16 Mrd. beanspruchten. Diese Globalzahlen verschleiern jedoch sehr unterschiedliche Entwicklungen in den einzelnen Ländern und Ländergruppen als Folge von Zahlungsbilanzdivergenzen und eines ungleichen Zugangs zu den internationalen Finanzmärkten. Insbesondere zeigte die Marktspaltung, die kreditwürdige Schuldner von Ländern mit externen Finanzierungsproblemen trennt, keine Zeichen der Auflösung. Überdies wurden die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber Problemschuldnerländern zunehmend von einer Anzahl von Faktoren beeinflusst, die in keinem Zusammenhang zu den tatsächlichen Finanzierungsströmen standen. Die wichtigsten dieser Faktoren, deren aggregierter Einfluß grob auf ungefähr \$ 3–4 Mrd. geschätzt werden kann, waren die Umwandlung von Schulden in Beteiligungskapital oder Inlandsverbindlichkeiten, die Veräußerung von Forderungen an andere Akteure als die berichtenden Banken und die Übertragung von Forderungen an Exportversicherungsgesellschaften (s. unten S. 128).

Das Kreditgeschäft mit den nicht der OPEC angehörenden Entwicklungsländern, das sich im Verlauf des Jahres 1985 belebt hatte, kam im letzten Jahr praktisch zum Stillstand; gleichzeitig erhöhten diese Länder ihre Guthaben bei den Berichtsbanken um \$ 11,4 Mrd. Dieses Ergebnis war jedoch maßgeblich von Taiwan beeinflusst, dessen massiver Zuwachs an Währungsreserven zu einem großen Teil bei den Berichtsbanken wiederangelegt wurde. Ohne Taiwan gingen die Forderungen und Verpflichtungen der berichtenden Banken gegenüber den Nicht-OPEC-Entwicklungsländern um \$ 3,8 bzw. 2,9 Mrd. zurück. Im Unterschied zu Taiwan reduzierten die anderen Länder Asiens entweder ihre Bankschulden oder erhöhten ihre Kreditaufnahme nur mäßig. China und Indien erhielten je \$ 0,8 Mrd. an neuen Krediten, während Südkorea, das eine kräftige Verbesserung seiner Zahlungsbilanz aufwies, \$ 2,3 Mrd. zurückzahlte, aber gleichzeitig Einlagen in Höhe von \$ 1,7 Mrd. abzog. Auch China verringerte seine Einlagen um \$ 0,7 Mrd. und erhielt damit innerhalb dieser Gruppe den größten Nettobetrag an neuen Mitteln von den berichtenden Banken (\$ 1,5 Mrd.); 1985 allerdings hatte seine Neuverschuldung netto nicht weniger als \$ 10,2 Mrd. betragen.

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

	Geschätzte Veränderungen (zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende)								Stand Ende 1986
	1979	1980	1981	1982	1983	1984*	1985	1986	
	Milliarden US-Dollar								
Forderungen									
Lateinamerika	23,2	27,4	30,5	12,1	8,3	5,3	1,7	- 1,6	221,8
Naher Osten	1,2	2,1	2,3	1,7	0,3	- 0,4	0,2	- 0,6	16,9
Afrika	2,7	2,0	2,0	1,7	0,6	0,1	0,9	- 0,4	22,8
Asien	8,2	7,4	5,1	4,3	3,4	4,8	8,3	2,7	103,6
Insgesamt	35,3	38,9	39,9	19,8	12,6	9,8	11,1	0,1	365,1
Verbindlichkeiten									
Lateinamerika	4,9	- 0,9	4,7	- 1,9	5,8	10,1	0,4	0,4	70,8
Naher Osten	1,7	2,7	1,5	1,8	- 0,9	- 1,6	1,5	- 0,5	22,7
Afrika	1,8	0,7	0,5	- 0,8	0,2	1,0	1,4	- 0,2	12,6
Asien	3,9	1,5	2,8	5,5	5,3	9,8	2,4	11,7	89,2
Insgesamt	12,3	4,0	9,5	4,6	10,4	19,3	5,7	11,4	195,3

* 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.

In Lateinamerika war Argentinien der einzige bedeutende Kreditnehmer, der eine weitere Ziehung in Höhe von \$ 1,6 Mrd. auf das 1985 mit den Banken vereinbarte Kreditpaket vornahm. Die Forderungen der Banken gegenüber den anderen lateinamerikanischen Ländern gingen entweder zurück oder blieben praktisch unverändert. Namentlich die Forderungen an Mexiko wurden zurückgeführt, nämlich um \$ 1,5 Mrd. Gleichzeitig erhöhten sich Mexikos Einlagen bei den berichtenden Banken, die in den ersten neun Monaten des Jahres um \$ 1,5 Mrd. gesunken waren, im letzten Quartal aufgrund beträchtlicher Rückflüsse von Fluchtkapital um \$ 1,9 Mrd. Die Abnahme der Forderungen der Banken an Chile um \$ 0,7 Mrd. ging im wesentlichen auf Umwandlungen von Fremd- in Eigenkapital zurück. Brasilien reduzierte seine Einlagen bei den berichtenden Banken um \$ 1,3 Mrd. und nahm keine neuen Mittel auf. Die Forderungen der Banken an Kolumbien, dem einzigen größeren lateinamerikanischen Land, das keine Umstrukturierung seiner Schulden vorgenommen hat, blieben unverändert, trotz der Auszahlung eines im Dezember 1985 mit den Gläubigerbanken unterzeichneten Kredits in Höhe von \$ 1 Mrd.; gleichzeitig erhöhte das Land seine Einlagen um \$ 0,7 Mrd.

Die Gruppe der OPEC-Länder begegnete 1986 dem Einnahmenausfall aufgrund niedrigerer Ölpreise nicht durch Neuverschuldung, sondern durch Abzug von Einlagen bei den berichtenden Banken in Höhe von \$ 22,1 Mrd. Ende des Jahres beliefen sich ihre zusammengefaßten Nettoforderungen gegenüber den berichtenden Banken nur noch auf \$ 27,4 Mrd., verglichen mit \$ 48,7 Mrd. zwölf Monate zuvor und \$ 96,7 Mrd. auf ihrem Höchststand im März 1981. Mit Ausnahme der Vereinigten Arabischen Emirate und Nigerias, die ihre Einlagen um \$ 1,1 bzw. 0,4 Mrd. aufstockten, waren Einlagenabzüge ziemlich weit verbreitet, doch besonders ausgeprägt bei Saudi-Arabien (−\$ 7,8 Mrd.), Venezuela (−\$ 4,9 Mrd.), Iran (−\$ 3 Mrd.), Kuwait (−\$ 2,9 Mrd.), Indonesien (−\$ 2 Mrd.) und Algerien (−\$ 1,7 Mrd.). Im Gegensatz dazu gab es bei den Verbindlichkeiten große Differenzen zwischen den einzelnen Ländern. Die Forderungen der berichtenden Banken an Venezuela und Kuwait gingen um \$ 1,4 bzw. 0,8 Mrd. zurück, stiegen aber gegenüber Algerien und dem Irak um \$ 1,5 bzw. 1,3 Mrd.

Die Forderungen gegenüber den osteuropäischen Ländern, die 1985 um \$ 5,7 Mrd. zugenommen hatten, wuchsen weiter um \$ 4,4 Mrd. Der Löwenanteil dieser Kreditausweitung erfolgte gegenüber der Sowjetunion (\$ 4,1 Mrd.), die eine kräftige Kontraktion ihrer Hartwährungseinnahmen wegen des Ölpreiserückgangs hinnehmen mußte. Die Forderungen an Polen fielen um \$ 0,8 Mrd., vermutlich weitgehend aufgrund von Forderungsübertragungen auf offizielle Exportkreditversicherungsinstitute und effektiven Abschreibungen. Weitere bedeutende Schuldner in dieser Gruppe waren die DDR und Bulgarien mit Neuaufnahmen in Höhe von \$ 0,6 bzw. 0,5 Mrd.

Die Industrieländer außerhalb des Berichtsgebiets borgten \$ 4,8 Mrd., während sie gleichzeitig ihre Einlagen bei den berichtenden Banken um \$ 3,8 Mrd. aufstockten. Die größten Kreditnehmer innerhalb dieser Gruppe waren Australien, Neuseeland und die Türkei, die \$ 6,8, 2,5 bzw. 1,4 Mrd. erhielten, doch erhöhten diese drei Länder auch ihre Einlagen beträchtlich. Die Zunahmen der Forderungen der berichtenden Banken gegenüber Australien und Neuseeland resultierten größtenteils aus dem Kauf von Wertpapieren, die von Emittenten in diesen Ländern begeben wurden. Bedeutende Verringerungen bei ausstehenden Bankkrediten wurden gegenüber Südafrika

(–\$ 1,9 Mrd.), Portugal (–\$ 1,8 Mrd.), Griechenland (–\$ 1,3 Mrd.) und Jugoslawien (–\$ 0,9 Mrd.) gemeldet.

Entwicklung an den einzelnen Bankplätzen. Was die Bedeutung der einzelnen Marktzentren angeht, so bestand das herausragende Merkmal weiterhin in der zunehmenden Bedeutung Japans als Finanzplatz. Die Auslandsaktiva der japanischen Banken schnellten im letzten Jahr um \$ 127,4 Mrd. oder 58% nach oben. Da die Auslandsverbindlichkeiten ein noch kräftigeres Wachstum aufwiesen, wurde die Nettogläubigerposition japanischer Banken gegenüber dem Ausland, die sich Ende 1985 auf \$ 15,3 Mrd. belaufen hatte, vollständig abgebaut. Obwohl infolge allmählicher, aber beständiger und sich nun schon über drei Jahre erstreckender Liberalisierungsmaßnahmen die Geschäftstätigkeit während des ganzen Jahres ziemlich lebhaft gewesen war, ergab sich nahezu die Hälfte des gesamten Wachstums während des letzten Quartals im Gefolge der Eröffnung des japanischen Offshore-Marktes Anfang Dezember. Ende 1986 beliefen sich die Auslandsforderungen der neu etablierten Offshore-Einheiten auf \$ 88,7 Mrd. oder 26% der gesamten Auslandsforderungen japanischer Banken, und Ende März 1987 hatten sie bereits \$ 116,1 Mrd. erreicht.

Entwicklung an den einzelnen Bankplätzen

Auslandsposition der Banken in:	Veränderungen (zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende)								Stand Ende 1986	
	Forderungen				Verbindlichkeiten				Forde- rungen	Verbind- lich- keiten
	1981	1984	1985	1986	1981	1984	1985	1986		
Milliarden US-Dollar										
Großbritannien	79,5	23,1	30,7	86,7	78,7	35,6	45,7	97,4	714,5	758,9
Frankreich	9,1	8,2	7,4	9,4	14,9	6,6	4,7	12,2	188,0	181,2
Deutschland (BR)	7,4	7,4	19,4	38,8	1,5	5,5	6,4	11,0	158,3	99,4
Luxemburg	6,2	7,3	9,6	15,2	4,1	5,8	9,5	16,6	141,1	130,5
Belgien	8,8	10,8	16,1	22,6	9,8	12,4	16,9	23,6	124,6	142,9
Schweiz	5,1	2,2	9,1	10,3	2,8	1,0	8,1	9,6	95,6	61,4
Niederlande	7,4	3,9	5,2	5,9	4,6	1,7	4,2	9,7	88,1	83,3
Italien	6,4	2,9	8,7	3,8	4,4	6,6	5,7	8,5	58,1	79,9
Österreich	2,4	1,9	5,2	6,0	1,8	3,8	5,6	6,8	45,7	49,1
Spanien		1,3	1,7	2,9		0,6	– 1,3	4,4	23,7	23,8
Dänemark	0,7	1,2	4,1	– 1,2	0,6	1,4	4,8	– 0,9	11,5	12,0
Schweden	0,1	–	1,6	1,2	1,9	– 0,3	3,0	3,4	10,8	23,6
Übrige europäische berichtende Länder ¹	0,8	2,2	1,3	3,5	0,9	3,6	4,8	7,4	16,8	37,9
Europäische berichtende Länder zusammen	133,9	72,4	120,1	205,1	126,0	84,3	118,1	209,7	1676,8	1683,9
US-Bankenfreizone	63,4	17,1	11,8	29,5	48,3	19,4	16,2	44,2	234,3	240,3
Übrige Banken in den USA	12,3	– 2,5	– 8,8	18,3	– 10,0	12,6	22,1	27,4	234,4	201,0
Banken in den USA zusammen	75,7	14,6	3,0	47,8	38,3	32,0	38,3	71,6	468,7	441,3
Japan	20,7	21,9	53,4	127,4	21,8	23,8	41,4	148,1	345,3	346,0
darunter: Offshore-Markt				88,7				88,0	88,7	88,0
Kanada	2,7	1,8	2,0	6,7	18,0	1,2	2,4	3,5	53,0	69,7
Übrige berichtende Länder ²	31,8	13,4	55,0	89,6	33,6	8,7	42,3	77,0	677,3	638,6
Insgesamt	264,8	124,1	233,5	476,6	237,7	150,0	242,5	509,9	3221,1	3179,5

¹ Umfaßt Irland und ab 1984 auch Finnland und Norwegen. ² 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 Nicht-US-Banken in den genannten Marktzentren, alle Offshore-Geschäftsstellen in Bahrain und alle Offshore-Banken auf den Niederländischen Antillen.

Es bestehen bestimmte Ähnlichkeiten zwischen dem japanischen Offshore-Markt und der internationalen Bankenfreizone in den USA. Beide Offshore-Märkte unterliegen weniger strengen geldpolitischen Regulierungen, beide sind vom Inlandsgeschäft der Banken getrennt und beide genießen Steuerprivilegien, die sich in Japan jedoch auf die Ausnahme Gebietsfremder von der Quellensteuer auf Zinszahlungen beschränken. Ein weiterer wichtiger Aspekt des Offshore-Marktes in Japan ist, daß er kleineren japanischen Banken besseren Zugang zum internationalen Geschäft verschafft hat.

Während in den USA die Zweigstellen und Repräsentanzen der Auslandsbanken einen beträchtlichen Teil der Geschäftstätigkeit in der internationalen Bankenfreizone auf sich vereinen, scheint der japanische Offshore-Markt bisher weitgehend von japanischen Banken genutzt worden zu sein. Dieser Unterschied kann durch die größere Bedeutung der Auslandsbanken in den Vereinigten Staaten erklärt werden und damit, daß die japanische Bankenfreizone ausländischen Finanzinstituten vergleichsweise geringere Vorteile bietet.

Der unmittelbare Effekt der Eröffnung des japanischen Offshore-Marktes war die Ausweitung des Geschäfts mit den Zweigstellen japanischer Banken in anderen Teilen der Welt, speziell jenen in den asiatischen Bankenfreizonen. Insgesamt haben sich die gegenseitigen grenzüberschreitenden Positionen der japanischen Banken während des vierten Quartals 1986 weltweit schätzungsweise um rund \$ 80 Mrd. erhöht. Das zeigte sich besonders an den Auslandsforderungen der Banken in den anderen Offshore-Zentren, namentlich Hongkong und Singapur, die um den Rekordbetrag von \$ 44,3 Mrd. zunahmen.

Der Bankensektor in den USA trug im letzten Jahr weiterhin zur Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits dieses Landes bei. Die Auslandsforderungen der Banken in den USA expandierten um \$ 47,8 Mrd., nachdem sie 1985 kaum zugenommen hatten, doch die Verbindlichkeiten verzeichneten einen noch stärkeren Zuwachs. Damit verringerte sich die Nettogläubigerposition der Banken gegenüber dem Ausland um weitere \$ 23,8 auf 27,4 Mrd., womit sie um mehr als \$ 100 Mrd. unterhalb des Höchststandes vom März 1983 lag. Eine weitere bemerkenswerte, die Banken in den USA betreffende Entwicklung war der scharfe Anstieg der Auslandskreditvergabe in Fremdwährung, die im letzten Jahr um \$ 5,8 Mrd. oder 30% zunahm.

Auch das Wachstum der Auslandsforderungen der Banken in den berichtenden Ländern Europas beschleunigte sich von 1985 auf 1986 rasch, von \$ 120 auf 205 Mrd., wobei rund 10% des Zuwachses auf Käufen internationaler Wertpapiere beruhten. Allein auf die Banken Großbritanniens entfielen \$ 86,7 Mrd. oder 42% dieser Zunahme. Die japanischen Banken in London, die dort die größte nationale Gruppe bilden, trugen über \$ 70 Mrd. zu diesem Wachstum bei. Die japanischen Banken scheinen auch eine bedeutsame Rolle bei der Aufstockung der Auslandsaktiva der belgischen Banken um \$ 22,6 Mrd. gespielt zu haben. Im Gegensatz zu London bestand jedoch der Großteil dieser Ausweitung aus Nichtdollarwährungen, namentlich Schweizer Franken und ECU.

Nach den Banken in Großbritannien meldeten die Banken in Deutschland den größten Zuwachs an Auslandsforderungen, nämlich \$ 38,8 Mrd., die überwiegend auf Inlandswährung lauteten. Während die Banken in allen übrigen europäischen berichtenden Ländern außer der Schweiz netto Auslandskapital importierten, weiteten die

deutschen Banken im letzten Jahr ihre Nettogläubigerposition gegenüber dem Ausland um \$ 27,8 Mrd. aus.

Die Nationalitätenstruktur des internationalen Bankgeschäfts. Unter dem Gesichtspunkt der Nationalität der Besitzverhältnisse bei den berichtenden Banken war die Entwicklung im internationalen Bankgeschäft 1986 nicht sehr einheitlich. Nahezu 57% des Zuwachses (in jeweiligen Dollarwerten) der gesamten internationalen Bankforderungen um \$ 725,8 Mrd. – gemessen als Auslandsforderungen plus Inlandsforderungen in Fremdwährung – gingen auf das Konto japanischer Bankniederlassungen, deren Anteil an der gesamten Geschäftstätigkeit von 26 auf fast 33% zunahm. Die Gründe für das stürmische Wachstum der japanischen Banken wurden in diesem Kapitel bereits erörtert; anzumerken ist jedoch, daß beinahe 42% des Zuwachses der internationalen Aktiva der japanischen Banken Forderungen gegenüber eigenen Niederlassungen darstellten. Rechnet man diese Intrabankpositionen heraus, war die Wachstumsrate der internationalen Geschäftstätigkeit japanischer Banken (47%) nicht sehr verschieden von jener der deutschen und Schweizer Banken (jeweils rund 40%), wengleich bei diesen Wechselkurseffekte für einen weit größeren Teil des Zuwachses verantwortlich waren.

Klassifizierung der internationalen Forderungen der Banken nach Nationalität*

Heimatland der Bank	Dezember 1984		Dezember 1985		Dezember 1986	
	Milliarden US-Dollar	Prozentanteil an den Forderungen insgesamt	Milliarden US-Dollar	Prozentanteil an den Forderungen insgesamt	Milliarden US-Dollar	Prozentanteil an den Forderungen insgesamt
Deutschland (BR)	143,2	6,4	191,2	7,1	270,0	7,9
Frankreich	200,7	8,9	233,7	8,7	276,1	8,1
Großbritannien	168,9	7,5	192,2	7,2	211,7	6,2
Italien	90,6	4,0	113,2	4,2	145,1	4,3
Japan	517,9	23,0	706,7	26,4	1 117,7	32,8
Schweiz	82,9	3,7	109,2	4,1	152,0	4,5
USA	594,5	26,4	589,5	22,0	598,3	17,6
Sonstige	450,7	20,1	544,8	20,3	635,4	18,6
Insgesamt	2 249,4	100,0	2 680,5	100,0	3 406,3	100,0

* Diese Tabelle enthält Angaben über die internationalen Forderungen, d.h. die grenzüberschreitenden Forderungen in allen Währungen zuzüglich der Fremdwährungsforderungen an Ortsansässige der in den folgenden 17 Ländern ansässigen Banken: Belgien, Luxemburg, Dänemark, Deutschland, Finnland (ab Ende 1985), Frankreich, Großbritannien, Irland, Italien, Japan, Kanada, Niederlande, Österreich, Schweden, Schweiz, Spanien und USA (nur grenzüberschreitende Forderungen in Landeswährung). In den internationalen Forderungen der US-Banken sind auch die grenzüberschreitenden Forderungen der Filialen von US-Banken auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Panama, Hongkong und Singapur enthalten. Die internationalen Forderungen in der Tabelle sind nach der Nationalität der Besitzverhältnisse bei den berichtenden Banken klassifiziert.

Andernorts war das Wachstum schwächer. Die US-Banken, die fortfuhren, ihre internationale Rolle neu einzuschätzen, erhöhten ihre internationalen Aktiva nur um knapp 2% ; ihr Marktanteil reduzierte sich weiter auf 17,6% und betrug damit nur wenig mehr als die Hälfte des Anteils der japanischen Banken. Noch vor zwei Jahren, Ende 1984, hatte der Marktanteil der US-Banken denjenigen der japanischen Banken übertroffen. Die internationalen Forderungen der französischen und britischen Banken expandierten um 18 bzw. 10%.

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

Heimatland der Bank	Veränderung 1986				Bestände Ende 1986			
	Eigene Niederlassungen	Übrige Banken	Nichtbanken ¹	Wertpapiere ²	Eigene Niederlassungen	Übrige Banken	Nichtbanken ¹	Wertpapiere ²
Milliarden US-Dollar								
Deutschland (BR)								
Forderungen	4,4	63,7	10,6	0,1	17,8	172,1	79,7	0,4
Verbindlichkeiten	7,2	14,0	24,6	0,2	27,9	100,1	72,9	2,7
Frankreich								
Forderungen	4,3	25,1	12,7	0,3	33,7	155,6	86,4	0,4
Verbindlichkeiten	7,5	31,9	4,9	1,1	42,0	171,7	47,1	3,1
Großbritannien								
Forderungen	4,1	9,8	5,9	- 0,3	29,1	101,6	79,2	1,8
Verbindlichkeiten	6,0	6,2	8,7	2,8	31,3	88,6	77,3	29,0
Italien								
Forderungen	1,7	19,7	10,4	0,1	5,2	103,3	36,3	0,3
Verbindlichkeiten	2,0	29,7	1,7	2,3	7,6	125,0	12,4	5,6
Japan								
Forderungen	171,3	142,4	97,4	- 0,1	363,3	444,6	307,8	2,0
Verbindlichkeiten	203,5	154,1	23,2	17,0	399,6	512,0	113,3	45,6
Schweiz								
Forderungen	6,9	26,0	9,2	0,7	23,0	80,9	40,5	7,6
Verbindlichkeiten	15,7	15,1	5,3	- 2,2	55,5	31,7	37,9	7,9
USA								
Forderungen	4,7	7,0	- 2,7	- 0,2	252,8	179,9	163,0	2,6
Verbindlichkeiten	3,7	7,6	10,9	- 2,6	222,2	120,2	196,7	32,8
Sonstige								
Forderungen	16,1	44,8	28,9	0,8	85,0	303,7	242,2	4,5
Verbindlichkeiten	14,2	59,6	26,4	3,3	74,7	353,2	210,2	18,7
Insgesamt								
Forderungen	213,5	338,5	172,4	1,4	809,9	1541,7	1035,1	19,6
Verbindlichkeiten	259,8	318,2	105,7	21,9	860,8	1502,5	767,8	145,4

¹ Einschl. Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber Währungsbehörden. ² Einschl. CD.

Auch in der Zusammensetzung des Wachstums der internationalen Forderungen und Verbindlichkeiten der unterschiedlichen nationalen Bankengruppen gab es ausgeprägte Unterschiede. Allein \$ 97,4 Mrd. oder 56% der gesamten Neuausleihungen an Nichtbanken gingen auf das Konto japanischer Banken. Diese wurden finanziert durch Mittelaufnahmen auf dem Interbankmarkt, durch Wertpapierbegebungen, durch Refinanzierung bei eigenen Niederlassungen in Zentren außerhalb des Berichtsbereichs und durch Verschuldung auf dem jeweiligen lokalen Währungsmarkt. Italienische und französische Banken wiesen ein ziemlich ähnliches Kreditvergabe- und Refinanzierungsmuster auf. Dagegen flossen den deutschen Banken umfangreiche Mittel von Nichtbanken zu, und sie stellten dem Interbankmarkt beträchtliche Mittel zur Verfügung. Die US-Banken, die weiterhin relativ große Direkteinlagen aus dem Nichtbankensektor verbuchen konnten, waren neben den kanadischen Banken die einzige nationale Gruppe, die ihre Kreditvergabe an die Nichtbanken reduzierte.

Währungsanteile im internationalen Bankgeschäft und Wachstum des ECU-Marktes. Während der relative Anteil des Dollars in den Jahren zuvor tendenziell zurückgegangen war, beruhte die ausgeprägte Expansion der zusammengefaßten internationalen Bankpositionen im letzten Jahr vornehmlich auf Dollargeschäften. Die gesamten grenzüberschreitenden Dollarkredite der Banken in den berichtenden

Industrielländern schossen um \$ 227,2 Mrd. nach oben und damit mehr als viermal stärker als 1985 (s. untenstehende Tabelle). Nahezu 60% dieses Zuwachses konzentrierten sich auf die Banken in Japan und Großbritannien.

Im Nichtdollarbereich des Marktes war das Wachstum im Yen-Sektor mit \$ 66,2 Mrd. oder 42% wiederum am kräftigsten und machte mehr als 40% des gesamten Zuwachses der Nichtdollarforderungen aus. Die Beschleunigung beruhte auf Yen-Krediten aus Japan, während der Zuwachs der Euro-Yen-Forderungen von derselben Größenordnung war wie 1985. Es gab keine Ausweitung bei den Euro-DM-Forderungen, wohingegen DM-Kredite aus Deutschland kräftig zunahm. Im Vergleich dazu wurde ein relativ kräftiges Wachstum bei Forderungen in Euro-Pfund (+\$ 8,7 Mrd.) und Euro-Lira (+\$ 4 Mrd.) gemeldet, das hauptsächlich auf Kreditaufnahmen von in Großbritannien und Italien Ansässigen zurückging.

Nach mehreren Jahren stürmischen Wachstums schwächte sich 1986 die Geschäftstätigkeit in ECU deutlich ab. Das Wachstum der ECU-Aktiva (einschl. Forderungen an Gebietsansässige) fiel von \$ 16,6 Mrd. 1985 auf \$ 7 Mrd. (s. gegenüberstehende Tabelle) bzw. von nahezu 45 auf etwa 10% ab. Da die ECU-Verbindlichkeiten noch langsamer zunahm, stieg der Betrag der ECU-Geschäfte, der durch die Banken selbst durch Bündelung der Währungskomponenten aufzubringen war, um \$ 3 auf insgesamt 10,1 Mrd.

Zwei Entwicklungen helfen, die letztjährige Wachstumsabschwächung auf dem ECU-Markt zu erklären. Erstens beeinträchtigten Wechselkursunsicherheiten bezüglich einiger Mitgliedswährungen die Eignung des ECU-Korbes zu Absicherungszwecken. Zweitens verringerte sich die positive Zinsdifferenz zwischen ECU- und Euro-DM-Einlagen. Aus diesen Gründen sanken die ECU-Einlagen der Nichtbanken aus

Währungszusammensetzung der grenzüberschreitenden Positionen der an die BIZ berichtenden Banken¹

		Wechselkursbereinigte Veränderungen								Stand Ende 1986	
		Forderungen				Verbindlichkeiten				Forde-rungen	Ver-bind-lichkeiten
		1981	1984	1985	1986	1981	1984	1985	1986		
Milliarden US-Dollar											
US-Dollar	A	88,0	22,0	52,9	185,2	116,5	40,0	41,3	207,6	1045,3	1161,9
	B	74,4	8,8	1,4	42,0	38,4	27,9	33,5	60,9	443,6	411,8
Sonstige Währungen	A	45,2	34,7	64,1	62,9	39,0	32,7	78,2	106,6	560,4	621,8
	B	25,4	32,4	46,4	90,0	10,2	30,2	34,8	53,2	441,4	299,0
<i>darunter:</i> ²											
D-Mark	A	15,8	10,6	13,5	—	10,2	16,4	16,0	28,8	208,8	236,0
	B	4,8	4,2	15,5	26,4	0,2	2,9	3,0	2,3	116,4	61,6
Schweizer Franken	A	11,2	2,9	15,3	7,9	15,8	2,7	18,9	17,6	111,6	133,5
	B	2,6	1,6	2,8	3,3	2,4	1,0	2,4	1,4	49,2	15,9
Japanischer Yen	A	6,6	6,4	21,0	21,4	5,8	1,8	19,4	21,9	85,2	81,6
	B	5,2	11,9	22,1	44,8	1,7	11,3	17,9	29,9	137,9	91,5
Pfund Sterling	A	3,7	5,0	4,8	8,7	0,3	4,7	7,1	10,1	32,6	38,2
	B	5,0	6,7	2,3	8,9	4,8	8,3	5,6	9,3	49,8	61,0
ECU			12,8	13,7	6,9		10,5	12,4	4,6	53,1	46,4

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

¹ Nur Positionen der Banken in den berichtenden Industrieländern.

² Ohne Positionen der Banken in den USA.

Struktur des ECU-Geschäfts der Banken

	Forderungen				Verbindlichkeiten			
	Veränderungen ¹			Stand Ende 1986	Veränderungen ¹			Stand Ende 1986
	1984	1985	1986		1984	1985	1986	
Milliarden US-Dollar								
Positionen gegenüber Nichtbanken								
Inland	2,6	- 0,7	0,1	6,5	0,6	1,7	- 0,4	3,4
Ausland (EG)	1,2	1,2	0,6	6,1	0,3	0,9	- 0,4	1,9
Ausland (außer EG)	0,4	0,9	1,0	2,1	-	0,4	-	0,5
Nicht aufteilbar ²	0,6	0,6	0,3	2,2	0,2	0,3	-	0,9
Positionen gegenüber Nichtbanken zusammen	4,8	2,0	2,0	16,9	1,1	3,3	- 0,8	6,7
Positionen gegenüber Banken								
Inland	3,8	3,6	-	13,1	3,4	3,7	- 0,2	12,9
Ausland (EG)	8,3	7,6	0,8	31,0	8,3	7,6	1,8	32,6
Ausland (außer EG)	0,9	2,0	3,3	7,4	0,9	2,6	2,8	8,0
Nicht aufteilbar ²	1,4	1,4	0,9	4,3	0,8	0,6	0,4	2,4
Interbankpositionen zusammen	14,4	14,6	5,0	55,8	13,4	14,5	4,8	55,9
Insgesamt	19,2	16,6	7,0	72,7	14,5	17,8	4,0	62,6

¹ Zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende. ² Einschl. internationaler Organisationen (ohne BIZ).

der EG im letzten Jahr um \$ 0,8 Mrd., nachdem sie 1985 noch um \$ 2,6 Mrd. zugenommen hatten. Diese Wende ging beinahe vollständig auf das Konto Gebietsansässiger in Belgien, den Niederlanden und Luxemburg, die in den vergangenen Jahren die wichtigste Anlegergruppe gewesen waren. Andererseits setzte sich die Vergabe neuer Kredite an Nichtbanken im selben Ausmaß fort wie 1985 (\$ 2 Mrd.), wobei Ausleihungen an außerhalb der EG Ansässige um nahezu 100% zunahmen.

Der Konsortialkreditmarkt. Die Geschäftstätigkeit auf dem Konsortialkreditmarkt, die 1985 das niedrigste Niveau seit einem Jahrzehnt erreicht hatte, zeigte im letzten Jahr Zeichen der Wiederbelebung, wobei der Gesamtbetrag der bekanntgegebenen neuen internationalen Kredite von \$ 21,1 auf 37,8 Mrd. anzog (s. Tabelle auf S. 116). Freilich enthält die Zahl für 1986 \$ 8 Mrd. mittelfristiger Fazilitäten, die bestimmten Problemschuldnerländern eingeräumt wurden, während sich 1985 solche nichtmarktmäßigen Kredite nur auf \$ 2,3 Mrd. belaufen hatten. Mit Ausnahme Osteuropas schloß der verstärkte Rückgriff auf Konsortialkredite alle Ländergruppen ein, doch die Beschleunigung war in den Berichtsländern selbst besonders stark ausgeprägt, wo das Volumen von \$ 7,1 Mrd. 1985 auf \$ 14,7 Mrd. anstieg. Die umfangreichsten Fazilitäten wurden für Schuldner in den USA (\$ 3,8 Mrd.), Frankreich (\$ 3,2 Mrd.) und Italien (\$ 2,1 Mrd.) arrangiert. Die Neukredite an Entwicklungsländer (einschl. OPEC) nahmen von \$ 5,6 auf 8,4 Mrd. zu (ohne unter offizieller Mitwirkung bereitgestellte Kreditpakete), wobei Südkorea (\$ 1,3 Mrd.), Indien (\$ 1 Mrd.), Algerien und China (jeweils \$ 0,9 Mrd.) die größten Nutznießer waren.

Zum Teil wegen der Schwierigkeiten auf dem Markt für FRN kam es im ersten Quartal des Jahres 1987 zu einer weiteren kräftigen Zunahme angekündigter neuer Konsortialkredite, die sich auf \$ 17,3 Mrd. belief, was aufs Jahr hochgerechnet nahezu \$ 70 Mrd. sind, der größte Betrag seit 1982. Das Wachstum war wiederum stark auf die berichtenden Länder konzentriert, wo die Zahlen durch die Vereinbarung eines \$ 5 Mrd. betragenden Kredits an British Petroleum aufgebläht wurden.

Die internationalen Wertpapiermärkte

Der kurzfristige Sektor. Im Jahr 1986 setzte sich das rasche Wachstum auf dem Markt für Euro-Notes fort, wobei sich jedoch im Unterschied zu früheren Vereinbarungen, nach denen die Bankengruppen als Übernahmekonsortien die Verfügbarkeit der Mittel im Falle ungünstiger Umstände garantierten, das Gewicht auf einen internationalen Markt für Commercial paper verlagerte. Das Volumen neu vereinbarter Euro-Notes stieg um 40% auf \$ 69,5 Mrd.; Ende 1986 bestanden mehr als 350 Fazilitäten. Der Gesamtbetrag der im Rahmen dieser Fazilitäten emittierten Titel scheint sich Ende des Jahres nur auf insgesamt \$ 35 Mrd. belaufen zu haben, doch nimmt der Grad der tatsächlichen Inanspruchnahme zu. Die nicht garantierten, nicht direkt durch Bestandsvereinbarungen gedeckten Fazilitäten schlugen mit nahezu 80% der neuen Fazi-

Internationale Finanzmarktaktivitäten nach Marktsektoren und Schuldnern

Marktsektor	Schuldner						
	USA	Übrige berichtende Industrieländer ¹	Übrige entwickelte Länder	Osteuropa	Entwicklungsländer (einschl. OPEC)	Sonstige ²	Insgesamt
	Milliarden US-Dollar						
Internationale Anleihebegebungen							
1981	7,2	24,1	1,6	—	3,2	7,9	44,0
1982	15,3	37,6	4,0	—	3,1	11,6	71,6
1983	7,9	43,8	3,6	—	1,8	14,9	72,0
1984	24,8	60,8	6,1	0,1	2,7	13,4	107,9
1985	40,2	87,2	9,5	0,4	6,2	20,2	163,7
1986	40,7	140,7	15,6	0,6	2,9	19,8	220,3
1987 1. Q.	9,4	38,7	4,0	0,3	0,4	6,9	59,7
Euro-Note-Fazilitäten³							
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	3,0	9,6	4,8	0,1	0,6	0,7	18,8
1985	16,6	20,8	9,8	0,1	1,0	1,2	49,5
1986	18,3	37,4	11,0	0,1	1,0	1,7	69,5
1987 1. Q.	2,7	10,1	2,9	—	0,1	0,2	16,0
Wertpapiermarkt insgesamt							
1981	7,2	24,1	2,1	—	3,7	7,9	45,0
1982	15,7	38,4	4,4	—	3,6	11,8	73,9
1983	8,3	45,4	4,6	0,1	2,0	14,9	75,3
1984	27,8	70,4	10,9	0,2	3,3	14,1	126,7
1985	56,8	108,0	19,3	0,5	7,2	21,4	213,2
1986	59,0	178,1	26,6	0,7	3,9	21,5	289,8
1987 1. Q.	12,1	48,8	6,9	0,3	0,5	7,1	75,7
Konsortialkredite⁴							
1981	8,3 ⁵	30,8	6,0	1,1	48,0	2,3	96,5 ⁵
1982	7,0	23,0	12,5	0,8	53,5	2,6	99,4 ⁶
1983	3,4	13,7	5,6	0,7	26,7	1,7	51,8 ⁶
1984	3,6	8,6	4,3	2,5	17,1	0,5	36,6 ⁶
1985	2,1	5,0	2,3	3,7	7,9	0,1	21,1 ⁶
1986	3,8	10,9	3,6	2,0	16,4	1,1	37,8 ⁶
1987 1. Q.	2,4	10,3	1,3	0,8	1,9	0,6	17,3

¹ Länder mit Beiträgen zur internationalen Bankenstatistik der BIZ. ² Offshore-Finanzplätze, internationale Finanzinstitutionen zuzüglich nicht zurechenbarer Positionen. ³ Umfaßt alle Euro-Note-Fazilitäten 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). ⁴ Ohne bestehende Kredite, bei denen nur neue Zinsspannen vereinbart wurden. ⁵ Ohne Standby-Kredite in Höhe von \$ 35 Mrd., die US-Unternehmen in Zusammenhang mit der Übernahme anderer US-Gesellschaften gewährt wurden. ⁶ Enthält die folgenden Beträge „unfreiwillig“ gewährter Kredite: \$ 11,2 Mrd. 1982, \$ 13,7 Mrd. 1983, \$ 6,5 Mrd. 1984, \$ 2,3 Mrd. 1985 und \$ 8 Mrd. 1986.

Quelle: Bank von England.

litäten zu Buche und waren hauptsächlich als Euro-Commercial-paper-Programme ausgestaltet. Darüber hinaus wurde eine zunehmende Anzahl von Fazilitäten ohne Limitierung des Emissionsbetrages vereinbart.

Obwohl die Verlagerung auf Fazilitäten vom Typ der Commercial paper teilweise als Reaktion auf die Einführung von Kapitaldeckungserfordernissen für Übernahme garantien stattgefunden hat, spielten allgemeinere Kostengesichtspunkte ebenfalls eine Rolle. Neben dem Verzicht auf die Garantie der zeichnenden Bank vereinigten viele der neuen Fazilitäten jene flexibleren Konditionen hinsichtlich Laufzeit, Preis, Verteilung und Abrechnung in sich, die für die US-Märkte für Commercial paper kennzeichnend sind.

Das Wachstum des Marktes für Euro-Notes ging mit einer zunehmenden Verflechtung mit Inlandsmärkten und einer Ausweitung auf andere Währungen als den Dollar einher. Multiple-Component Facilities, die den Kreditnehmern eine Vielfalt von Möglichkeiten der Mittelinanspruchnahme sowohl auf dem Inlands- als auch auf den Euromärkten und in verschiedenen Währungen eröffnen, bildeten im letzten Jahr einen Großteil der neuen Vereinbarungen. Wichtiger ist noch, daß ein Zusammenwachsen der nationalen und internationalen Sektoren über eine Verringerung der Kostenunterschiede stattgefunden hat. Die Informationen, die über den US-Dollar-Markt vorliegen, deuten darauf hin, daß die Zinssätze für Euro-Commercial paper zwar jene für US-Inlandsemissionen vergleichbarer Schuldner überstiegen, dieser Unterschied aber durch die geringeren Abschlußgebühren ausgeglichen wurde. Ein damit verbundenes Merkmal war die Entwicklung neuer Inlandsmärkte für Commercial paper. Seit Ende 1985 wurden solche Märkte in Großbritannien, den Niederlanden und Frankreich eingerichtet. In Großbritannien wurde ein stetiger Strom von Programmen arrangiert, seit der Markt im Frühjahr 1986 eröffnet wurde, doch sein Wachstum war durch die in Kraft befindlichen Regulierungen gebremst. Ohne die „open-ended“ Commercial-paper-Programme wurden im letzten Jahr \$ 2 Mrd. neuer Fazilitäten vereinbart, und bis zum Jahresende waren Titel in Höhe von weniger als \$ 1 Mrd. begeben worden. Nach kräftigem Wachstum im ersten Halbjahr 1986 schwächte sich die Neubebung von Commercial paper in Frankreich ab; der Ende des Jahres ausstehende Betrag belief sich auf rund \$ 4 Mrd.

Was die einzelnen Instrumente angeht, so bestand die wichtigste Innovation des Jahres 1986 in der Entwicklung von mittelfristigen Euro-Note-Fazilitäten. Wie Commercial paper sind mittelfristige Euro-Notes kontinuierlich begebene, ungesicherte Schuldscheine, doch mit längeren Laufzeiten, die von neun Monaten bis zu zehn Jahren reichen. Solche Instrumente, die die Lücke zwischen den kürzer- und längerfristigen Segmenten des Marktes schließen, ermöglichen Kreditnehmern größere Flexibilität hinsichtlich des Laufzeitenprofils sowie Umfang und Zeitplan der Emissionen. In den USA waren mittelfristige Schuldscheinprogramme schon seit einiger Zeit für erst-rangige Finanzierungsgesellschaften verfügbar, doch machten sie nicht mehr als 10 bis 15% des Binnenmarktes für Commercial paper aus. In den letzten Jahren freilich lieferten die Bildung eines Sekundärmarktes und die Flexibilität durch „Registrierungsrahmen“, die es den Emittenten erlauben, die US-Wertpapiermärkte jederzeit nach Erfüllung der Registrierungserfordernisse (und nicht nur an einem einzigen, vorherbestimmten Emissionsstichtag) in Anspruch zu nehmen, weitere Wachstumsimpulse. Auf dem Euromarkt wurden im Verlauf des Jahres 1986 \$ 3,7 Mrd. mittelfristiger Fazilitäten bereitgestellt.

Obwohl die Zahl der Euro-Note-Fazilitäten gewachsen ist, bleibt der Markt im wesentlichen auf erstklassige Schuldner und Kreditnehmer aus entwickelten Ländern beschränkt. Die zunehmenden Ähnlichkeiten mit Commercial paper führten jedoch dazu, daß eine wachsende Zahl von Unternehmen, die traditionell nicht auf den Euro-markt gehen, Euro-Note-Fazilitäten zur Absicherung ihrer heimischen Commercial-paper-Programme vereinbarten. US-Gesellschaften und ihre Finanzierungstöchter blieben im letzten Jahr die größten Schuldner, indem sie \$ 18,3 Mrd. aufnahmen. Das herausragendste Ereignis war jedoch die starke Zunahme der Marktbeanspruchung durch japanische Kreditnehmer, die von \$ 0,5 Mrd. 1985 auf \$ 10,4 Mrd. stieg. Das stürmische Wachstum fand hauptsächlich in der ersten Jahreshälfte statt und ging überwiegend auf das Konto japanischer Banken, die versuchten, die Anlegerbasis für ihre CD-Emissionen zu erweitern. Weitere wichtige Verwender solcher Fazilitäten waren Australien (\$ 6,9 Mrd.), Frankreich (\$ 4,5 Mrd.) und Schweden (\$ 4,4 Mrd.).

Das Volumen neu vereinbarter Fazilitäten erreichte mit \$ 20,4 Mrd. im zweiten Quartal des Jahres 1986 seinen Höhepunkt. Danach ging es zurück und betrug im ersten Quartal 1987 \$ 16 Mrd.

Der langfristige Sektor. Nach zwei aufeinanderfolgenden Jahren kräftigen Wachstums erreichte die Geschäftstätigkeit auf den internationalen Anleihemärkten ein neues Rekordniveau. Der Gesamtbetrag der Emissionen schnellte auf \$ 220 Mrd. und erhöhte sich damit gegenüber 1985 um 35%. Diese Emissionsaktivität ging freilich mit einer kräftigen Zunahme der Tilgungen und vorzeitigen Rückzahlungen einher, die sich auf rund \$ 64 Mrd. stellten, womit sie um zwei Drittel höher waren als 1985.

Strukturmerkmale des internationalen Anleihemarktes¹

	1983	1984	1985	1986					1987 1. Quartal
				Jahr	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal	
Milliarden US-Dollar									
Anleihen insgesamt	72,0	107,9	163,7	220,3	55,4	55,7	60,1	49,1	59,7
nach Emissionsart:									
festverzinsliche Anleihen	56,7	73,9	107,8	172,5	47,0	46,4	39,3	39,8	57,0
variabel verzinsliche Anleihen ...	15,3	34,0	55,9	47,8	8,4	9,3	20,8	9,3	2,7
<i>darunter:</i>									
<i>Schuldverschreibungen mit Eigenkapitalbezug²</i>	9,9	11,9	11,6	27,1	5,3	6,9	7,6	7,3	7,8
nach Emissionswährung:									
US-Dollar Euro	35,8	67,1	95,1	114,8	25,9	29,6	33,7	25,6	18,2
Ausland	3,4	1,3	3,5	5,7	2,2	—	0,7	2,8	1,2
Schweizer Franken	14,0	13,1	15,0	23,3	6,3	4,9	6,1	6,0	6,2
D-Mark	6,4	7,0	11,3	16,2	4,4	5,1	3,9	2,8	6,6
ECU ³	1,7	2,9	7,3	6,8	1,6	2,8	0,8	1,6	3,7
Yen Euro	0,3	1,2	6,8	18,6	5,1	3,0	5,8	4,7	8,6
Ausland	3,7	4,7	5,4	4,0	2,5	0,6	0,4	0,5	0,5
Pfund Sterling Euro	2,0	4,1	5,6	10,5	3,1	3,9	3,0	0,5	5,3
Ausland	0,9	1,4	1,0	0,4	0,2	0,2	—	—	—
Sonstige	3,8	5,1	12,7	20,0	4,1	5,6	5,7	4,6	9,4

¹ Festverzinsliche Anleihen und FRN. ² Wandelanleihen und Anleihen mit Option zum Bezug von Aktien. ³ Ohne Anleihen, die auf den nationalen Märkten der Schuldner begeben wurden.

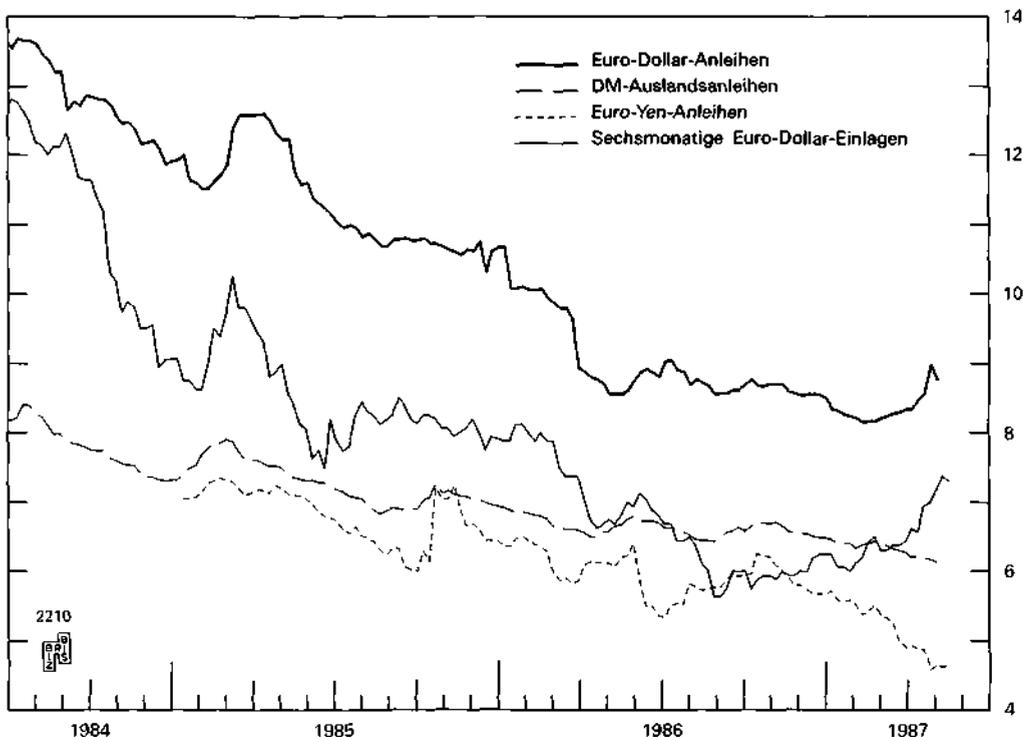
Quelle: Bank von England.

Infolgedessen stieg das Nettovolumen der Anleihebegebungen „nur“ um 25% auf \$ 156 Mrd.

Verschiedene Faktoren beeinflussten im letzten Jahr Volumen, Zeitpunkt, Preis und Währungsdenomination der Neubegebungen. Erstens steuerten sowohl der Zinsrückgang als auch die Erwartungen bezüglich künftiger Zinsbewegungen weitestgehend die relativen Anteile fest- und variabel verzinslicher Anleihen. Im ersten Halbjahr 1986, als die Dollarzinssätze stark fielen, von 10 auf 8% oder weniger, waren die Aktivitäten im Sektor der festverzinslichen Anleihen am lebhaftesten, da die Schuldner versuchten, sich die niedrigeren Zinsen langfristig zu sichern. Der Anteil der festverzinslichen Anleihen stieg von 66% 1985 auf 84%. Darüber hinaus ermutigten der günstige Trend bei den Zinssätzen und die sonstigen Verschuldungsbedingungen zur Aktivierung von Kündigungsklauseln und lösten umfangreiche Refinanzierungsoperationen aus. Als die Aussichten der Zinsentwicklung gegen Ende des Sommers unsicherer wurden und die Zinsen vorübergehend wieder anzogen, kam es wieder mehr zur Begebung von FRN, die im dritten Quartal 35% der gesamten Anleiheneubegebungen ausmachten. Die Geschäftstätigkeit auf dem FRN-Markt wurde auch durch Bankbegebungen von FRN ohne Laufzeitbegrenzung angeregt, die in manchen Ländern im Rahmen der Bankenaufsicht dem Haftungskapital gleichgestellt werden. Aufgrund von Schwierigkeiten in diesem spezifischen Marktsegment brachten jedoch „spill-over“-Effekte gegen Ende des Jahres die Begebung von FRN praktisch zum Stillstand (s. oben S. 103/104).

Renditen ausgewählter internationaler Anleihen und Eurodollareinlagensätze 1984–87

Mittwochswerte, in Prozent



Zweitens stand 1986 ein beträchtliches Volumen internationaler Anleihebegehungen im Zusammenhang mit Zins- und Währungsswaps, die es den Schuldnern erlauben, sich Mittel auf jenen Märkten zu besorgen, auf denen sie komparative Vorteile genießen. Obwohl keine Zahlen über das Volumen von Swaps mit einer internationalen Dimension verfügbar sind, läßt eine Schätzung allein auf der Basis der Geschäfte von US-Banken und in den USA operierender Auslandsbanken vermuten, daß sich Ende 1986 der Wert der ausstehenden Kontrakte auf \$ 480 Mrd. belief, das wären 120% mehr als ein Jahr zuvor. Es wird auch geschätzt, daß rund 20% der internationalen Anleihebegehungen des letzten Jahres Gegenstand von Währungs- oder Zinsswaps waren, wobei es den Anschein hat, daß die Emissionsaktivitäten in einigen kleineren Währungssegmenten beinahe ausschließlich mit Swapoperationen in Verbindung standen. So wurden beispielsweise wenigstens 70% der Neubehreibungen in australischen und neuseeländischen Dollars durch die Kreditnehmer in andere Währungen „geswapt“. Auch die Zunahme der Geschäfte in mehreren europäischen Währungen wie dem französischen Franc, dem holländischen Gulden und der dänischen Krone scheinen weitgehend mit Swapoperationen im Zusammenhang gestanden zu haben. Weiterhin wurden nahezu 50% der Emissionen Yen-denominierter Anleihen „geswapt“, um japanische Reglementierungen zu umgehen, namentlich die Beschränkungen der langfristigen Kreditaufnahme. Neben dem Wachstum der schuldenunterlegten Swaps gab es als weiteres Merkmal die Zunahme von Forderungsswaps, mit deren Hilfe Wertpapiere zu synthetischen Gruppen fest- oder variabel verzinslicher Titel zusammengefaßt werden.

Ein dritter Faktor, der die Emissionsaktivität im letzten Jahr beeinflusste, waren die allgemein hohen Umsätze auf den Aktienmärkten und die Erwartungen der Schuldner und Anleger bezüglich der künftigen Aktienkursentwicklung. Dies trug sowohl zur kräftigen Expansion der Begebung von Schuldverschreibungen mit Eigenkapitalbezug als auch zum Wachstum des neuen Marktes für Euroaktien bei. Mit einem Anstieg von \$ 11,6 Mrd. 1985 auf \$ 27,1 Mrd. hat sich die Ausgabe von Wandelanleihen und (Aktien-) Optionsanleihen mehr als verdoppelt. Auf japanische Unternehmen allein entfiel 1986 mehr als die Hälfte des Gesamtbetrags; solche Emissionen erlauben es ihnen, die lästigen und teuren nationalen Regulierungen bei konventionellen Aktienemissionen zu umgehen. So wurden durch die Ausübung der mit solchen Wertpapieren verbundenen Optionen 1986 beinahe drei Viertel des Aktienkapitals in Japan aufgebracht.

Neben der Ausbreitung eigenkapitalbezogener Anleihen kam es zu bedeutenden Entwicklungen auf den internationalen Aktienmärkten. Euroaktien werden normalerweise außerhalb des nationalen Marktes durch Konsortien emittiert und in gleicher Weise wie Eurobonds in Umlauf gebracht. Sie sind in Inhaberform und unterliegen nicht den heimischen Börsenzulassungsregeln. Die Erstplazierungen auf dem Euroaktienmarkt im Jahr 1986 beliefen sich auf \$ 7,5 Mrd., das war nahezu viermal so viel wie im Jahr zuvor. Der Löwenanteil dieser Emissionen betraf multinationale Unternehmen mit hohem internationalen Standing, doch eine Anzahl wichtiger Begehungen wurde auch im Zusammenhang mit der Privatisierung öffentlicher Unternehmen durchgeführt.

Obwohl der Anteil der internationalen Anleiheemissionen, die in Dollar denominiert sind, von 60% 1985 auf 55% im letzten Jahr gesunken ist (in jeweiligen Dollarwerten gerechnet), ist es schwierig, die Bedeutung dieses Rückgangs zu beurteilen. Die

ausgeprägten Wechselkursbewegungen des Dollars gegenüber den anderen Hauptwährungen blähten den Wert der Emissionen in Nichtdollarwährungen auf. Darüber hinaus verwischen Anleiheemissionen, denen Swappeschnäfte zugrundeliegen, die Grenzen zwischen Aktivitäten in unterschiedlichen Währungssegmenten. Dennoch war ein auffallendes Merkmal in diesem Bereich das rasche Wachstum Yen-denominierter Emissionen, die um 85% auf \$ 22,6 Mrd. zunahmen. Damit erreichten sie beinahe dasselbe Niveau wie die Begebungen in Schweizer Franken, die im letzten Jahr ebenfalls einen Aufschwung erlebten und um 55% auf \$ 23,3 Mrd. anstiegen, wobei japanische Emittenten eine wichtige Rolle in diesen beiden Währungssektoren spielten.

Im letzten Jahr dominierten Schuldner aus den Industrieländern auf den internationalen Anleihemärkten noch stärker; ihr Marktanteil stieg von 84% 1985 auf 89%.

Schuldnergruppen auf den internationalen Anleihemärkten

Anleihe-schuldner	Jahr	Ins-gesamt	davon:					ECU	Sonstige
			US-Dollar	Schwei-zer Franken	Japani-scher Yen	D-Mark	Milliarden US-Dollar		
USA	1983	7,9	6,1	1,3	—	0,3	—	0,2	
	1984	24,8	21,4	1,1	0,7	0,8	0,1	0,7	
	1985	40,2	30,3	2,6	3,3	1,1	0,8	2,1	
	1986	40,7	28,7	4,3	4,4	0,8	0,7	1,8	
	1987 1. Q.	9,4	6,2	0,5	0,5	0,3	0,1	1,8	
Japan	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	20,3	11,3	5,8	0,8	0,8	0,7	0,9	
	1986	31,7	19,2	7,9	2,5	0,7	0,5	0,9	
	1987 1. Q.	8,9	4,1	2,4	1,3	0,5	0,3	0,3	
Sonstige entwickelte Länder ..	1983	36,1	21,1	4,3	2,0	3,3	0,9	4,5	
	1984	51,1	32,6	4,3	2,4	3,4	1,6	6,8	
	1985	76,4	44,2	4,5	4,3	6,1	4,4	12,9	
	1986	124,6	64,4	8,8	11,3	11,1	4,2	24,8	
	1987 1. Q.	33,8	7,7	2,7	5,9	4,2	2,2	11,1	
Entwicklungsländer (einschl. OPEC)	1983	1,8	1,3	0,1	0,3	—	—	0,1	
	1984	2,7	1,6	0,2	0,7	—	—	0,2	
	1985	6,2	4,0	0,1	1,2	0,7	—	0,2	
	1986	2,9	1,1	0,1	1,4	0,2	—	0,1	
	1987 1. Q.	0,4	—	0,1	0,2	0,1	—	—	
Sonstige (einschl. Osteuropa)	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	2,3	1,7	0,1	0,1	0,3	—	0,1	
	1987 1. Q.	0,9	0,3	0,2	0,2	0,1	—	0,1	
Internationale Institutionen ...	1983	14,7	6,6	1,7	1,7	2,2	0,7	1,8	
	1984	13,2	3,5	1,8	1,9	2,3	1,1	2,6	
	1985	18,7	7,4	1,9	2,5	2,5	1,3	3,1	
	1986	18,1	5,4	2,1	2,9	3,1	1,4	3,2	
	1987 1. Q.	6,3	1,1	0,3	1,0	1,4	1,1	1,4	
Insgesamt	1983	72,0	39,2	14,0	4,0	6,4	1,7	6,7	
	1984	107,9	68,4	13,1	5,9	7,0	2,9	10,6	
	1985	163,7	98,6	15,0	12,2	11,3	7,3	19,3	
	1986	220,3	120,5	23,3	22,6	16,2	6,8	30,9	
	1987 1. Q.	59,7	19,4	6,2	9,1	6,6	3,7	14,7	

Quelle: Bank von England.

Schuldner aus den USA blieben weiterhin die größten Kreditnehmer (\$ 41 Mrd.), doch ihr Anteil an den gesamten Neubelegungen war etwas geringer als im Jahr zuvor. Darin offenbarte sich ein gewisses Zögern seitens ausländischer Investoren gegenüber US-Unternehmen, deren Kreditwürdigkeit durch frühere übermäßige Verschuldungen, teils in Verbindung mit Übernahmeaktivitäten, beeinträchtigt war.

Japanische Kreditnehmer, die zweitgrößte Schuldnergruppe, legten sehr viel mehr internationale Anleihen auf, nämlich \$ 31,7 gegenüber 20,3 Mrd. im Jahr davor. Die Neuverschuldung britischer Kreditnehmer stieg um über ein Drittel auf \$ 19,5 Mrd. an. Die britische Regierung nahm \$ 4 Mrd. mit einer einzigen Emission zur Stärkung ihrer Währungsreserven auf, britische Banken brachten \$ 2,5 Mrd. an Haftungskapital durch die Begebung von „ewigen“ FRN auf, und eine Anzahl britischer Unternehmen verlagerte ihre Sterling-Emissionen auf die internationalen Märkte und trug so zur kräftigen Ausweitung des Euro-Sterling-Sektors im letzten Jahr bei. Auch andere entwickelte Länder erhöhten ihren Rückgriff auf den internationalen Anleihemarkt beträchtlich, um nahezu 70% auf \$ 105,1 Mrd., obwohl Refinanzierungsaktivitäten einen signifikanten Anteil dieser Summe ausmachten. Die größten Kreditnehmer waren Kanada (\$ 17,4 Mrd.), Frankreich (\$ 13 Mrd.), Deutschland (\$ 10,7 Mrd.), Australien (\$ 10,1 Mrd.) und Dänemark (\$ 9,2 Mrd.). Die Entwicklungsländer (einschl. OPEC) verringerten ihren bereits bescheidenen Rückgriff auf die internationalen Anleihemärkte von \$ 6,2 Mrd. 1985 auf \$ 2,9 Mrd., doch profitierten sie von den \$ 8,2 Mrd. an Mitteln, die 1986 durch die internationalen Entwicklungshilfeorganisationen aufgebracht wurden.

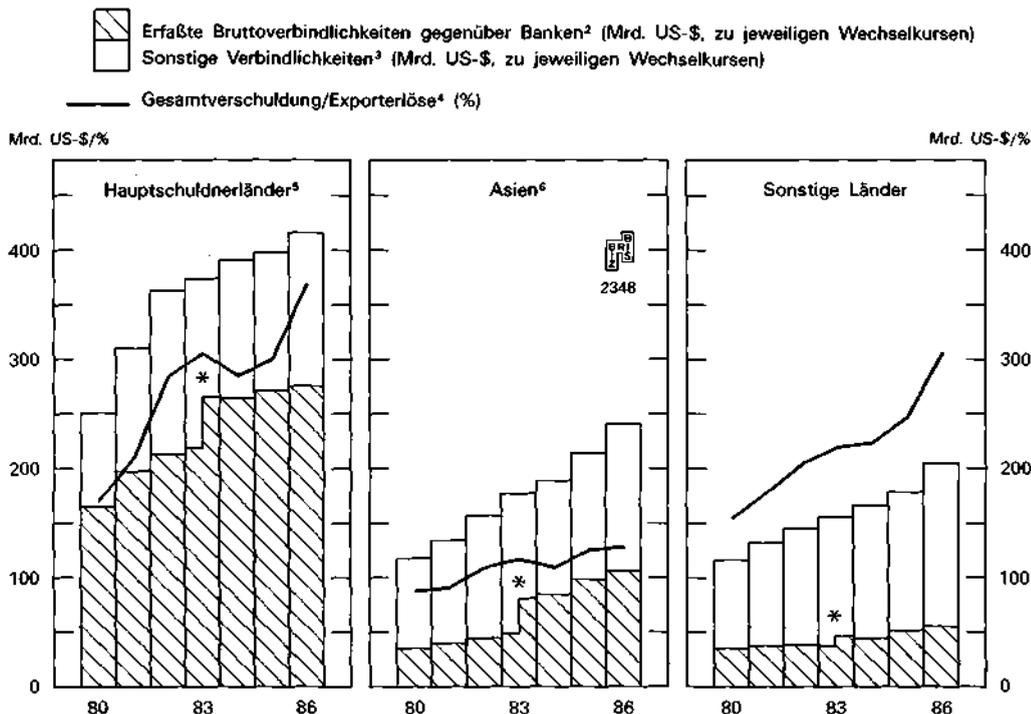
Im ersten Quartal 1987 erreichten die internationalen Anleiheemissionen, die im vorangegangenen Quartal ein wenig abgeflaut waren, fast wieder das Rekordvolumen von \$ 60 Mrd., das sie im dritten Quartal 1986 verzeichnet hatten. Es kam aber zu einer ausgeprägten Verschiebung der Marktstruktur. Die Belegungen von FRN kamen praktisch zum Stillstand, als die Probleme im Sektor der „ewigen“ zinsvariablen Notes auf den FRN-Markt im allgemeinen übergriffen. Demgegenüber erhöhte sich die Emission festverzinslicher Anleihen von knapp unter \$ 40 Mrd. in den beiden Quartalen zuvor auf das Rekordniveau von \$ 57 Mrd., dies ungeachtet der wachsenden Zinsunsicherheiten im Zusammenhang mit dem allmählichen Anstieg der langfristigen Anleiherenditen in den USA. Der Stimmung auf den Devisenmärkten entsprechend war die Verschiebung zu festverzinslichen Titeln von einer ausgeprägten Kontraktion – von 58% im vierten Quartal 1986 auf 32,5% – des Marktanteils des Dollarsektors begleitet, während die Nichtdollaremissionen einen absoluten Höchststand erzielten. Yen-denominierte Emissionen erreichten ein Rekordniveau von \$ 9,1 Mrd. und überholten damit die Schweizer-Franken-Emissionen; der Yen-Sektor wurde dadurch zum zweitgrößten Markt. Am stärksten weitete sich allerdings die Emissionsaktivität in einigen der kleineren Währungssegmente aus, so in D-Mark (von \$ 2,8 Mrd. im vierten Quartal 1986 auf \$ 6,6 Mrd.), in Pfund Sterling (von \$ 0,5 auf 5,3 Mrd.) und in „sonstigen“ Währungen (von \$ 4,6 auf 9,4 Mrd.) einschließlich des australischen und neuseeländischen Dollars und des französischen Franc (s. Tabelle auf S. 118). Ein nachdrückliches Comeback von \$ 1,6 Mrd. im vierten Quartal 1986 auf \$ 3,7 Mrd. erlebte ferner der ECU-Sektor, da das im Januar 1987 im EWS durchgeführte Realignment dazu beitrug, einige der früheren Wechselkursunsicherheiten zu beseitigen. Ein weiteres Merkmal des ersten Quartals war das fortgesetzt hohe Niveau eigenkapitalbezogener Anleiheemissionen (\$ 7,8 Mrd.), in denen sich der Auftrieb der Aktienkurse widerspiegelte.

Die Schuldenlage

Die Ereignisse des Jahres 1986 lassen den Schluß zu, daß es beträchtlicher Zeit und fortgesetzter Bemühungen bedürfen wird, eine dauerhafte Lösung der internationalen Schuldenprobleme zu erreichen. Das zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit der 14 wichtigsten Schuldnerländer in der dritten Welt, an die sich die Baker-Initiative richtet (d.h. die 15 Baker-Länder ohne Jugoslawien), das 1984/85 beinahe verschwunden war, begann sich erneut zu vergrößern. In diesen Ländern erfuhr das Verhältnis der Schulden zu den Ausfuhren nach neuerlicher Verschlechterung während des Jahres 1985 eine weitere kräftige Zunahme von etwa 300 auf 370%. Selbst das Verhältnis des Zinsaufwands zu den Ausfuhrerlösen stieg im letzten Jahr trotz des Rückgangs der Dollarzinsen an. Dieses enttäuschende Ergebnis beruhte vor allem auf dem Rückgang der Exporteinnahmen um \$ 20 Mrd., die damit nur noch etwa drei Viertel des 1980/81 erreichten Höchststandes erreichten. Demgegenüber wiesen die um Wechselkursveränderungen bereinigten Auslandsschulden im letzten Jahr kaum einen Zuwachs auf.

Die Erfahrungen dieser wichtigsten Länder mit großen Bankschulden wurden weitgehend von einer Vielzahl kleinerer Problemschuldner geteilt, deren Verbindlichkeiten größtenteils gegenüber ausländischen offiziellen Stellen bestehen. Andererseits gelang es einer begrenzten Zahl von Schwellenländern, namentlich im pazifischen

Entwicklung der internationalen Verschuldung bestimmter
Entwicklungsländergruppen 1980–86¹



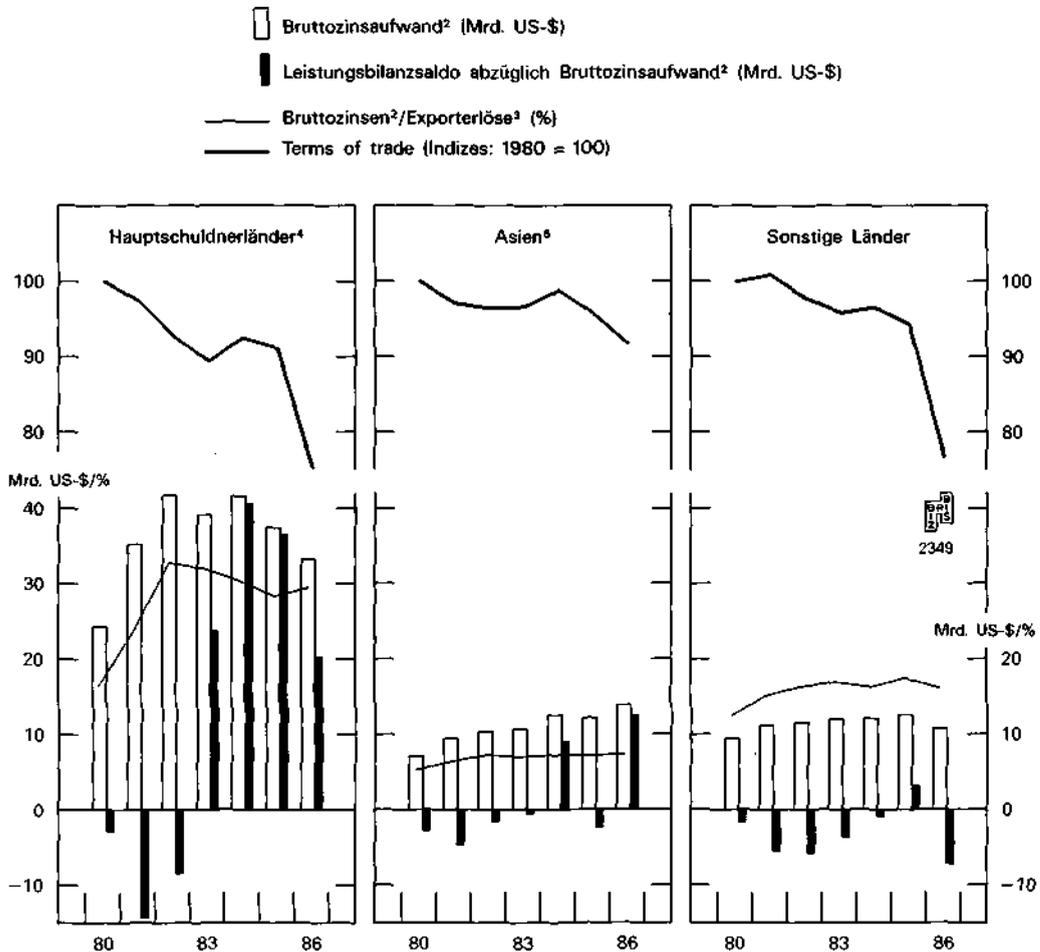
* Bruch in der Reihe wegen der Erweiterung der statistischen Erfassung bei der internationalen Bankenstatistik der BIZ.

¹ Ohne OPEC-Länder des Nahen Ostens und Offshore-Zentren. ² Gegenüber Banken in den der BIZ berichtenden Ländern.
³ Schätzungen auf der Basis von IWF-Quellen. ⁴ Export von Waren und Dienstleistungen. ⁵ Von der Baker-Initiative
 anvisierte Länder mit Ausnahme Jugoslawiens. ⁶ Ohne die Philippinen.

Raum, mit relativ niedrigen Schuldendienstquoten und einer ausgesprochen wachstums- und marktorientierten Politik, ihre Ausfuhren im letzten Jahr kräftig zu erhöhen.

Der Rückschlag für die hochverschuldeten Länder im Jahr 1986 war das Ergebnis äußerer und inländischer Faktoren. Der wichtigste äußere Einfluß war die allgemeine Schwäche der Rohstoffpreise, die diesen Ländern eine Verschlechterung der Terms of trade um 17% eintrug (s. untenstehende Grafik). Besonders der Ölpreisverfall traf einige Länder dieser Gruppe, namentlich Mexiko, empfindlich, wenn auch andere, etwa Brasilien, von einer niedrigeren Ölimportrechnung profitierten. Als Gruppe sind die Länder, auf die die Baker-Initiative abzielt, netto bedeutende Ölexporteure, und ihr Gesamtüberschuß aus dem Ölhandel ging im vergangenen Jahr um \$ 18 Mrd. zurück, was ein stärkerer Rückgang war als der ihrer Leistungsbilanz insgesamt.

Bestimmungsgründe des Kreditbedarfs bestimmter Entwicklungsländergruppen 1980–86¹



¹ Ohne OPEC-Länder des Nahen Ostens und Offshore-Zentren. ² Schätzungen auf der Basis von IWF-Quellen. ³ Export von Waren und Dienstleistungen. ⁴ Von der Baker-Initiative anvisierte Länder mit Ausnahme Jugoslawiens. ⁵ Ohne die Philippinen.

Was die inländischen Einflüsse anbelangt, so war der Hauptgrund für die verschlechterte Zahlungsbilanzlage einiger hochverschuldeter Länder eine verfehlte Wirtschaftspolitik. Eine Politik, die einen übermäßigen Anstieg der Realeinkommen zur Folge hatte, führte zu einer übersteigerten Ausweitung des inländischen Konsums, mit der Folge wiederauflebender Inflation und rückläufiger Exporte. Das Gesamtvolumen aller Exporte der 14 hochverschuldeten Länder ging im letzten Jahr um 5% zurück.

Nach den Verschlechterungen der Jahre 1981–84 wäre eine Verbesserung des Lebensstandards natürlich willkommen; doch wenn diese Länder aus ihren Schuldenproblemen herauswachsen sollen, muß das Wachstum durch zunehmende Investitionen und Exporte getragen sein. Wenngleich mehrere Schuldnerländer sehr energisch Strukturanpassungen unternommen haben, gibt es bisher wenig Anzeichen dafür, daß sich die Investitionsquoten von dem niedrigen Niveau zu erholen begonnen haben, auf das sie im Gefolge der Schuldenkrise gesunken waren. Hohe Schuldendienstlasten und eine schwache Exportnachfrage sind dafür teilweise verantwortlich; dennoch scheint es beträchtlichen Spielraum für weitere Verbesserungen in der Wirtschaftspolitik zu geben.

Trotz der jüngsten Verschlechterung der externen Zahlungssituation in einer Anzahl von Entwicklungsländern sollten einige beträchtliche Fortschritte im Zusammenhang mit dem Schuldenproblem nicht übersehen werden.

Standardisierte Verfahren zur Umschuldung und eine fortgesetzte Finanzierung sowohl durch offizielle wie private Gläubiger haben im Zusammenhang mit überwachten Anpassungsprogrammen erhebliche Konzessionen von seiten der Gläubiger bewirkt. Der Aufschlag auf LIBOR ist bei den jüngsten Umschuldungen substantiell verringert worden. Der Fall-zu-Fall-Ansatz nimmt Rücksicht auf die spezifischen Bedürfnisse und Verhältnisse einzelner Länder und stellt auf deren langfristiges Wachstum ab. Die Weltbank hat ihre Strukturanpassungskredite kräftig aufgestockt; die Auszahlungen haben sich von \$ 1,7 Mrd. 1983 auf \$ 3 Mrd. 1986 nahezu verdoppelt. Beträchtliche Fortschritte wurden auch bei der Gründung der Multilateral Investment Guarantee Agency gemacht, die Direktinvestitionen in den Entwicklungsländern fördern wird, indem sie nichtkommerzielle Risiken übernehmen und technische Hilfeleistung leisten soll.

Zweitens war der Rückgang der Zinssätze auf Dollarverbindlichkeiten, der Währung, in der die Schulden größtenteils denominiert sind, sehr ausgeprägt; der sechsmonatige LIBOR – der Schlüsselsatz für in Eurodollar syndizierte Kredite – fiel von jahresdurchschnittlichen 16,7% 1981 auf 8,6% 1985 und 6,9% 1986. Der anhaltende Zinsrückgang senkte die Kosten des Schuldendienstes im Jahre 1986 um mehr als \$ 4 Mrd.

Drittens hat die kräftige Dollarabschwächung während der beiden letzten Jahre nicht nur geholfen, den realen Wert der weitgehend in Dollar denominierten Schulden zu senken, sondern erhöhte auch in Entwicklungsländern, deren Wechselkurs an den Dollar geknüpft ist, die Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den Industrieländern mit Ausnahme der USA. Wegen der strafferen Kreditpolitik und einer realistischeren Zins- und Wechselkurspolitik hat sich ferner die Kapitalflucht im Lauf des letzten Jahres abgeschwächt, was beweist, daß selbst in Problemschuldnerländern eine vernünftige Politik positiven Einfluß auf die Kapitalströme ausüben kann.

Viertens und letztens gelang es den Gläubigerbanken trotz härteren Wettbewerbs und eines zunehmend schwierigeren internationalen Umfelds, ihre Fähigkeit, Verluste zu tragen, zu verbessern, vornehmlich durch Bildung von Rückstellungen und Kräftigung ihrer Eigenmittel. Von 1982 bis 1985 dürfte sich die Erhöhung von Kapital und Rückstellungen in der Weise ausgewirkt haben, daß sich das durchschnittliche Engagement der großen internationalen Banken der Zehnergruppe, gemessen im Verhältnis zu ihrem gesamten Eigenkapital, schätzungsweise um mehr als ein Viertel, in einigen Fällen sogar um 50% vermindert hat. Im Jahr 1986 setzten die Banken die Stärkung ihrer Bilanzrelationen fort; im Mai 1987 gab die größte US-Bank bekannt, daß sie ihre Rückstellungen für Verluste im Kreditgeschäft um \$ 3 Mrd. aufstockt, um dadurch rund 25% ihres gegenüber den hochverschuldeten Entwicklungsländern bestehenden Engagements abzudecken.

Ein auffälliges Merkmal des Jahres 1986 war wiederum die große Vielfalt der Erfahrungen und Reaktionen in den einzelnen Ländern. Die Entwicklungen in Brasilien und Mexiko, den beiden höchstverschuldeten Ländern der dritten Welt, illustrieren, wie unterschiedlich die Effekte exogener Schocks sein können und wie rasch wirtschaftspolitische Strategien umgestülpt werden können. In den ersten Jahren der Schuldenkrise setzte Brasilien ein ziemlich striktes Anpassungsprogramm durch, das einen übermäßigen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Investitionsquote verhindern und die hartnäckig hohen Inflationsraten senken sollte und das dem Land substantielle und wachsende Handelsüberschüsse bescherte. Im Jahr 1985 wurde dann jedoch ein expansiverer Kurs eingeschlagen, der nicht nur das Wirtschaftswachstum, sondern auch die Inflation stark beschleunigte. Diese Entwicklung führte im März 1986 zur Verabschiedung des Cruzado-Plans, der mit Hilfe eines vorübergehenden Preisstopps Preisstabilität mit hohem Wirtschaftswachstum in Einklang bringen sollte. Obwohl durch eine sinkende Ölrechnung und hohe Kaffeepreise gestützt, war diese Politik hauptsächlich deswegen nicht erfolgreich, weil sie mit einem übermäßigen Anstieg der Realeinkommen einherging. Die resultierende Woge der Konsumgüternachfrage drängte die Exporte ab und führte zu einem verringerten Handelsüberschuß, spürbaren Verlusten an Währungsreserven und an der heimischen Front zu einem Wiederaufleben der Inflation. Im Februar 1987 verfügte Brasilien einseitig ein Moratorium auf die Zahlung von Zinsen auf \$ 68 Mrd. betragende mittel- und langfristige Schulden gegenüber Auslandsbanken. Außerdem blockierte es kurzfristige Handelskredite und ausstehende Interbankschulden nicht nur bei Banken in Brasilien, sondern auch bei ausländischen Geschäftsstellen brasilianischer Banken in Höhe von \$ 15 Mrd. Ende April kündigte jedoch die brasilianische Regierung einen bedeutenden Kurswechsel ihrer Politik an: Sie kürzte das Wachstumsziel für 1987 in Höhe von 7% auf die Hälfte und versprach ein neues Sparprogramm zur Dämpfung der Inflation, Stimulierung der Exporte und Verbesserung der Kooperation mit den Auslandsgläubigern. Ferner scheint das Land nach nahezu zweijähriger Pause bereit zu sein, den Dialog mit dem IWF wiederaufzunehmen.

In Mexiko, wo der Ölpreisfall die Effekte des Erdbebens und früherer wirtschaftspolitischer Entgleisungen verstärkt hatte, wurde im letzten Jahr ein glaubwürdiges Anpassungsprogramm eingeleitet und – unter Mitwirkung von IWF und Weltbank – ein neues Finanzierungspaket bereitgestellt. Obwohl das Land die Wirtschaftspolitik entsprechend straffte, die es seit dem zweiten Halbjahr 1985 zur Verringerung von Überhitzungserscheinungen im Inland betrieb, setzte sich die Verschlechterung in der Zahlungsbilanz fort. Die Öleinnahmen sanken von \$ 14,8 auf 6,3 Mrd.; eine Ab-

nahme des Bruttosozialprodukts Mexikos um 4% verhinderte nicht das Schrumpfen des Handelsüberschusses von \$ 8,5 Mrd. 1985 auf \$ 4,6 Mrd., ein Rückgang, der trotz einschneidender Importbeschränkungen und einer kräftigen Expansion der Nichtölausfuhren eintrat. Eine restriktive Kreditpolitik leitete jedoch schließlich erfolgreich den Rückfluß von Fluchtkapital ein. Nach einem Rückgang um \$ 1,6 Mrd. in den ersten neun Monaten des Jahres 1986 stiegen die Währungsreserven Mexikos im letzten Quartal um \$ 2,4 Mrd.

Nach langwierigen Verhandlungen mit den Gläubigerbanken wurde im März 1987 schließlich ein Abkommen unterzeichnet, durch das \$ 7,7 Mrd. neuer Mittel bereitgestellt werden. Das war der letzte Teil eines Pakets, das die weitere Umschuldung von über der Hälfte von Mexikos Auslandsschulden und die Bereitstellung von insgesamt nahezu \$ 14 Mrd. neuer Kredite offizieller und privater Gläubiger beinhaltete. Mit einer Spanne von $\frac{1}{16}$ Prozentpunkten über LIBOR waren die Konditionen der Geschäftsbanken relativ günstig. Die Vereinbarung enthielt zudem ein neues Moment, nämlich die Verpflichtung der Gläubiger, weiteres Geld zur Verfügung zu stellen, sollte es zu einer negativen Änderung in Mexikos außenwirtschaftlichen Bedingungen kommen. In dem Abkommen zeitigten sich die ersten Früchte der neuen Strategie, die vom US-Finanzminister anlässlich des Treffens von IWF und Weltbank im September 1985 zur Lösung des Schuldenproblems durch Wachstumsförderung, Streckung der Fälligkeiten über lange Zeiträume und abgestimmte Zuführung neuen Kapitals verbunden mit verstärkter Überwachung durch die Weltbank ins Leben gerufen wurde.

Argentinien schloß Anfang 1987 ein Abkommen mit dem beratenden Ausschuß seiner Gläubigerbanken, das neue Kredite in Höhe von \$ 2 Mrd. und die Umstrukturierung von etwa \$ 30 Mrd. öffentlicher und privater Schulden vorsah. Es enthält auch einen auf maximal \$ 5 Mio. pro Bank begrenzten Kündigungsvorbehalt. Der neue Kredit wird eine Spanne von $\frac{1}{16}$ Prozentpunkten über LIBOR und eine zwölfjährige Laufzeit haben. Ähnlich wie Mexiko hat auch Argentinien erkannt, daß es ratsam sei, die kontinuierliche Überwachung durch den IWF und die Weltbank zu akzeptieren. Der Mitte 1985 in Kraft gesetzte Austral-Plan hatte zunächst einigen Erfolg bei der Bekämpfung der Inflation. Im Jahr 1986 wurden die ökonomischen Zügel gelockert, und die Reallöhne begannen wieder zu steigen, die Wirtschaft wuchs mit 5,6%, doch der Handelsüberschuß halbierte sich, und die Inflation beschleunigte sich wieder. Vor diesem Hintergrund wurde im Februar 1987 ein neues Programm verkündet, das vorsah, den Preis- und Lohnstopp wieder einzuführen, die Währung abzuwerten und einige administrierte Preise des öffentlichen Bereichs anzupassen. Viel bleibt jedoch zu tun, um die Strukturprobleme der Volkswirtschaft zu lösen, wie Rückführung des öffentlichen Sektors, Verbesserung des Steuersystems, Wiederbelebung der Investitionen und Beseitigung des Anti-Exportdralls.

Die Philippinen, der einzige Problemschuldner Asiens, waren ein weiteres wichtiges Land, das Anfang 1987 ein Umschuldungsabkommen mit den Banken abschloß. Obwohl dieses Abkommen dem Land keine neuen Mittel zuführte, milderte es doch die Lasten der bestehenden Schulden, indem die Spanne über LIBOR auf $\frac{7}{8}$ Prozentpunkte verringert wurde, die tilgungsfreien Perioden für einige Kredite auf sieben-einhalb Jahre verlängert und die Rückzahlungen über einen Gesamtzeitraum von 17 Jahren gestreckt wurden. Ferner ist vorgesehen, marktfähige, in Auslandswährung denominierte Notes zu emittieren, die zum Ankauf von Beteiligungen in Pesos umgewandelt werden können. Die wirtschaftlichen Bedingungen in den Philippinen haben

sich stabilisiert, und nach zwei Jahren ausgeprägter Kontraktion begannen die Wachstumskräfte im letzten Jahr wieder Fuß zu fassen. Die Leistungsbilanz verbesserte sich, und das Land war in der Lage, die Währungsreserven beträchtlich aufzustocken. Im Gegensatz zur Entwicklung in Lateinamerika, wo die Inflation sich beschleunigte, gab es keinen bedeutenden Rückschlag bei den Bemühungen, die Preisstabilität zu fördern.

In den meisten Fällen wurden Vereinbarungen über Neukredite und Umschuldungspakete mit längeren Laufzeiten und niedrigeren Spannen nur nach langwierigen und manchmal schwierigen Verhandlungen erzielt, deren endgültige Unterzeichnung durch alle Teilnehmer häufig erst nach weiteren Verzögerungen zustande kam. Darüber hinaus gab es im letzten Jahr effektiv keine marktmäßigen Neukredite für die bedeutendsten Problemschuldnerländer; zum ersten Mal haben die Banken ihre Gesamtforderungen gegenüber diesen Ländern sogar reduziert. In früheren Jahren ermöglichten Auszahlungen neuer, im Rahmen offiziell geförderter Umschuldungsvereinbarungen gewährter Kredite diesen Ländern, einen bescheidenen Zufluß neuen Kapitals von den internationalen Banken aufrechtzuerhalten.

Zum überwiegenden Teil kann jedoch die Abnahme der Bankforderungen an die wichtigsten Problemschuldnerländer im Jahr 1986 auf die Umwandlung externer Schulden in Anteilskapital oder Inlandsverbindlichkeiten zurückgeführt werden. Im Fall der größten Schuldnerländer haben sich diese Umwandlungen bis heute auf schätzungsweise \$ 4 Mrd. belaufen, wovon nahezu \$ 2 Mrd. auf 1986 entfallen. Nicht immer bedeutet dies eine Verbesserung der Auslandsposition der Schuldnerländer, denn zum Teil wären diese Zuflüsse in Form von Direktinvestitionen wahrscheinlich auch dann erfolgt, wenn es nicht zu den Umwandlungen gekommen wäre, und dann vielleicht sogar zu für die Schuldnerländer günstigeren Bedingungen. Brasilien, Chile und Mexiko sind die wichtigsten Problemländer, die Schuldenumwandlungen nennenswerten Umfangs vorgenommen haben, doch Argentinien, Ecuador, Nigeria, die Philippinen und Venezuela haben kürzlich Verfahren zur Schuldenumwandlung institutionalisiert oder sind dabei, es zu tun.

Forderungsumwandlungen oder Direktverkäufe von LDC-Schulden in den entwickelten Ländern, die sich 1986 auf schätzungsweise \$ 5 bis 8 Mrd. belaufen haben, verringern ebenfalls das Engagement der Banken, wenn der Kontrahent eine Nichtbank ist. Doch selbst in Fällen, in denen die LDC-Forderung durch eine andere Bank erworben wird, kann sich die Konzentration der eingegangenen Risiken vermindern. Ein weiterer Weg, auf dem das Engagement der Banken verringert wurde, war die Übertragung von Forderungen auf Exportgarantieagenturen oder ähnliche öffentliche Körperschaften.

Ein Grund für die zunehmenden Schwierigkeiten, die Banken zur Zusammenarbeit bei der Schnürung neuer Finanzierungspakete zu bewegen, selbst wenn diese Teil eines sinnvollen Anpassungsprogramms sind, besteht in der unterschiedlichen Lage und Strategie einzelner Bankengruppen. Die meisten Banken mit in Relation zu ihren Eigenmitteln hohem Engagement und mit Niederlassungen oder anderen Geschäftsinteressen in den Schuldnerländern tendieren zu einer sehr langfristigen Sichtweise und sind eher als andere Banken geneigt, neue Mittel bereitzustellen. Für Banken mit Engagements mittlerer Größenordnung, die bereits hohe Rückstellungen für ihre Forderungen an Problemschuldnerländer gebildet haben, dürfte die Kapitalisierung von Zinszahlungen gegenüber ihren Aktionären leichter zu rechtfertigen sein als die Gewährung neuer Kredite, die unter Umständen in dem Moment wertberichtigt werden

müssen, in dem sie gewährt werden. Schließlich mögen kleinere Banken mit geringen Einsätzen und wenig Ambitionen, ihr internationales Geschäft auszuweiten, versucht sein, sich aus der Finanzierung der Entwicklungsländer vollständig zurückzuziehen, selbst wenn dies die Hinnahme gewisser unmittelbarer Verluste bedeutet.

Aus dieser Interessenvielfalt ergibt sich, daß ein pragmatischer Ansatz, der die unterschiedliche Lage der einzelnen Banken mit berücksichtigt, am ehesten erfolgversprechend ist. Die jüngst zum Zuge gekommenen „exit bonds“ und Schuldenumwandlungsprogramme sind Zeichen, daß man anfängt, dies in die Tat umzusetzen. Obwohl die involvierten Summen im Verhältnis zum Gesamtbetrag der ausstehenden Schulden klein sein mögen, dürften die neuen Techniken doch eine sehr nützliche Rolle spielen, wenn es darum geht, die Schuldenverhandlungen zu beschleunigen und den Gläubigerbanken mit weit auseinandergehenden Interessenlagen unterschiedliche Optionen zu eröffnen.

Es überrascht nicht, daß unter den Umständen des Jahres 1986 sowohl auf Seiten der Schuldner als auch der Gläubiger im Zusammenhang mit der Schuldenstrategie gewisse Zeichen der Erschöpfung sichtbar geworden sind. Trotzdem sind die in der Baker-Initiative enthaltenen Grundgedanken nach wie vor gültig. Die Schuldnerländer können ihre gegenwärtigen Probleme nur lösen und ihre externe Kreditwürdigkeit wiederherstellen, so daß ein realer Ressourcentransfer aus den Industrieländern erneut möglich wird, wenn sie eine Politik einschlagen, die ihre Volkswirtschaften auf den Weg breit angelegten, exportorientierten Wachstums bringt. Damit das geschieht, bleibt für sie viel zu tun, sowohl im Hinblick auf strukturelle Anpassung als auch eine effizientere Nutzung der vorhandenen Ressourcen. Die meisten dieser Maßnahmen, selbst wenn sie aus außenwirtschaftlichen Gründen ergriffen würden, bedeuteten keinen echten Konflikt mit nationalen Interessen, sondern würden vielmehr Wachstum und Wohlstand in diesen Ländern verbessern. Die Erzielung exportorientierten Wachstums ist keine unmögliche Aufgabe, das hat eine Reihe asiatischer Länder in den letzten Jahren vorgeführt, und es zeigt sich in einigen lateinamerikanischen Ländern selbst beim Wachstum der Ausfuhren von Industrieerzeugnissen; doch es wird einige Zeit vergehen, eine solche Politik zu verwirklichen.

Um die Schuldnerländer in die Lage zu versetzen, sich die Leistungsbilanzdefizite leisten zu können, die sich aus einer solchen Politik struktureller Anpassung unter Einschluß der erforderlichen Importe zur Ausweitung der heimischen Investitionstätigkeit ergeben, wird es externer Finanzierung sowohl aus offiziellen wie privaten Quellen bedürfen. Wie von der Baker-Initiative anvisiert, sollte ein Teil dieser Finanzierung in der Form langfristiger Kredite erfolgen, die direkt mit nationalen Investitionsprojekten verknüpft sind. Darüber hinaus sollten diese Länder den Zufluß von Risikokapital stärker ermuntern, um so die weitere Zunahme ihrer Auslandsverschuldung in Grenzen zu halten. Es darf hinzugefügt werden, daß eine realistischere, marktwirtschaftlich ausgerichtete, wachstumsorientierte Politik es den Schuldnerländern erleichtern sollte, die Rückführung von Fluchtkapital in die Wege zu leiten.

Gleichzeitig haben die Industrieländer zum Erfolg der Baker-Initiative einen unabdingbaren Beitrag zu leisten, nicht nur durch Bereitstellung neuer Finanzierungsmittel und Aufrechterhaltung eines günstigen Konjunkturklimas, sondern auch durch Förderung eines strukturellen Wandels in ihren eigenen Volkswirtschaften. Exportorientiertes Wachstum in den Schuldnerländern kann nur dann eine sinnvolle und tragfähige Politik sein, wenn die Industrieländer willens sind, der Einfuhr von

gewerblichen und agrarischen Erzeugnissen aus diesen Ländern genügend Raum zu gewähren. Bei hoher Arbeitslosigkeit und mit einer starken Agrarlobby dürfte das nicht leicht sein, besonders zu Zeiten eines schwachen Wirtschaftswachstums und in Ländern ohne große Eigendynamik. Doch eine marktwirtschaftliche Lösung des internationalen Schuldenproblems wird so lange nicht möglich sein, wie die strukturelle Hinwendung zu exportorientiertem Wachstum in den Schuldnerländern nicht mit einem entsprechenden Wandel der ökonomischen Strukturen in den Industrieländern einhergeht.

VI. GELDPOLITIK UND AUSSENWIRTSCHAFTLICHE ZWÄNGE

Schwerpunkte

Im letzten Jahr wurde die Geldpolitik in den Industrieländern in verschiedener Hinsicht komplizierter. In einer sich rasch wandelnden wirtschaftlichen und finanziellen Umwelt wurde es schwieriger, Prioritäten festzulegen, und außenwirtschaftliche Zwänge traten verstärkt zutage. Das Geldmengenwachstum beschleunigte sich, zum Teil als Reaktion auf niedrigere Zinssätze. Es wurde zunehmend schwieriger, einige Schlüsselaggregate zu interpretieren. In mehreren Ländern schossen die Geldmengen­größen über die Ziele hinaus, die von den geldpolitischen Instanzen im Rahmen der seit einigen Jahren verfolgten mittelfristigen Strategie der Inflationsbekämpfung festgelegt worden waren.

In vielen Ländern war die Geldmenge über mehrere Jahre rascher gewachsen als das nominale Bruttosozialprodukt, im letzten Jahr jedoch war der Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit der Geldmengenaggregate ausgeprägter und weiter verbreitet. Finanzielle Innovationen waren ein Faktor, der diesen Zusammenhang beeinflusste; von allgemeinerer Bedeutung war aber, daß der Zinsrückgang den Anreiz verringerte, die Haltung niedrig verzinslicher Geldbestände zu ökonomisieren. Man könnte argumentieren, daß in dem Ausmaß, in dem niedrigere Zinssätze im Zusammenhang mit gesunkenen Inflationsraten standen, die gestiegene Geldnachfrage durch die Geldpolitik in angemessener Weise akkommodiert werden konnte. In einigen Ländern spielten Kapitalzuflüsse eine wesentliche Rolle. Allerdings können nicht sämtliche Zuwächse der Geldbestände befriedigend erklärt werden. Die Unsicherheiten im Zusammenhang mit ihrer Interpretation haben zugenommen. Immerhin läßt sich sagen, daß die geldpolitischen Instanzen in den wichtigen Ländern angesichts fehlender Anzeichen für einen starken grundlegenden Inflationsdruck auf den Güter- und Arbeitsmärkten in der Weise reagiert haben, daß sie ihre kurzfristige Zinspolitik daran orientierten, das Wirtschaftswachstum zu stützen und Wechselkursschwankungen zu begrenzen.

Auf kurze Sicht hat die umfangreiche Dollarabwertung tendenziell die Inflationsrisiken verschoben: weg von den anderen Ländern und hin zu den Vereinigten Staaten, wo jedoch das Preis- und Lohnverhalten gemäßigt blieb. Dennoch sind steigende Aktien- und Rentenkurse in vielen Ländern seit längerem deutliche Warnsignale überschüssiger Liquidität. Obwohl die Inflation gebändigt ist, sind die langfristigen Zinssätze in den meisten großen Volkswirtschaften seit Anfang letzten Jahres bemerkenswert hoch geblieben und in den USA in den letzten Monaten beträchtlich gestiegen.

Die Erfahrungen haben nun überzeugend klar gemacht, daß selbst die größten Länder bei ihren geldpolitischen Entscheidungen die Wechselkurse ihrer Währungen beachten müssen. Eine größere Stabilität der Wechselkursrelationen zwischen den Hauptwährungen dürfte die internationale Koordinierung der Geldpolitik erfordern, selbst wenn dies nur auf informelle Weise geschieht. Druck auf die Wechselkurse der

Schlüsselwährungen spiegelt jedoch häufig Haushalts- und Leistungsbilanzungleichgewichte wider, Veränderungen relativer Preise von Energie und Rohstoffen oder andere Störungen. Der Versuch, solchem Druck allein durch Zinssatzanpassungen zu begegnen, könnte die Währungs- und Preisstabilität in den wichtigen Ländern gefährden. Preisstabilität bleibt nach wie vor eine Vorbedingung für längerfristig befriedigende Ergebnisse der Weltwirtschaft.

In vielen europäischen Ländern wurden außenwirtschaftliche Beschränkungen der Geldpolitik seit langem akzeptiert und sogar zur Inflationsbekämpfung genutzt, indem die heimische Währung eng mit Währungen von Ländern mit niedrigen Inflationsraten verbunden wurde. Dennoch: Die außenwirtschaftlichen Zwänge scheinen sich in jüngster Zeit verschärft zu haben und dürften noch ernster werden, wenn die Pläne zur Liberalisierung grenzüberschreitender Kapitaltransaktionen wirksam werden. Dank zunehmender Konvergenz war das Europäische Währungssystem vor dem Hintergrund starker Schwankungen des Dollarkurses in den letzten Jahren zu einer Zone beträchtlicher Wechselkursstabilität geworden. Häufigere Wechselkursanpassungen im vergangenen Jahr und ein zunehmender Umfang damit zusammenhängender Kapitalbewegungen könnten jedoch auf potentielle Schwierigkeiten bei der Steuerung des Systems hinweisen. Das hohe Niveau der langfristigen Zinssätze in einigen EWS-Ländern und auch in Ländern mit weniger formalisierten Wechselkurszielen scheint Befürchtungen des Marktes anzudeuten, daß dort die „Hartwährungs“-Politik künftig weniger strikt verfolgt werden könnte. Im Zuge der Weiterentwicklung ihrer geldpolitischen Instrumente haben einige europäische Zentralbanken versucht, die Mindestreservebestimmungen so anzupassen, daß sie helfen, die Zinsen auf Bankkredite oder -einlagen von den Reaktionen der Geldmarktsätze auf außenwirtschaftliche Einflüsse zu isolieren.

In den letzten Jahren trug die Geldpolitik die Hauptlast der Inflationsbekämpfung, ungeachtet der Tatsache, daß die Verlangsamung des Preisanstiegs 1986 eindeutig von den rückläufigen Ölpreisen begünstigt wurde. Aber die Geldpolitik ist nun aufgerufen, sowohl bei der Stützung der ökonomischen Aktivität als auch bei der Stabilisierung der Wechselkursrelationen zwischen den Hauptwährungen eine Rolle zu spielen. Diese Ziele werden nicht immer dieselbe Geldpolitik erfordern und wohl auch zeitweise nicht miteinander zu vereinbaren sein. Hinzu kommt, daß in Ländern, in denen untragbare Haushaltsdefizite diskretionärer Finanzpolitik Beschränkungen auferlegt haben, weitere Maßnahmen zur Verringerung der Fehlbeträge erforderlich sind. In anderen Ländern hat die sich abschwächende Wirtschaftstätigkeit zu expansiven Haushaltsplänen geführt, doch bevor die Anpassungen Wirkungen zeitigen, wird einige Zeit vergehen. Da die Finanzpolitik ihrer Natur nach auf kurze Sicht inflexibel ist, besteht die Gefahr, daß die Geldpolitik mit Versuchen, die Devisenmärkte und die kurzfristigen Produktionsschwankungen zu stabilisieren sowie gleichzeitig die Inflation unter Kontrolle zu halten, überfordert wird.

Geldpolitik auf der Grundlage von Geldmengenzielen

Monetäre Zielvorgaben und Ergebnisse im Jahr 1986. Unter den von starken Schwankungen geprägten inneren wie internationalen Bedingungen des letzten Jahres kamen die mittelfristigen geldpolitischen Strategien, die seit einigen Jahren in den Industrieländern in Kraft waren, zunehmend unter Druck. Trotz der wohlfundierten längerfristigen Beziehung zwischen monetärem Wachstum und Inflation war es in der

Praxis niemals leicht, Geldmengenziele einzuhalten. Schwierigkeiten, die Entwicklung bestimmter Aggregate zu interpretieren, und die Notwendigkeit, kurzfristig auch andere Indikatoren zu berücksichtigen, sind Erfahrungen, die auch früher schon in den meisten Ländern gemacht wurden. Letztendlich haben sich jedoch Strategien der Geldmengensteuerung als wirkungsvoll erwiesen, die Inflationserwartungen zu mäßigen und die allgemeine Preisstabilität wiederherzustellen. Seit den frühen achtziger Jahren waren die meisten Länder bestrebt, die veröffentlichten Ziele für das Geldmengenwachstum Jahr für Jahr zu verringern, doch bei der Festlegung der Vorgaben für das letzte Jahr und insbesondere hinsichtlich der Bedeutung, die man diesen Zielen beimaß, war eine Hinwendung zu größerer Flexibilität offenkundig. Die monetären Expansionsraten beschleunigten sich fast überall, und in einigen Ländern nahmen die Verzerrungen in der Entwicklung der gesteuerten Aggregate zu.

In den USA verlangsamte sich das Wachstum von M1 Anfang 1986 vorübergehend, als der wirtschaftliche Erholungsprozeß ins Stocken geraten zu sein schien, doch die Federal Reserve akkommodierte im allgemeinen die Nachfrage nach Bankreserven bei rückläufigen oder stabilen Geldmarktsätzen. Daraufhin beschleunigte sich das Wachstum von M1 auf 15,2% für das Jahr insgesamt, verglichen mit 12% für das Jahr zuvor. Auch das Wachstum von M2 und M3 beschleunigte sich und blieb gerade noch innerhalb der Zielzonen für das Jahr. Die gesamte Inlandsverschuldung

Geldmengen- und Kreditaggregate: Zielvorgaben und Zuwachsraten

	Geldmengen- bzw. Kredit- aggregat ¹	Zielvorgabe ² für			Geldmengen- bzw. Kreditwachstum				
		1985 ³	1986 ³	1987 ³	Zielperiode ⁴		Veränderung gegen Vorjahr (basierend auf Quartalsdurchschnitten)		
					1985	1986	1. Quartal		
Prozent ⁵									
USA	M1	3-8	3-8	-	13,1	15,3	6,5	11,6	16,4
	M2	6-9	6-9	5 1/2-8 1/2	8,8	8,9	9,2	7,0	9,2
	M3	6-9 1/2	6-9	5 1/2-8 1/2	7,7	8,8	10,6	7,1	8,5
	GVINS	9-12	8-11	8-11	13,4	13,1	13,8	14,0	12,2
Japan	M2 + CD	8	8-9	9	9,0	8,3	7,9	9,0	8,8
Deutschland (BR) ..	ZBG	3-5	3 1/2-5 1/2	3-6	4,5	7,7	4,9	5,2	7,7
Frankreich	M2R	4-6	-	4-6	6,5	-	9,1	7,4	2,5
	M3	-	3-5	3-5	-	4,6	9,6	6,2	4,6
Großbritannien	M0	3-7	2-6	2-6	4,2 ⁶	5,4 ⁶	5,4	3,7	4,5
	£M3	5-9	11-15	-	13,6 ⁶	19,2 ⁶	10,0	15,0	19,0
Italien	CPS	12	7	7	13,0	11,4	15,5	11,1	13,5
	M2	10	7-11	6-9	11,4	9,6	14,0	9,5	9,7
Schweiz	NBGB	3	2	2	2,2	2,0	2,4	1,4	3,2
Niederlande	DM2	-	5 1/2-6	11-12 ⁷	8,3	9,6	3,4	12,0	8,4 ⁸

¹ GVINS = gesamte Inlandsverschuldung der nichtfinanziellen Sektoren; ZBG = Zentralbankgeldmenge; M0 = weit abgegrenzte monetäre Basis; CPS = Kredite an den nichtöffentlichen Sektor; NBGB = bereinigte Notenbankgeldmenge; DM2 = Beitrag des Bankensystems zu M2 (Zuwachs der Bankkredite an den privaten Sektor und der langfristigen Bankkredite an den öffentlichen Sektor, abzüglich des Zuwachses der langfristigen Verschuldung des Bankensystems). ² GVINS in den USA: nur Warnbereich; M2 + CD in Japan: Projektion. ³ USA (außer für M1 im Jahre 1985), Japan (1985/86), Deutschland und Frankreich (1986/87): viertes Quartal gegen viertes Quartal des Vorjahres; Italien und die Niederlande: Dezember gegen Dezember des Vorjahres; Frankreich (1985): Zielperioden basieren auf Durchschnittsnovember bis Januar; Großbritannien: 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 bis zum vierten Quartal eingeführt. (Die zuvor im Januar für 1985 verkündete Zielvorgabe betrug 4-7%.) In Großbritannien wurde die Zielvorgabe für Sterling-M3 für 1985 und 1986 jeweils im Oktober außer Kraft gesetzt. Für Japan ist für 1987 die Projektion vom zweiten Quartal zum zweiten Quartal ausgewiesen. In Frankreich, Italien und Großbritannien wurde die Definition bzw. Messung der Aggregate 1986 geändert. ⁴ Gleiche Berechnung wie bei den Zielvorgaben. ⁵ Jahresraten. ⁶ Zwölf Monate bis Dezember. ⁷ Für eine Periode von 24 Monaten, endend im Dezember 1987. ⁸ Januar und Februar.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder.

der nichtfinanziellen Sektoren stieg weiterhin beträchtlich stärker als das nominale Bruttosozialprodukt.

In Japan, ebenfalls vor dem Hintergrund fallender kurzfristiger Zinsen, expandierte das Aggregat M2 zuzüglich Einlagenzertifikate (CD) 1986 weiterhin stärker, als es der mittelfristigen Trendrate entsprach. In Deutschland, wo sich die kurzfristigen Marktzinsen 1986 kaum änderten, stieg das Wachstum der Zentralbankgeldmenge zu Jahresbeginn – offenbar wegen vorübergehender Unstetigkeiten im Bargeldbedarf – über den Zielkorridor hinaus. Das Aggregat bewegte sich im Mai/Juni zur Obergrenze des Zieltrichters zurück, wuchs aber anschließend erneut rascher, so daß das Geldmengenziel für das Jahr zum erstenmal seit 1978 übertroffen wurde.

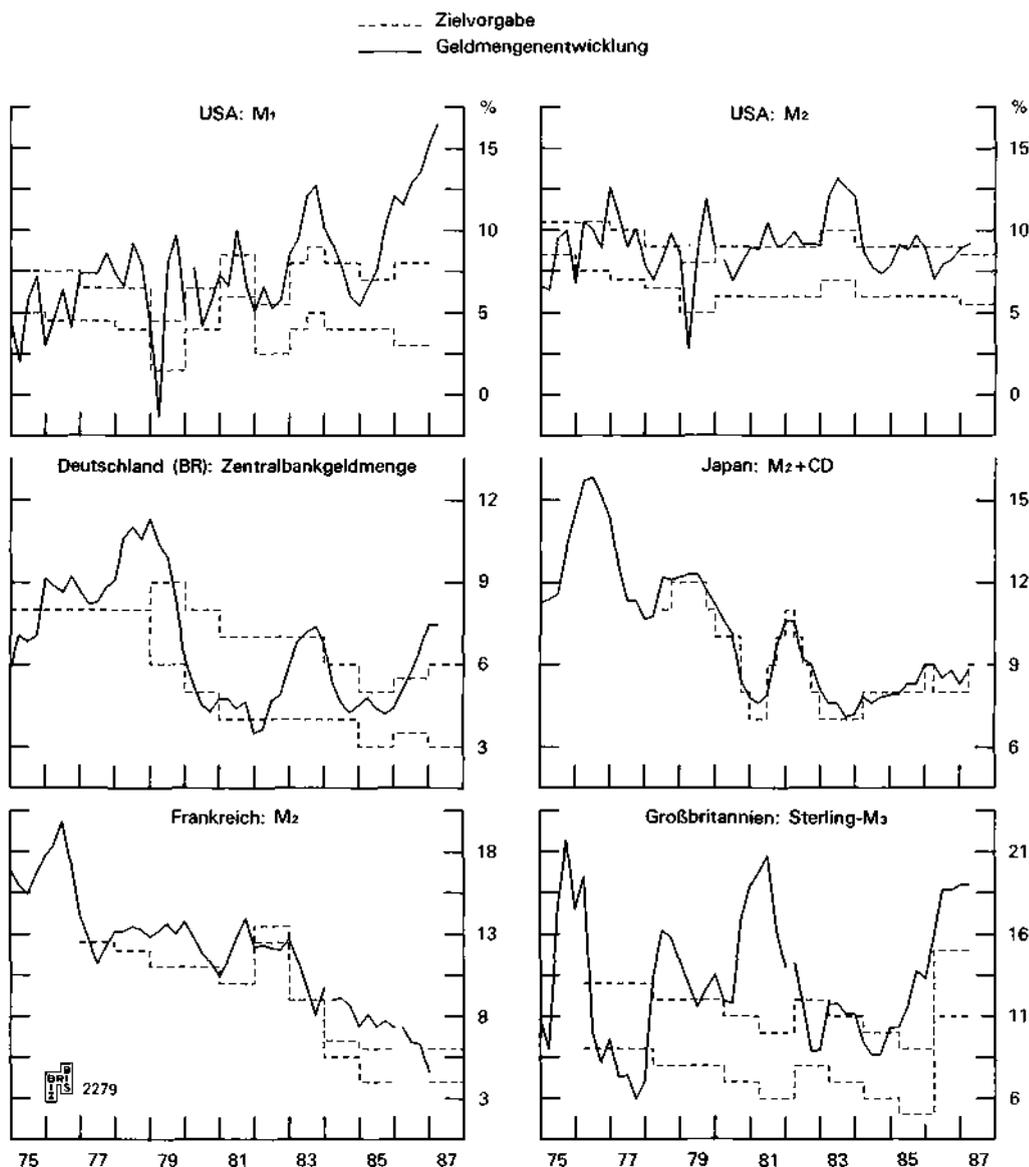
In Frankreich stieg die Geldmenge M3 in der ersten Hälfte des Jahres 1986 über die Obergrenze des Zielbandes; später verlangsamte sich das Wachstum allerdings. In Großbritannien schoß die Geldmenge Sterling-M3 über das Zielband hinaus, kurz nachdem dieses im März 1986 verkündet worden war, und expandierte auch danach unter erratischen Schwankungen mit sehr hohen Raten. Auch das Wachstum der Geldmenge M0 beschleunigte sich ab Sommer 1986, so daß das Aggregat am Jahresende in der oberen Hälfte der Zielzone lag. In Italien übertraf das Wachstum der Kredite an den nichtöffentlichen Sektor die Vorgabe für das Jahr, und der Zuwachs von M2, obwohl gedämpft durch Finanzinnovationen, war nahe an der Obergrenze des Zielbandes. In den Niederlanden wuchs der Nettobeitrag des Bankensystems zur Kreditexpansion weiterhin mit einer Rate, die bereits im Jahr zuvor zu Sorgen Anlaß gegeben hatte. Andererseits verlief in der Schweiz das Wachstum des Zielaggregats gedämpft und in Übereinstimmung mit der Zielsetzung für das Jahr.

Per saldo wurde wenig getan, um dem Überschießen der monetären Aggregate im letzten Jahr entgegenzuwirken. Tatsächlich ging es in einer ungewöhnlich offenen, von den USA initiierten, öffentlichen Debatte über die Geldpolitik der anderen wichtigen Länder um das Tempo, mit dem die kurzfristigen Zinsen reduziert werden sollten. Die Frage, ob Zinserhöhungen angebracht sein könnten, wurde niemals ernsthaft angeschnitten. Das rasche Wachstum der Geldmengen im Jahr 1986 kann daher als Reaktion der Geldnachfrage auf niedrigere Zinssätze, die mancherorts zunehmende Tendenz zur Verzinsung der Komponenten eng abgegrenzter Aggregate sowie explizite Reaktionen der Politik auf interne und externe Entwicklungen angesehen werden.

Bevor die Implikationen der monetären Entwicklungen des letzten Jahres erörtert werden, scheint es nützlich, diese im Licht der Erfahrungen monetärer Steuerung über einen längeren Zeitraum zu betrachten. Die folgende Grafik zeigt weitgehend vergleichbare Veränderungsmaße über einen Zeitraum von vier Quartalen in den gesteuerten Aggregaten im Verhältnis zu den Zielvorgaben, auch wenn die Vorgaben im allgemeinen nicht exakt auf diese Weise formuliert worden waren. Es wird deutlich, daß das 1985/86 verzeichnete Emporschnellen der monetären Zuwachsraten zwar ungewöhnlich, aber nicht ohne Beispiel war. Die Grafik legt darüber hinaus nahe, daß sich die Probleme der Geldmengensteuerung von Land zu Land beträchtlich unterscheiden.

Die extreme Sprunghaftigkeit der Entwicklung von M1 in den USA und die Häufigkeit, mit der dieses Aggregat in den letzten Jahren wesentlich über den Zielpfad hinaus schoß, steht in scharfem Kontrast zu der stetigen Entwicklung von M2 zuzüglich Einlagenzertifikate (CD) in Japan und der Zentralbankgeldmenge in Deutschland.

Monetäre Gesamtgrößen: Zielvorgaben und tatsächliche Entwicklung 1975–87*



* Veränderung über vier Quartale auf der Basis von Quartalsdurchschnitten. Die gezeigte Entwicklung ist die des in der jeweiligen Zielperiode verwendeten Aggregats; ein Bruch in der Reihe (USA, Frankreich, Großbritannien) kennzeichnet signifikante Änderungen bei dem Konzept oder der Definition der Zielgröße.

Darüber hinaus – anders als bei M₁ in den USA – tendierten die Wachstumsraten dieser beiden weit abgegrenzten monetären Indikatoren im Zuge sich abschwächender Inflation bis in jüngste Zeit nach unten. Dies erlaubte die Festlegung zunehmend niedrigerer Zielwerte. Gewiß war in Deutschland das Tempo finanzieller Innovationen moderat, und in Japan veröffentlicht die Zentralbank kurzfristige Projektionen und keine bindenden Richtwerte. Erfahrungen in anderen Ländern als den USA deuten jedoch darauf hin, daß es schwierig sein kann, eine enge Geldmengengröße zu steuern, wie attraktiv ein Transaktionskonzept der Geldnachfrage im Prinzip auch sein mag.

Die in jüngster Zeit relativ stabile Entwicklung von M2 in den USA legt nahe, daß die Verwendung dieses Aggregats als geldpolitischer Indikator ein Steuerungskonzept implizieren könnte, das eher mit denen anderer wichtiger Länder vergleichbar wäre.

Die Verwendbarkeit weit abgegrenzter Aggregate als Zielgröße kann freilich auch durch finanzielle Innovationen beeinträchtigt werden. In Frankreich ist es im Laufe der Zeit gelungen, die Wachstumsrate des weit abgegrenzten Bankenaggregats, das bis 1985 gesteuert worden war, insgesamt zu reduzieren, wiewohl das Einhalten einzelner jährlicher Ziele offenbar nicht einfach war. Entregulierung der Finanzmärkte und Liberalisierung der Kapitalverkehrskontrollen haben die Probleme der Prognose monetärer Entwicklungen vergrößert und erfordern es, einen Anstieg der Umlaufgeschwindigkeit des neuen Aggregats M3 zu berücksichtigen. In Großbritannien wurde früher der Vorteil der Steuerung von Sterling-M3 in dessen Beziehung zur Entwicklung der Haushaltsfinanzierung, zum Wachstum der Bankkredite an den privaten Sektor und zu den grenzüberschreitenden Geldbewegungen gesehen. Aber die Entwicklung von Sterling-M3 wurde zunehmend schwieriger vorherzusagen, vornehmlich als Ergebnis von Änderungen im Wettbewerbsverhalten der Finanzinstitute seit der Beseitigung direkter Beschränkungen des Wachstums der verzinslichen Bankenverbindlichkeiten im Jahr 1980. Das beschleunigte Tempo der Veränderungen im Finanzsektor in den letzten Jahren erforderte es, einen starken Anstieg der weit abgegrenzten Geldmenge hinzunehmen, wie immer diese gemessen wurde. In Großbritannien wurde es auch schwieriger, die weit abgegrenzten Aggregate vorauszuschätzen, ihre Entwicklung zu steuern und deren Signifikanz zu beurteilen. Vor diesem Hintergrund ist die Art und Weise, wie die einzelnen Länder auf die monetären Entwicklungen reagierten, als sie Ende letzten Jahres die Verwendung von Geldmengenvorgaben der regelmäßigen Prüfung unterzogen, besser zu verstehen.

In den USA hat der Federal Reserve Board gemäß dem Humphrey-Hawkins Act eine gesetzliche Verpflichtung, Geldmengenziele zu veröffentlichen. Im Februar 1987 teilte der Vorsitzende des Open Market Committee dem Kongreß mit, daß die jüngste Entwicklung von M1 wohl einen so weiten Zielkorridor erfordern würde, daß dieser für die Marktakteure nur einen geringen Informationswert hätte. Daher beschloß die Notenbank einfach, die Geldmenge M1 im Licht anderer Informationen zu überwachen, wobei die Möglichkeit offengelassen wurde, eine explizite Zielzone zu einem späteren Zeitpunkt festzulegen. Die historische Beziehung zwischen Geldmengenwachstum und Inflation vor Augen, eröffnete das Open Market Committee das Jahr 1987 mit dem festen Vorsatz, das monetäre Wachstum zu dämpfen. Für M2 und M3 wurden Bandbreiten geringfügig unterhalb jenen, die für das vergangene Jahr festgelegt worden waren, in der Erwartung bestätigt, daß das tatsächliche Ergebnis deutlich näher der Mitte der Zielzone ausfallen werde. Ohne dramatische Zinssenkungen, wie sie in den letzten Jahren beobachtet worden waren, vermutete man eine nur geringfügige Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit dieser Aggregate.

In Japan blieben die amtlichen Projektionen für M2 zuzüglich Einlagenzertifikate (CD) für das erste und zweite Quartal des Jahres 1987 über dem mittelfristigen Wachstumspfad von etwa 8%. Unter Hinweis auf die Gefahr, daß spekulative Transaktionen in finanziellen und realen Vermögenswerten das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Stabilität der Preise erschüttern könnten, stellte die Bank von Japan fest, es sei wichtig, daß die Finanzierungsinstitute bei der Kreditgewährung, im besonderen zur Finanzierung von Grunderwerb, eine vorsichtige Haltung beibehielten.

In Deutschland beschloß die Bundesbank für 1987 ein Geldmengenziel mit unveränderter Mitte, das aus dem durchschnittlichen langfristigen Wachstum des Produktionspotentials sowie einer Basisinflationsrate abgeleitet worden war, die höher angesetzt war als der vorausgeschätzte Anstieg der Verbraucherpreise. Der Zielkorridor wurde erweitert, um angesichts der ausgeprägten Unsicherheiten über die außen- und binnenwirtschaftlichen Bedingungen, unter denen die Geldpolitik während des Jahres zu führen sein würde, mehr Flexibilität zu erlangen.

Die Geldpolitik in Frankreich soll sich 1987 stärker an der Geldmenge M2 orientieren, die Einlagen und Plazierungen auf Sicht (unverzinslich oder zu regulierten Zinssätzen) einschließt und somit die Veränderungen der Nachfrage nach Transaktionsguthaben widerspiegelt. M2 ist außerdem das Aggregat, das am wenigsten von Verschiebungen zwischen unterschiedlichen Plazierungsformen beeinflusst ist, die bei der Festsetzung der niedrigeren Zielspanne für M3 berücksichtigt wurden. Wie in Frankreich ist in Italien die Vorgabe für das Wachstum von M2 im Jahr 1987 an das erwartete Wachstum des nominalen Bruttosozialprodukts geknüpft, beinhaltet aber eine schwächere Zunahme als 1986. Die Bank von Italien hat angedeutet, daß sie schwer einzuschätzen vermag, wie sich die zu erwartenden Änderungen in den Finanzmärkten auf die Nachfrage nach Krediten an den nichtöffentlichen Sektor auswirken werden. Ein Zuwachs um 2 Prozentpunkte oberhalb oder unterhalb des neuen Richtwertes wird daher als annehmbar angesehen.

In Großbritannien hat der Gouverneur der Bank von England im Oktober 1986 verlauten lassen, daß die für die Geldpolitik Verantwortlichen Überlegungen anstellen, auf Ziele für weit abgegrenzte Geldmengenaggregate zu verzichten. Die mittelfristige Finanzplanung der Regierung zur Wiederherstellung von Preisstabilität wurde in der Haushaltsrede vom März 1987 neu formuliert. Sie wurde nun jedoch vornehmlich in Form von schrittweise abnehmenden Vorgaben für das nominale Bruttosozialprodukt ausgedrückt, und M0 war das einzige monetäre Aggregat, für das ein neues Ziel verkündet wurde. Im Mai wurde ein neues Aggregat M4, das die Verbindlichkeiten der Banken und Bausparkassen einschließt, verkündet und Änderungen der Bezeichnungen bestehender Aggregate von Sterling-M3 in M3, von M3 in M3c und von PSL2 in M5 in Aussicht gestellt. In den Niederlanden konnte der schwächere Anstieg der Liquiditätsquote (das Verhältnis von M2 zum Nettovolkseinkommen) im Jahr 1986 vollständig auf die Zunahme privater Kapitalabflüsse zurückgeführt werden. Die Niederländische Bank hat ihre Vereinbarung mit den Banken, den Nettobeitrag der Kreditinstitute zur heimischen Geldschöpfung zu reduzieren, über einen Zeitraum von vierundzwanzig Monaten bis Dezember 1987 verlängert. In der Schweiz sieht ein unverändertes Geldmengenziel eine Wachstumsrate der bereinigten Notenbankgeldmenge vor, die als vereinbar mit dem Ziel angesehen wird, Inflation auf längere Sicht zu vermeiden.

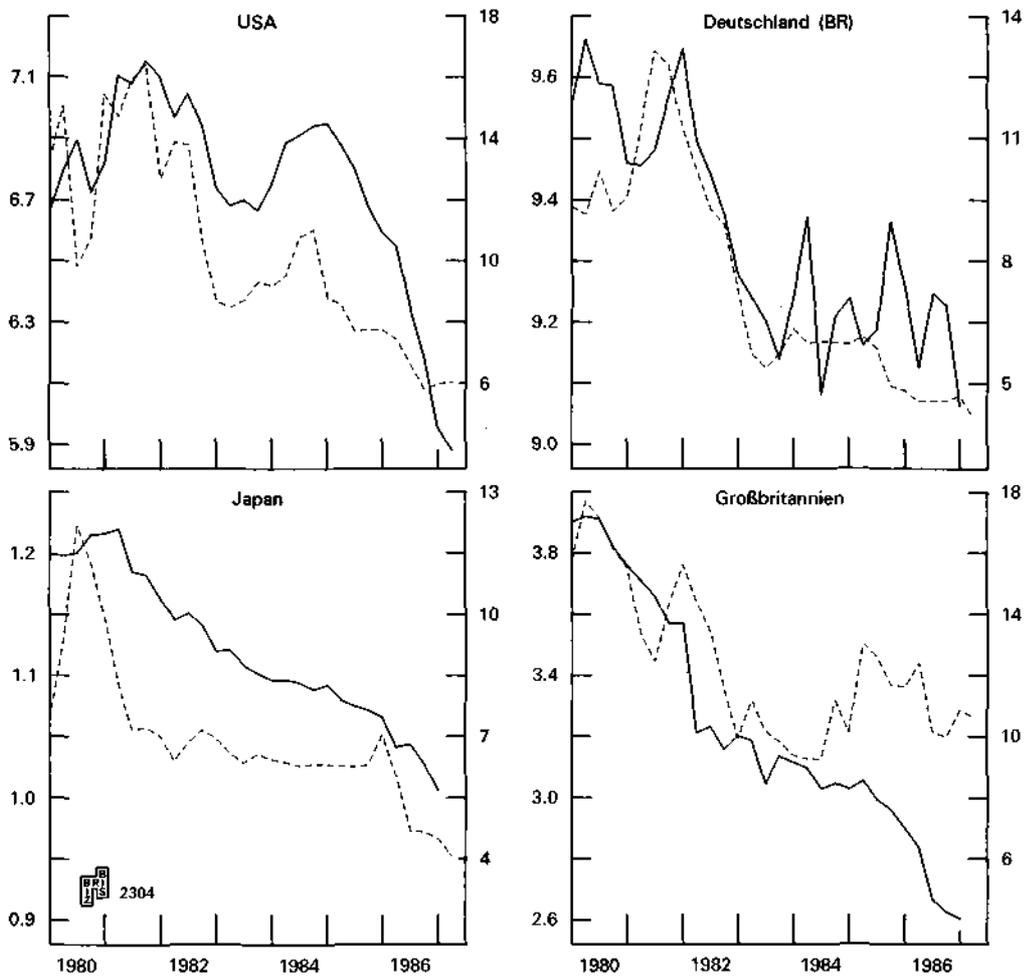
Kurz gesagt bestand die erklärte Reaktion auf die größeren Unsicherheiten in diesen Ländern darin, an den Geldmengenstrategien festzuhalten, die Richtwerte aber in verschiedener Hinsicht flexibler zu gestalten. Die Abweichungen von der früheren Praxis waren in den USA und in Großbritannien am größten, wo Vorgaben für Aggregate, die ursprünglich das Kernstück der Strategien gebildet hatten, fallengelassen wurden, nachdem sie in den letzten Jahren bereits weniger deutlich in den Vordergrund gestellt worden waren. In Kanada waren Geldmengenziele bekanntlich bereits vor einigen Jahren aufgegeben worden. In Schlüsselländern geht man jedoch nach wie vor davon aus, daß die Festlegung der Währungsbehörden auf eine Steuerung des

mittelfristigen Geldmengenwachstums das beste Mittel darstelle, Inflation und Inflationserwartungen auf längere Sicht in den Griff zu bekommen.

Das Verhalten der Umlaufgeschwindigkeit und die Rolle der Zinssätze. Angesichts der niedrigen Preissteigerungsraten und der moderaten Zunahme der Wirtschaftstätigkeit war das Wachstum der Geldbestände in Relation zum Bruttosozialprodukt in jeweiligen Preisen im letzten Jahr besonders stark. Auf kurze Sicht können Veränderungen in der Beziehung zwischen der Geldmenge und dem nominalen Bruttosozialprodukt Ausdruck der variablen zeitlichen Verzögerungen sein, mit denen

Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und kurzfristige Zinssätze 1980–87

Linke Skala:
 — Umlaufgeschwindigkeit¹
 Rechte Skala:
 - - - - - Kurzfristiger Zinssatz²



¹ Ausgewählte typische Geldmengengrößen: für die USA M1; für Deutschland Zentralbankgeldmenge; für Japan M2 + CD; für Großbritannien Sterling-Ms. ² Ausgewählte typische dreimonatige Anlageformen.

monetäre Entwicklungen die Wirtschaft beeinflussen. In verschiedenen Ländern ist allerdings die Umlaufgeschwindigkeit der Geldmenge schon seit mehreren Jahren gesunken. Änderungen der Umlaufgeschwindigkeit können zinsinduzierte Veränderungen des Anreizes reflektieren, relativ niedrig verzinsliche Geldbestände zu ökonomisieren, oder sie können Verschiebungen der Geldnachfrage aufgrund finanzieller Innovationen und veränderter Währungspräferenzen darstellen. Einige dieser Geldnachfrageänderungen können sich als vorübergehend erweisen, andere mögen dauerhaft sein. Ein großes geldpolitisches Problem stellt die Schwierigkeit dar, vorübergehende von dauerhaften Verschiebungen früher stabiler Geldnachfragebeziehungen zu unterscheiden.

Wie die gegenüberstehende Grafik zeigt, geht die Umlaufgeschwindigkeit zentraler Geldmengenaggregate in den USA, Japan, Deutschland und Großbritannien seit einigen Jahren zurück. Die Grafik verdeutlicht auch, daß der Rückgang der Zinssätze von ihrem 1980/81 erreichten Höchststand – wenngleich in unterschiedlichem Ausmaß – ein Einflußfaktor gewesen ist, obwohl in jedem Fall offenbar auch andere Faktoren eine Rolle gespielt haben.

In den USA haben Veränderungen der Zusammensetzung von M1 und insbesondere die Zunahme der verzinslichen Spareinlagenkomponente seit der Freigabe der Zinssätze auf Einlagen den Trend der Umlaufgeschwindigkeit von M1 geändert und dazu geführt, daß die Nachfrage nach M1-Beständen stärker auf Änderungen der Marktzinsen reagiert. In den Jahren 1985 und 1986 erhöhten Veränderungen bei den Zinsdifferenzen den Anreiz zur Haltung verzinslicher M1-Bestände deutlich und trugen zum starken Wachstum dieses Aggregats bei. Banken und Sparkassen haben die Zinsen auf entregulierte NOW-Konten (Sparkonten, über die per Scheck verfügt werden kann) in Reaktion auf sinkende Schatzwechselsätze unerwartet langsam nach unten angepaßt. Infolgedessen stiegen 1986 die Guthaben auf den verzinslichen Scheckkonten um 30%, als Mittel von anderen Verfügungen wie Termineinlagen abgezogen wurden. Auch die unverzinslichen Sichteinlagen nahmen rasch zu, als ihre Opportunitätskosten fielen und weil höhere „compensating balances“ zu halten waren, welche teilweise dazu dienen, die Kosten zu decken, die den Banken durch Dienstleistungen für ihre Kunden entstehen.

Die Ansichten darüber gehen auseinander, in welchem Umfang die Zinssenkungen den beispiellos starken Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit von M1 im letzten Jahr erklären können. Auf alle Fälle können Jahre vergehen, bevor das Verhalten von M1 in einem entregulierten Umfeld voll verstanden wird. So gibt es Hinweise, daß die Banken die Anpassung der Einlagenzinsen bei steigenden Marktzinsen noch langsamer vornehmen könnten als bei einem Rückgang und daß die Anpassungen nicht linear sein dürften. Viele der oben erwähnten Verschiebungen in den liquiden Vermögensanlagen des Publikums im letzten Jahr fanden zwischen den Komponenten von M3 statt. Doch mit sich abschwächenden Schatzwechselkäufen durch Nichtbanken war der Anstieg von M3 relativ zur Gesamtliquidität ungewöhnlich stark. Der Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit von M2 und M3, der seit 1981 zu beobachten war, hat sich infolgedessen im letzten Jahr ebenfalls beschleunigt, doch entsprach die Entwicklung dieser Aggregate mehr dem, was aufgrund der früheren Geldnachfragebeziehungen erwartet werden konnte.

Auch in anderen Ländern haben in den letzten Jahren starke Verschiebungen der Zusammensetzung der Geldvermögensbestände der Anleger als Reaktion auf

Komponenten des Zuwachses der Geldmenge in weiter Abgrenzung und der Gesamtliquidität¹

	Bargeld	Sichteinlagen	Andere M ₁ -Bestände ²	Termin-einlagen	Spar-einlagen	Markt-papiere ³	Zuwachs von M ₃ als Prozentsatz der Veränderung der Liquidität
	Zuwachs als Prozentsatz der Veränderung der Geldmenge in weiter Abgrenzung						
USA							
1971-85 Durchschnitt	5	6	6	30	28	25	86
1976 ⁴	5	8	1	38	45	3	94
1980 ⁵	6	3	6	51	3	32	88
1986	5	13	19	-10	53	20	94
Deutschland (BR)							
1971-85 Durchschnitt	10	22	.	26	42	.	-
1978 ⁴	13	32	.	21	33	.	-
1981 ⁵	1	- 6	.	108	- 3	.	-
1986	13	25	.	15	48	.	85
Frankreich							
1971-85 Durchschnitt	5	36	.	19	38	3	87
1978 ⁴	6	31	.	18	45	0	89
1981 ⁵	7	38	.	5	49	0	97
1986	5	40	.	19	16	19	59
Großbritannien							
1971-85 Durchschnitt	12	21	22	44	.	2	59
1977 ⁴	26	65	21	-11	.	- 1	44
1979 ⁵	12	21	5	69	.	- 6	51
1986	3	16	38	35	.	9	61

¹ Geldmenge in weiter Abgrenzung: M₃ (für Großbritannien Sterling-M₃); Gesamtliquidität: für die USA und Frankreich L; für Deutschland erweitertes M₃-Konzept; für Großbritannien PSL₂. ² Verzinsliche Komponenten von M₁. ³ USA: große Termineinlagen, „Overnight“- und Terminpensionsgeschäfte sowie Eurodollareinlagen, von institutionellen Anlegern gehaltene Geldmarktfondsanteile; Frankreich und Großbritannien: Einlagenzertifikate. ⁴ Jahr des Tiefs kurzfristiger Zinsen von 1976-78. ⁵ Jahr des Hochs kurzfristiger Zinsen von 1979-81.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder.

rückläufige Marktzinsen und Finanzinnovationen stattgefunden. Obwohl sie von Land zu Land unterschiedlich gut vorhersehbar waren, läßt sich doch sagen, daß solche Verschiebungen in der Regel, wie in den USA, dazu beigetragen haben, die Umlaufgeschwindigkeit der weit abgegrenzten Aggregate zu verringern und die relativ liquiden Komponenten unverhältnismäßig stark ansteigen zu lassen.

In Deutschland wurden teilweise vorhersehbare Rückgänge der Umlaufgeschwindigkeit der Zentralbankgeldmenge und der Geldmenge M₃ seit 1982 durch rückläufige Marktzinsen verursacht. Eine zinsbedingte Verschiebung der Zusammensetzung von M₃, weg von Termineinlagen mit relativ flexibler Verzinsung und hin zu Spar- und Sichteinlagen, hat ebenfalls stattgefunden. Obwohl sich die Geldmarktzinsen im letzten Jahr nur wenig veränderten, trugen verzögerte Effekte früherer Zinsrückgänge zum überdurchschnittlichen Anteil der Sichteinlagen am Jahreswachstum von M₃ bei. Das kräftige Wachstum der Bargeldkomponente im Jahr 1986 spiegelt jedoch vermutlich den Anstieg der Bestände Gebietsfremder im Zusammenhang mit Wechselkurspekulationen wider. In Japan, wo der in den letzten Jahren beobachtete Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit von M₂ zuzüglich Einlagenzertifikate (CD) teilweise den trendmäßigen Anstieg der Spareinlagen wiedergibt, hilft der Zinsrückgang bei Termin- und Spareinlagen den im letzten Jahr relativ hohen Anteil der Sichteinlagen am Zuwachs dieses Aggregats zu erklären.

In Großbritannien scheinen Veränderungen im Finanzsystem in den letzten Jahren die entscheidende Rolle beim Fall der Umlaufgeschwindigkeit von Sterling-M₃

gespielt zu haben. Der Wettbewerb zwischen Banken und Bausparkassen um die Ausweitung ihrer Kredit- und Einlageaktivitäten hat sich verschärft. Steuerliche Maßnahmen haben den Anreiz für nichtfinanzielle Unternehmen, bei Banken zu borgen und Bankeinlagen zu akkumulieren, beeinträchtigt und den Aufbau von Depositen bei Nichtbankfinanzinstituten gefördert. Im letzten Jahr wurde die Geldnachfrage außerdem durch die Börsenreform, Fusionsaktivitäten und die Privatisierung öffentlicher Unternehmen verzerrt. Die starke Zunahme des Anteils neuer Arten verzinslicher Sichteinlagen am Zuwachs von Sterling-M3 ist eine auffallende Entwicklung.

In mehreren Ländern führte der Strukturwandel im Finanzsystem überdies zu einem raschen Wachstum relativ liquider Anlagen, die nicht in den konventionellen monetären Aggregaten enthalten sind. Im Gefolge der Zulassung neuer Typen liquider Marktinstrumente wie Commercial paper und übertragbare Schatzwechsel weitete sich die Gesamtliquidität in Frankreich und Japan im letzten Jahr stärker aus als das Wachstum der weit abgegrenzten Geldmenge. In Italien trugen das Vordringen von Kapitalanlagegesellschaften und Vermögensverwaltungsfirmen zum verhaltenen Anstieg von M2 bei. In Deutschland war eine relativ rapide Zunahme der erweiterten Geldmenge M3 zu verzeichnen, die im Unterschied zur traditionellen Abgrenzung von M3 einen kräftigen Anstieg der Euro-DM-Einlagen Gebietsansässiger reflektiert und einen Rückgang ihrer Bestände an kurzfristigen Bankschuldverschreibungen, die im Mai 1986 mindestreservspflichtig geworden waren.

Es erscheint vernünftig zu argumentieren, daß dort, wo ein Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit der Geldmenge zuverlässig auf rückläufige Zinsen oder auf Finanzinnovationen zurückgeführt werden kann, dies eine verstärkte Nachfrage nach den betreffenden Vermögenstiteln widerspiegelt und nicht ein monetäres Ungleichgewicht. Da der Rückgang der Zinsen seit 1981 vor dem Hintergrund rückläufiger Preissteigerungsraten stattgefunden hat, schien es für die Geldpolitik angebracht, die beschleunigte Ausweitung der Geldbestände in gewissem Ausmaß zu akkommodieren.

Nicht der gesamte Zuwachs der Geldbestände kann allerdings überzeugend mit Veränderungen der Geldnachfrage erklärt werden, und ein Teil der jetzt bereitwillig gehaltenen Geldbestände kann zu einem späteren Zeitpunkt für Güter und Dienstleistungen verausgabt werden. Kurssteigerungen bei Aktien, Grund und Boden und anderen Vermögenswerten können das Ausgabeverhalten auf verschiedene Weise stimulieren. In einigen Ländern besteht die Gefahr, daß die Umkehr der spekulativen Kurssteigerungen die finanziellen Verhältnisse verschlechtern und daher Zinserhöhungen erschweren könnte, wenn diese notwendig würden. Im vergangenen Jahr orientierte sich die Geldpolitik an der laufenden Wirtschaftsentwicklung. Der volle Einfluß des Geldmengenwachstums auf die Preisbildung auf den Güter- und Arbeitsmärkten wird jedoch gewöhnlich erst nach einer langen Verzögerung spürbar. Bisher haben der Rückgang der Ölpreise und Entwicklungen auf den Rohstoffmärkten geholfen, die Inflation in Zaum zu halten. Angebotsengpässe in der Wirtschaft können sich im Verlauf der Leistungsbilanzanpassung verstärken. Aufgrund finanzieller Neuerungen, zinsinduzierter Rückgänge der Umlaufgeschwindigkeit und von Wechselkursbewegungen mag es schwieriger geworden sein, den Zusammenhang zwischen monetärer Expansion und Inflation zu verstehen. Gleichwohl kann es sinnvoll sein, den auf längerfristigen Überlegungen ausgerichteten geldpolitischen Rahmen selbst unter schwierigen Bedingungen beizubehalten. Sollte die Glaubwürdigkeit des Konzepts der Geldmengensteuerung erschüttert werden, könnte der Schutz, den dieses gegen einen beginnenden Anstieg der Inflationserwartungen bietet, verlorengehen.

Geld- und Kreditexpansion und internationale Kapitalbewegungen. Die Spannungen auf den Kreditmärkten und außenwirtschaftliche Störungen können oft dazu beitragen, monetäre Entwicklungen zu erklären, die sich nicht auf die üblichen Determinanten der Geldnachfrage zurückführen lassen. Ungewöhnliche Aspekte des Geld-

Bilanzgegenposten zu Veränderungen der Geldmenge in weiter Abgrenzung

	1971-80		1981-86		1985	1986
	Durchschnitt	Maximum	Durchschnitt	Maximum		
Dezember gegenüber Dezember des Vorjahrs, in Prozentpunkten						
Beitrag zur Veränderung der Geldmenge in weiter Abgrenzung durch Veränderungen von:						
Nettoauslandsaktiva¹						
Deutschland (BR)	2,0	6,2	1,9	5,7	3,3	5,7
Japan	- 0,1	3,9	- 0,9	0,5	- 1,1	- 2,3
Frankreich	-	-	0,0	2,8	2,4	2,8
Belgien	- 0,7	4,9	- 7,2	- 4,2	- 5,5	- 4,2
Niederlande	1,8	8,4	2,6	6,0	4,2	- 5,6
Italien	0,0	3,8	- 0,2	0,9	- 1,7	- 0,5
Großbritannien	- 0,1	9,4	- 2,4	- 0,2	- 2,4	- 2,0
<i>darunter:</i>						
Nettoauslandsaktiva der Zentralbank²						
Deutschland (BR)	1,9	7,0	0,0	0,6	0,1	0,6
Japan	1,0	8,4	- 0,1	0,7	- 0,3	0,7
Frankreich	0,6	3,6	0,4	2,1	1,4	2,1
Belgien	0,9	4,9	- 1,0	3,5	- 0,4	0,3
Niederlande	3,3	7,7	0,6	4,4	1,6	- 0,6
Italien	0,4	3,4	- 0,1	2,2	- 2,7	0,7
Großbritannien	2,4	24,2	- 0,5	2,3	1,6	2,3
Kredite an den privaten Sektor³						
USA	6,8	10,9	5,0	6,2	5,9	6,1
Deutschland (BR)	14,9	23,6	9,6	11,1	8,9	7,5
Japan	14,3	26,9	9,3	10,9	10,9	9,7
Frankreich	10,0	12,5	11,3	14,4	10,0	8,0
Belgien	7,6	9,8	3,0	5,0	2,7	5,0
Niederlande	21,5	30,4	13,4	33,6	8,1	13,7
Italien	8,3	10,5	5,9	7,8	6,8	5,3
Großbritannien	13,7	29,2	18,6	24,2	19,0	24,2
Kredite an den öffentlichen Sektor⁴						
USA	1,0	3,5	1,2	2,5	1,1	1,2
Deutschland (BR)	5,0	11,2	3,1	6,7	1,8	0,8
Japan	3,2	6,5	1,2	3,0	- 0,2	1,3
Frankreich	0,8	3,0	2,4	3,4	2,4	0,3
Belgien	5,6	8,5	10,1	15,7	9,9	7,3
Niederlande	2,4	6,3	6,6	15,4	4,5	3,8
Italien	12,4	15,8	11,7	18,7	10,7	5,5
Großbritannien	5,6	13,6	- 1,5	0,9	- 0,2	- 1,0
Dezember gegenüber Dezember des Vorjahrs, in Prozent						
Veränderungen der Geldmenge in weiter Abgrenzung⁵						
USA	11,4	14,5	9,9	12,4	7,4	8,9
Deutschland (BR)	9,6	14,3	5,7	7,1	5,0	6,7
Japan	14,6	24,8	8,6	11,0	8,7	9,2
Frankreich	14,8	19,3	9,0	11,5	5,8	4,3
Belgien	10,6	16,1	7,0	10,5	5,2	10,5
Niederlande	11,0	22,7	7,8	10,7	10,7	4,5
Italien	19,7	23,6	12,2	18,0	11,1	9,4
Großbritannien	15,1	27,4	12,6	19,3	13,6	19,3

¹ Großbritannien: einschl. Auslandstransaktionen des öffentlichen Sektors. ² Devisenmarktinterventionen ausgedrückt in heimischer Währung. Deutschland: einschl. Devisenwappgeschäften der Bundesbank mit inländischen Banken; Japan: Veränderung des Devisenkontos des Schatzamtes bei der Bank von Japan; Frankreich: einschl. Bewertungsänderungen; Italien: Außenbeitrag zur Veränderung der monetären Basis. ³ Großbritannien: Sterlingkredite. ⁴ Frankreich: nur Zentralregierung. ⁵ USA, Deutschland und Frankreich: M₂; Japan: M₂ + CD; Belgien, die Niederlande und Italien: M₂; Großbritannien: Sterling-M₃.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder.

schöpfungsprozesses des letzten Jahres lassen sich am besten erkennen, wenn die Entwicklung der Geldmenge im Bilanzzusammenhang der monetären Analyse betrachtet wird.

In vielen Ländern ist die Nachfrage des privaten Sektors nach Bankkrediten in den letzten Jahren zurückgegangen und hat sich 1986 weiter abgeschwächt. Mit abflauernder Inflation und eher geringer Investitionstätigkeit hat sich die Selbstfinanzierungskraft der Unternehmen erhöht. Überdies nahm die Fremdfinanzierung in Form von Wertpapieremissionen zu. In den USA war die Nachfrage nach Bankkrediten im letzten Jahr eher schwach, hingegen erhöhten die Banken ihre Bestände an Wertpapieren (hauptsächlich Emissionen von Bundesbehörden). In Großbritannien bildeten freilich die stark expandierenden Bankausleihungen an Haushalte und an den finanziellen Sektor den bedeutendsten Gegenposten zu dem starken Anstieg von Sterling-M3. In Italien liefen die Kreditplafonds, die Ende 1985 eingeführt worden waren, um den explosiven Zuwachs der Bankkredite während der auf den Devisenmärkten herrschenden Krise einzudämmen, im Juni 1986 aus; die anschließende Beschleunigung der Bankkreditvergabe reflektierte zum Teil aber auch die Finanzierung von Aktienmarkttransaktionen und einen Rückgang der Kreditzinsen im Verhältnis zu den Einlagezinsen. In Deutschland – und für den größten Teil des Jahres auch in Frankreich – trug 1986 die durch Zahlungsbilanzüberschüsse auf Konten der Nichtbanken entstandene Liquidität zur Abschwächung der Nachfrage nach Bankkrediten bei. Im Unterschied dazu scheint in den Niederlanden der rasche Anstieg der inländischen Bankkredite im letzten Jahr im Zusammenhang mit Nettokapitalabflüssen bei den Nichtbanken gestanden zu haben, die den Leistungsbilanzüberschuß übertrafen.

In den meisten europäischen Ländern und in Japan ging der Beitrag des öffentlichen Sektors zur Geldschöpfung in den letzten Jahren unter dem Einfluß der Haushaltskonsolidierung und einer Zunahme der Anleihenfinanzierung stark zurück. Die nichtmonetäre Haushaltsfinanzierung ist allerdings, wie das Wachstum der langfristigen Verbindlichkeiten der Banken, gewöhnlich abhängig von Veränderungen der Zinserwartungen auf den Märkten für festverzinsliche Wertpapiere. In einigen Ländern, so in Deutschland und den Niederlanden, spiegelte sich im Anstieg der Geldmenge im letzten Jahr teilweise das vergleichsweise langsame Wachstum der nichtmonetären Verbindlichkeiten der Banken wie Schuldverschreibungen und eine starke Ausweitung der langfristigen Bankkredite unter dem Einfluß der niedrigeren langfristigen Zinssätze.

Ein Zeichen für die zunehmende internationale Verflechtung im monetären Bereich kann in der Natur und im Umfang des Einflusses gesehen werden, den Auslands-transaktionen im letzten Jahr auf die Geldschöpfung in einigen Ländern hatten. Mit mehr als 5 Prozentpunkten in Deutschland war dieser Beitrag im Jahr 1986 vergleichbar mit der Zahl, die für 1973 verzeichnet worden war, als der Zusammenbruch des Festkurssystems von Bretton Woods sehr hohe Interventionen der Bundesbank auf den Devisenmärkten nach sich zog. Im Unterschied dazu erklären im vergangenen Jahr die amtlichen Nettodevisenkäufe, obwohl in bestimmten Perioden hoch, per saldo nur ungefähr ein Zehntel des gesamten Beitrags der Auslandskomponente. Der Rest ist zurechenbar auf einen Anstieg der Nettoauslandsaktiva deutscher Banken in Zusammenhang mit dem großen Leistungsbilanzüberschuß und langfristigen Kapitaltransaktionen der Nichtbanken. Obwohl die Erklärung der Verhaltensweisen, die die Abschwächung der Nachfrage nach Bankkrediten einzuschließen hätte, komplex sein

dürfte, läßt sich doch sagen, daß die Mittelzuflüsse bei den Nichtbanken effektiv den größten Teil der Zuwächse von M3 ausmachten und, verglichen mit 1985, mehr als die gesamte Beschleunigung des Wachstums von M3 zwischen den beiden Jahren erklären. Es wird nicht immer verstanden, daß sich solche Effekte auch bei Fehlen offizieller Interventionen auf den Devisenmärkten einstellen können. In Frankreich erhöhten sich 1986 sowohl die amtlichen Währungsreserven als auch die Auslandsposition der Banken. In Japan verlief die grenzüberschreitende monetäre Entwicklung ganz anders: Eine verhältnismäßig geringe Zunahme der Währungsreserven wurde durch eine Verschlechterung der Auslandsposition der Banken mehr als ausgeglichen.

Die gesamte Auslandsposition der Vereinigten Staaten spiegelt sich nach wie vor hauptsächlich in den Verbindlichkeiten des Schatzamtes wider. Der Erwerb von US-Staatspapieren durch ausländische Währungsbehörden deckte mit etwa \$ 35 Mrd. mehr als 15% des Finanzierungsbedarfs des Bundes im letzten Jahr, und in den ersten Monaten des Jahres 1987 lag der Anteil noch höher.

Geldpolitik bei wechselndem Grad außenwirtschaftlicher Zwänge: das Management flexibler Wechselkurse

In ihrem Bemühen, die wirtschaftliche Erholung im Land zu stützen, mußte die Federal Reserve im letzten Jahr den potentiellen Einfluß der bedeutenden Abschwächung des Dollars auf die Inflation in den Vereinigten Staaten berücksichtigen. In Japan und Deutschland waren der Zinspolitik zunächst Beschränkungen durch die Notwendigkeit auferlegt, eine zu rasche Aufwertung der heimischen Währung zu verhindern, und anschließend mußte sie daran ausgerichtet werden, den Einfluß der bereits erfolgten Wechselkurskorrektur auf die Wirtschaft auszugleichen.

Das Ausmaß außenwirtschaftlicher Zwänge, denen sich ein Land bei der Führung seiner Geldpolitik gegenübersteht, hängt davon ab, inwieweit die Preis- und Lohnbildung in der Wirtschaft von Wechselkursen beeinflusst wird und wie internationale Kapitalströme auf Unterschiede in den erwarteten Ertragsraten finanzieller Anlagen in den verschiedenen Ländern reagieren. Es hängt auch vom Wechselkurssystem ab, obwohl flexible Wechselkurse die Länder natürlich nicht vor allen Arten außenwirtschaftlicher Störungen schützen.

Länder mit relativ offenen Volkswirtschaften sind sich seit langem bewußt, daß eine enge Beziehung zwischen Wechselkursen und Preisniveau den Vorteil begrenzt, den sie von Währungsabwertungen selbst auf kurze Sicht erwarten können. Infolgedessen ist die Geldpolitik in vielen kleinen Ländern ausdrücklich an Wechselkursrichtwerten orientiert, während die Geldmengenpolitik in den meisten größeren Ländern in unterschiedlichem Ausmaß angepaßt worden ist, um explizit Wechselkurse zu berücksichtigen. In den USA wurde der Einfluß von Veränderungen des Dollaraußenwerts auf die Inlandspreise bis in jüngste Zeit im allgemeinen als gering genug erachtet, um bei der Geldpolitik mehr oder weniger unberücksichtigt bleiben zu können, wenn auch die Geldpolitik Mitte der achtziger Jahre angesichts eines steigenden Dollars stärker gelockert worden war, als es sonst der Fall gewesen wäre. Hoffnungen auf eine Verbesserung der US-Leistungsbilanz basieren natürlich auf der Annahme, daß die Dollarabwertung vor allem die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft beeinflussen wird, doch die Auswirkungen auf die Inflation in den USA können nicht gänzlich ignoriert werden, wie Entwicklungen zu Beginn dieses Jahres gezeigt haben.

Die Reagibilität der Kapitalbewegungen auf Zinsunterschiede hat sich in den letzten Jahren mit der wachsenden weltweiten Verflechtung der Finanzmärkte deutlich erhöht. Sicherlich wurden große grenzüberschreitende Bewegungen kurzfristiger Kapitalströme auch in früheren Jahren beobachtet, selbst in Ländern mit Devisenkontrollen und nicht zuletzt in der Form geänderter Zahlungsmodalitäten beim Güteraustausch. Die Erfahrungen sowohl großer als auch kleiner Industrieländer legen jedoch nahe, daß sich der Spielraum für eine diskretionäre Zinspolitik im Laufe der Zeit verringert hat.

Es war erwartet worden, daß floatende Wechselkurse es den Ländern erlauben würden, ihre eigenen Geldvolumen und Inflationsraten zu kontrollieren. Sie akkommodierten zeitweise Inflationsraten und Zinsdifferenzen, die im Lichte der unterschiedlichen Größenordnung der Inflationsprobleme, denen sich die Länder gegenüberübersahen, angemessen schienen. Die Größenordnung der in den letzten Jahren bei den beweglichen Wechselkursen beobachteten Richtungsänderungen, insbesondere die des Dollars gegenüber anderen Währungen, haben schlüssig gezeigt, daß sich die Wechselkurse nicht einfach passiv an die Inflationsunterschiede anpassen. Das Nebeneinander von Finanzmärkten, in denen die Preise rasch auf Veränderungen der Angebots- und Nachfragebedingungen reagieren, und Gütermärkten mit sehr viel langsameren Preisreaktionen führt dazu, daß die Zinsbewegungen in den großen Ländern häufig Veränderungen der Realzinsen implizieren. Zeitweise haben diese zu den großen und raschen Wechselkursänderungen beigetragen. In der Tat bedeutet die Asymmetrie der Preisanpassungsgeschwindigkeiten auf den Finanz- und Gütermärkten, daß Veränderungen der flexiblen Wechselkurse vor allem reale Veränderungen gewesen sind, die die Stabilität der realen Wirtschaftsentwicklung erheblich beeinflusst haben.

Wirtschaftspolitisches „Mischungsverhältnis“ und Wechselkursentwicklung. Ein Überschießen der Wechselkurse im Verhältnis zur Entwicklung der Inflationsraten spiegelt häufig eine ungenügende Abstimmung der Wirtschaftspolitik wider. Das bedeutet jedoch nicht, daß dies allein durch Anpassungen der Geldpolitik korrigiert werden könnte. In der Tat ist seit 1973 in den drei größten Ländern die Zinspolitik am kurzen Ende weitgehend durch Geldmengenziele mehr oder weniger mit Beschlag belegt. Soweit sich dies beurteilen läßt, waren Divergenzen der Geldpolitik im allgemeinen wohl nicht die Hauptursache der realen Veränderungen des Dollarkurses gegenüber dem japanischen Yen oder der Deutschen Mark. Läßt man einmal die jüngste Entwicklung beiseite, so scheint die wichtigste Ausnahme jene turbulente Periode zu sein, die 1978 mit einer vergleichbaren Phase der Dollarschwäche begann, als in Deutschland und Japan ein rasches Wachstum der Geldmenge hingenommen worden war. In den USA wurde die Geldpolitik verschärft, und die Steuerung der „nicht geborgten Reserven“ der Banken von Ende 1979 bis Mitte 1982 ging mit stark schwankenden und zeitweise sehr hohen Realzinsen einher; und auch im Kontext der zweiten Ölkrise mußten die kurzfristigen Zinssätze 1979 in Japan und 1981 in Deutschland recht stark angehoben werden.

Zu anderen Zeiten kam es zu überschießenden Wechselkursen offenbar hauptsächlich aufgrund von Unterschieden in der Haushaltspolitik. Die Priorität, die man in Deutschland und Japan der Rückführung hoher Budgetdefizite eingeräumt hatte, stand seit den frühen achtziger Jahren in scharfem Gegensatz zur Finanzpolitik in den USA. Die hohen aktuellen und voraussichtlichen Haushaltsdefizite haben einen bedeutenden Einfluß auf die effektive Nachfrage und die realen Zinssätze in den USA

gehabt, wenngleich die Robustheit der privaten Investitionen und Vertrauensfaktoren ebenfalls eine Rolle spielten. Im Zusammenhang mit langsamen Preisanpassungen und einer nichtakkommodierenden Geldpolitik bildete eine expansive Finanzpolitik einen Teil des Mechanismus, der zur Überbewertung des Dollars führte.

Obwohl andere wichtige Länder ihre Zinspolitik anpaßten, um der raschen Abwertung ihrer Währungen zu begegnen, als die Gefahr zu bestehen schien, daß diese zu inflationärem Druck beitrug, förderten die Überbewertung des Dollars und das US-Handelsdefizit zweifellos die wirtschaftliche Erholung im Ausland. Es läßt sich schwerlich argumentieren, daß während der Zeit des starken Dollars die US-Geldpolitik hätte gelockert werden sollen, als die Dynamik der Nachfrage noch kräftig war, oder daß die geldpolitischen Zügel in den anderen Ländern hätten angezogen werden sollen, um den Wechselkurs des Dollars zu korrigieren. Es ist eindeutig nicht immer angebracht, die Geldpolitik einzusetzen, um Wechselkursverzerrungen entgegenzuwirken, die vornehmlich auf Problemen in anderen Politikbereichen beruhen, wie Haushaltsungleichgewichten.

Als sich der Inflationsdruck verringerte, wurde die Geldpolitik gelockert, zunächst in den Vereinigten Staaten, wo die anregende Wirkung des Budgetdefizits durch das sich vergrößernde Leistungsbilanzdefizit allmählich nachließ, und dann, im letzten Jahr, in Japan und Deutschland, als die Aufwertung die Wirtschaft zu schwächen begann. Das Niveau, welches die realen Wechselkurse zu jener Zeit hatten, und die Schwierigkeiten, die Finanzpolitik zu ändern, machten es notwendig, die Geldpolitik anzupassen. Der langsame Fortschritt bei der Rückführung des Haushalts- und Leistungsbilanzdefizits der USA bedeuten indes ein latentes Risiko, daß die Anpassungslast, die der Geldpolitik aufgebürdet wird, zunehmen könnte. Die Aussicht auf ein weiteres Anwachsen der Auslandsverschuldung in Dollar könnte die Bereitschaft der Devisenmärkte, die reale Anpassung abzuwarten, auf die Probe stellen. Die Akkumulierung der öffentlichen wie privaten Verschuldung in den Vereinigten Staaten (s. Kapitel IV) könnte leicht die Frage aufkommen lassen, in welchem Ausmaß ein Zinsanstieg zugelassen würde, sollte sich eine Verschärfung der Geldpolitik aus welchen Gründen auch immer als ratsam erweisen.

Veränderungen der relativen Preise und der Wechselkursrichtwerte. Mit den Mitteln der Geldpolitik allein dürfte es ebenfalls schwierig sein, den Druck auf die Wechselkurse auszugleichen, der von strukturellen Verschiebungen des privaten Sparverhaltens, von Veränderungen der Rentabilität von Investitionen in verschiedenen Ländern oder von Bewegungen der Preise für Öl und andere Rohstoffe im Verhältnis zu den Preisen industrieller Güter stammt. Ob die Auswirkungen solcher Veränderungen auf die Leistungsbilanz- und Auslandsposition der Länder die Wirtschaftspolitik der Industrienationen ernsthaft behindert haben, ist eine offene Frage, doch die Hinnahme realer Wechselkursverschiebungen dürfte den Anpassungsprozeß in der Wirtschaft fördern. Überlegungen dieser Art haben Großbritannien und Kanada, deren Position als Nettoexporteur von Öl- oder sonstigen Rohstoffen sich von jener der meisten anderen Industrieländer unterscheidet, bei der Verfolgung ihrer Geldpolitik beeinflußt.

In Großbritannien haben angesichts der Probleme, die Geldmengenaggregate zu interpretieren, Wechselkurse eine zunehmend wichtige Rolle in der Geldpolitik der letzten beiden Jahre gespielt. Die Wechselkursrichtwerte wurden allerdings adjustiert, um die von den Ölpreisänderungen auf die Inlandspreise ausgehenden Einflüsse zu be-

rücksichtigen. Seit dem Sommer letzten Jahres scheinen die impliziten Wechselkursrichtwerte pragmatisch angepaßt worden zu sein, um der Rückführung des Leistungsbilanzdefizits, das sich aufgrund vorangegangener Ölpreissenkungen ergeben hatte, und der Anregung der Inlandsproduktion ein größeres Gewicht beizumessen. Daher wurde zu Beginn des Jahres 1986 dem Abwertungsdruck auf den Wechselkurs durch eine Heraufsetzung der kurzfristigen Zinsen begegnet, doch im Sommer wurde eine kräftige Abwertung des Pfundes hingenommen, bevor die Zinssätze erhöht wurden, um die Talfahrt zu stoppen. Im Ergebnis wurde eine beträchtliche Verbesserung der Wettbewerbsposition der britischen Industrie erzielt. Eine unerwartete Entschärfung der staatlichen Finanzierungsprobleme half zu Beginn des Jahres 1987 Aufwertungsdruck auf das Pfund auszuüben, so daß sich die kurzfristigen Zinsen im März 1987 zurückbildeten, als der Haushaltsplan vorgelegt wurde. Diese wurden im April und Mai weiter gesenkt, als die Zinssätze in den USA anstiegen.

Auch in Kanada ließ in den letzten Jahren eine flexible Geldpolitik ein Absinken des Wechselkurses zu, um den Auswirkungen der beträchtlichen Verschlechterung der Terms of trade auf die Leistungsbilanz zu begegnen. Anfang 1986 allerdings, als sich der Rückgang zu beschleunigen schien, waren energische Devisenmarktinterventionen und eine Erhöhung der Geldmarktsätze um 4 Prozentpunkte nötig, um ihn zum Stillstand zu bringen. Eine anschließende Kräftigung des kanadischen Dollars erlaubte es, die kurzfristigen Zinssätze in Kanada wieder zu verringern, doch bis März 1987 war der Unterschied gegenüber den US-Zinsen noch immer größer, als er zwei Jahre zuvor gewesen war. Der Anstieg der Verbraucherpreise begann sich zu beschleunigen, und die Aufgabe, zu verhindern, daß die Inflation in die Lohn- und Preisentscheidungen Eingang findet, schien durch eine regional unterschiedliche Nachfragedynamik und den Bedarf an kräftigen relativen Preisänderungen schwieriger zu werden.

Die Erfahrungen in Großbritannien und Kanada veranschaulichen die Schwierigkeiten, Leistungsbilanzziele bei der Geldpolitik zu berücksichtigen, und die Inflationsrisiken, die mit Bemühungen um eine Rückführung des realen Wechselkurses einhergehen. Es wird deutlich, daß es sehr schwer sein kann, das Vertrauen auf den Devisenmärkten zu erhalten, wenn die Geldpolitik weder in klaren Vorgaben für die Geldmenge noch durch explizite Wechselkursziele ausgedrückt werden kann.

Geldpolitische Wechselwirkungen und „Koordination“. Ein Ergebnis der wachsenden Internationalisierung der Kapitalmärkte ist, daß die floatenden Wechselkurse zunehmend auf die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der wahrscheinlichen kurz- und langfristigen Einflüsse auf die Wechselkurse reagierten. Infolgedessen ergaben sich häufige abrupte Veränderungen der Wechselkurse als Reaktion auf Neuigkeiten über aktuelle und potentielle Entwicklungen in Politik und Wirtschaft.

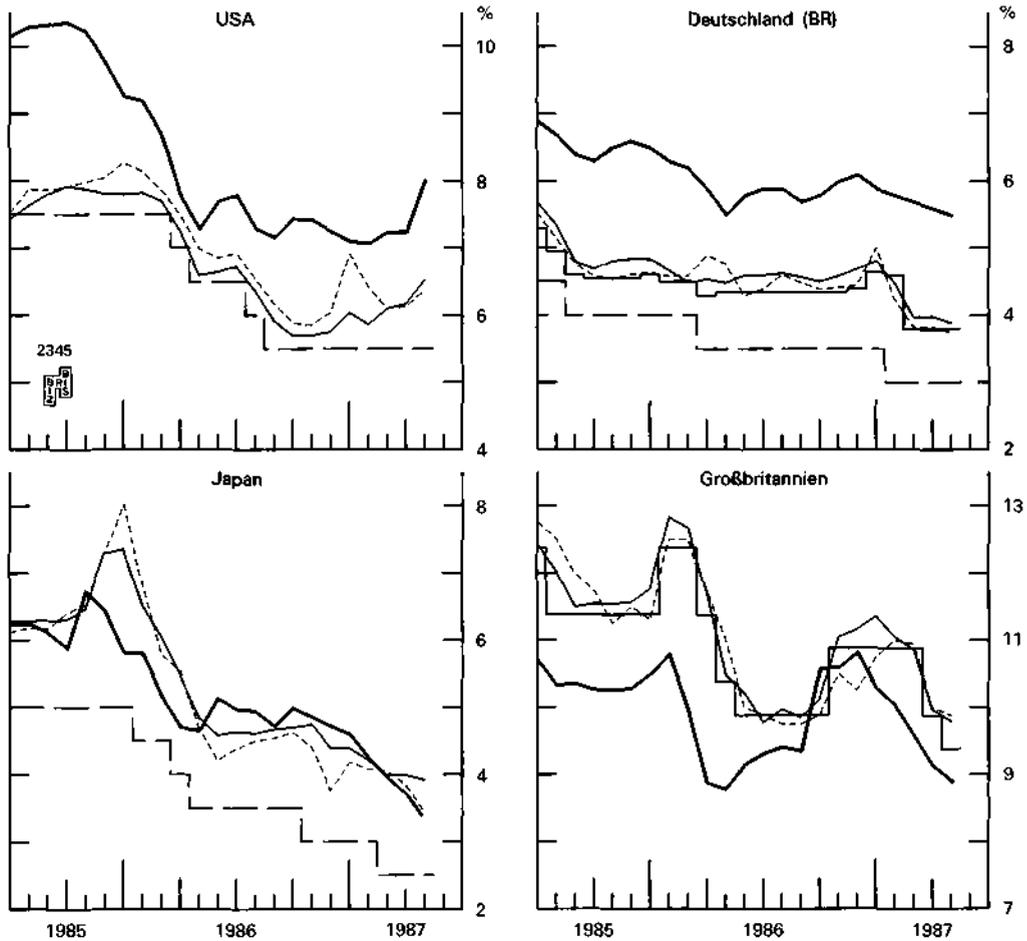
Der Effekt von Erwartungen kann vorteilhaft sein, wenn die Marktakteure überzeugt sind, daß die fundamentalen Wirtschaftsbedingungen stimmen. Zeitweise allerdings scheinen die Märkte vergangene Entwicklungen auf eine Weise extrapoliert zu haben, die dazu beitrug, die Wechselkurse weit von ihren Gleichgewichtswerten abzubringen. Dies ist ein weiteres Beispiel für die verglichen mit den Gütermärkten raschere Anpassung auf den Finanzmärkten, die zu „überzogenen“ Wechselkursbewegungen führt im Verhältnis zu dem, was gewöhnlich als „fundamentale“ Bestimmungsgründe der Wechselkurse betrachtet wird. Explizite Wechselkurspolitik kann zu bestimmten Zeiten dazu beitragen, Erwartungen zu stabilisieren und übertriebene Schwankungen auf den Devisenmärkten zu dämpfen. Interventionen der wichtigen

Länder können ebenfalls die Erwartungen vorübergehend stabilisieren, besonders wenn ihre Aktionen koordiniert sind. Die Erfahrungen zeigen aber, daß einem kräftigen Druck auf den Devisenmärkten gewöhnlich nur durch eine Umorientierung der Politik in anderen Bereichen widerstanden werden kann. In einigen Fällen ist klar, daß eine Umorientierung gegenwärtig erforderlich ist, so bei der Finanzpolitik der USA.

In den beiden letzten Jahren hat das Bewußtsein der Beschränkungen ihres Handlungsspielraums, denen die Länder ausgesetzt sind, die geldpolitisch Verantwortlichen wie die Märkte veranlaßt, die Wechselwirkungen der Politik in den

Amtliche und Marktzinssätze 1985–87

- Amtlicher Diskontsatz
- Satz für Offenmarktgeschäfte¹
- - - Tagesgeldsatz
- - - Satz für Dreimonats-Interbankkredite²
- Anleiherendite



¹ Deutschland: Wertpapierpensionsgeschäfte der Bundesbank; Großbritannien: Ankauf kurzfristiger Bankwechsel durch die Bank von England. ² USA: Dreimonats-Einlagenzertifikate.

einzelnen Ländern in einem zuvor unbekanntem Maß in den Mittelpunkt zu rücken. Die im September 1985 erzielte Plaza-Übereinkunft der „Fünfergruppe“ erkannte die Notwendigkeit einer geordneten Abwertung des Dollars. Dies bedeutete einen Positionswechsel insbesondere der US-Administration, eine Abkehr von ihrer früheren Auffassung, die Wechselkursbestimmung vollständig den Marktkräften zu überlassen. Nach wie vor gab es jedoch zwischen den Ländern unterschiedliche Ansichten über das angemessene Niveau der Wechselkurse. Augenscheinlich sind die Sorgen in Ländern mit sich abwertenden Währungen in einigen Fällen weniger groß als jene in Ländern mit sich aufwertenden Währungen. Obwohl anerkannt wurde, daß eine gewisse Stützung durch geld- und finanzpolitische Anpassungen erforderlich sein dürfte, wurden nur begrenzte Ergebnisse bei der Reduktion des US-Haushaltsdefizits erzielt, und andere Länder zögerten, den Fortschritt zu gefährden, den sie bereits im Hinblick auf ein verbessertes Haushaltsgleichgewicht erreicht hatten. In den Vereinigten Staaten, wo sich das Gewicht der Geldpolitik offensichtlich zurück zur kurzfristigen Nachfragesteuerung verschoben hatte, wurde die entscheidende Frage darin gesehen, wie ein möglicherweise unhaltbares Leistungsbilanzdefizit verringert werden konnte, ohne den Wirtschaftsablauf zu bremsen. Als die Handelsbilanz sich nicht rasch anpaßte, wurde die Ansicht vertreten, daß die anderen Länder die Option hatten, entweder ihre kurzfristigen Zinsen weiter zu senken oder eine fortgesetzte Abwertung des Dollars hinzunehmen, was möglicherweise ein weites Überschießen beinhalten würde. Das Federal Reserve System war sich natürlich über die negativen Auswirkungen der letztgenannten Alternative auf die Inflation in den Vereinigten Staaten völlig im klaren. Die anderen Länder waren bereit, eine Korrektur der vorangegangenen Überbewertung des Dollars hinzunehmen, zweifelten aber daran, ob die Anpassung in einem Defizitland allein durch Wechselkursveränderungen erzielt werden könnte.

Ein gewisser Grad an internationaler Koordination in der Zinspolitik kam in einer Runde von Diskontsenkungen in den USA, Japan und Deutschland im März 1986 zum Ausdruck, und in weiteren abgestimmten Senkungen in den USA und in Japan im April. Anschließend agierte das Federal Reserve System allein, als es den Diskontsatz im Juli und August in zwei Stufen weiter auf 5,5% reduzierte, verglichen mit 7,5% im Januar. Die rasche Erhöhung des effektiven realen Wechselkurses des Yen bedeutete eine schwierige wirtschaftliche Anpassung in Japan; im November, nach der Verkündung des Einvernehmens über eine koordinierte Politik mit den USA, kam es zu einer weiteren Diskontsenkung durch die Bank von Japan. Anfang 1987 wurde auch deutlich, daß sich das wirtschaftliche Wachstum in Deutschland aufgrund schwächerer Ausfuhren jäh verlangsamt hatte. Der Diskontsatz der Bundesbank, der seit März 1986 3½% betragen hatte, wurde im Januar 1987 im Anschluß an das EWS-Realignement auf 3% zurückgenommen. Der Diskontsatz der Bank von Japan, der zu Beginn des Jahres 1986 bei 5% gelegen hatte, wurde im Februar vor dem Pariser Treffen der wichtigsten Industrieländer auf das bis dahin unerreichte niedrige Niveau von 2,5% gesenkt.

Das Louvre-Abkommen (s. Kapitel VII) sah regelmäßige Überprüfungen der Zwischenziele und der Ergebnisse vor und könnte einen echten Fortschritt in der internationalen politischen Diskussion bedeuten, obwohl die Wechselwirkungen der geldpolitischen Zwischenziele oder der Finanzpolitik der Länder schwer zu beurteilen sind. Unmittelbarere Wirkung hatte die in dem Abkommen enthaltene Feststellung, daß die Wechselkursbewegungen seit der Plaza-Übereinkunft die Kurse der wichtigen Währungen in einen Bereich geführt hatten, der in besserer

Übereinstimmung mit den fundamentalen wirtschaftlichen Bedingungen stand, und die Anerkennung, daß weitere beträchtliche Verschiebungen der Wechselkursrelationen die Wachstums- und Anpassungsaussichten in den wichtigen Ländern beeinträchtigen könnten. Es sah vor, daß die beteiligten Länder unter den gegebenen Umständen eng kooperieren würden, um die Wechselkurse in etwa auf ihren gegenwärtigen Niveaus zu stabilisieren. Anfang Mai zielte eine Übereinkunft zwischen den USA und Japan auf eine Erweiterung des Gefälles zwischen den kurzfristigen Zinssätzen beider Länder. Darauf folgte ein Anstieg der Geldmarktsätze in den USA und ein Rückgang in Japan und Deutschland.

Die eingeleiteten Bemühungen, die Wirtschaftspolitik international zu koordinieren, drücken deutlich den Wunsch aus, die eingegangenen Wechselkursverpflichtungen wirksam zu machen. Dies ist allerdings auch der Kurs, der höchstwahrscheinlich den Willen der Länder, die Kooperation fortzusetzen, auf eine harte Probe stellen könnte, insbesondere insoweit, wie die Stabilisierung der Wechselkurse eine Umorientierung der Geldpolitik erfordert, die mit den längerfristigen geldpolitischen Zielen möglicherweise nicht vereinbar ist. In der Vergangenheit war die Wirksamkeit von Absprachen, die Geldpolitik auf Wechselkursziele auszurichten, von der Erhaltung eines hohen Grades an Stabilität in einem führenden Land abhängig, das dem System als Anker diente. Die gegenwärtigen Übereinkünfte beinhalten keine langfristigen Wechselkursverpflichtungen. Die Anpassung an die Dollarabwertung erfordert Zeit, und stabilere Wechselkursrelationen zwischen den wichtigen Währungen in der Zukunft wären sicherlich hilfreich. Es bleibt abzuwarten, was erforderlich ist, dies zu erreichen.

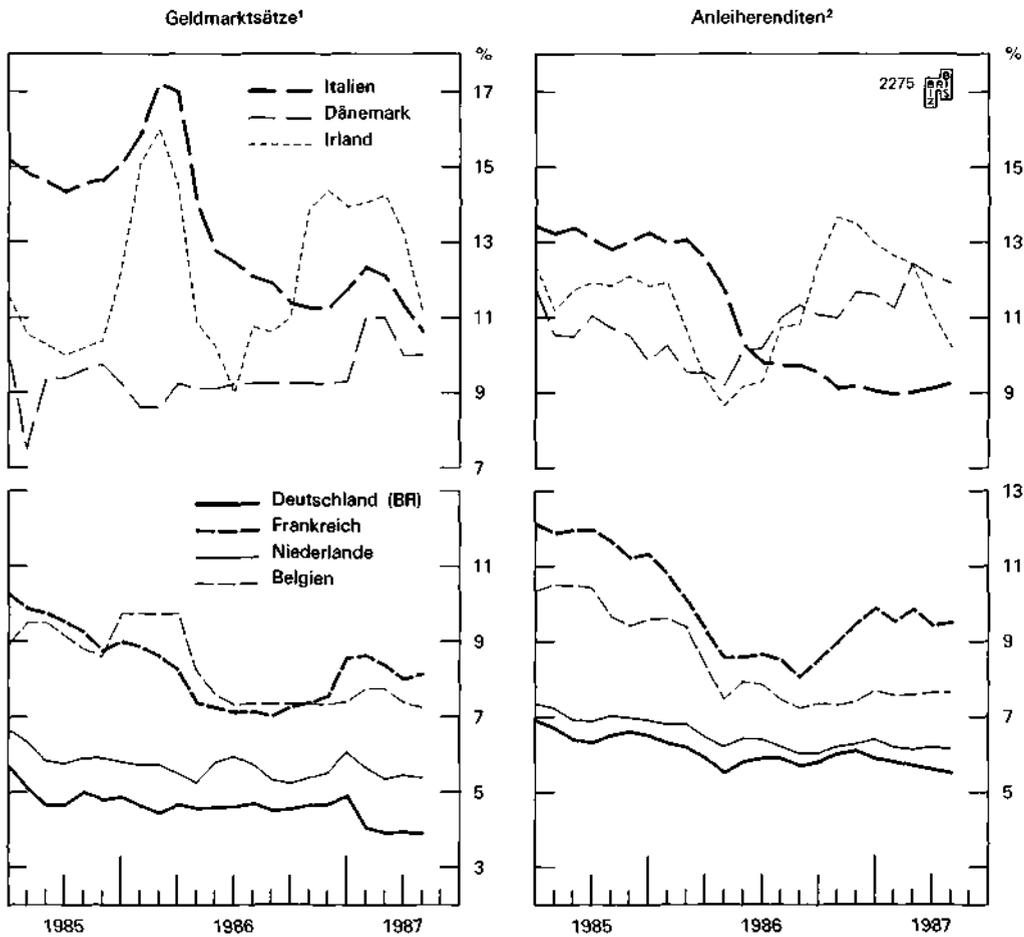
Geldpolitik mit expliziten Wechselkurszielen

Explizite bilaterale oder effektive Wechselkursziele bilden nach wie vor das Kernstück der Geldpolitik in vielen Ländern. Die Realisierung einer solchen Politik war im letzten Jahr durch die Veränderungen in den Wechselkursrelationen der wichtigen Währungen erschwert worden, doch einige Länder sahen sich auch hausgemachten Problemen gegenüber. In einem beträchtlichen Ausmaß spiegeln die Zinssätze nun die unterschiedlichen Grade der Glaubwürdigkeit wider, die sich die Länder bei der Einhaltung ihrer Wechselkursziele erworben haben. Die Erfahrungen von Ländern mit unterschiedlichen Arten von Wechselkurszielen oder -richtwerten in der Geldpolitik legen nahe, daß Hoffnungen, eine größere Bereitschaft, Abwertungen der heimischen Währungen zuzulassen, vergrößere in erheblichem Maße die Unabhängigkeit der Zinssätze dieses Landes, wenig fundiert sind.

Geldpolitik in den EWS-Ländern. Obwohl die Verringerung der Inflationsdifferenzen zwischen den EWS-Ländern, die in einer Periode regionaler Wechselkursstabilität erzielt worden war, sich im letzten Jahr fortsetzte, begannen die Zinsen in der zweiten Hälfte des Jahres zu divergieren. Andererseits wurde, ungeachtet des allgemeinen Urteils, daß das Festhalten an Wechselkurszielen weiterhin die angemessenste Strategie zur Kontrolle der Preisentwicklung im Inland darstelle, der Widerstand bei einigen geldpolitischen Instanzen offenbar größer, die kurzfristigen Zinsen in dem Ausmaß steigen zu lassen, das nötig gewesen wäre, um die heimische Währung auf den Devisenmärkten zu stützen.

Im Frühjahr 1986, nach der ersten allgemeinen Anpassung der amtlichen Paritäten nach beinahe drei Jahren, wurden die Marktzinsen in Italien und Irland deutlich, und in geringerem Ausmaß in Frankreich und Belgien gesenkt.

Kurz- und langfristige Zinssätze in EWS-Ländern 1985–87



¹ Ausgewählte typische Zinssätze. Italien: Sichteinlagen unter Banken; Dänemark: Tageskredite; übrige Länder: Dreimonats-Geldmarktpapiere. ² Ausgewählte typische Zinssätze. Deutschland, Frankreich, Italien und Dänemark: Anleihen der öffentlichen Hand; übrige Länder: Staatsanleihen.

In den Niederlanden mußten die kurzfristigen Zinssätze zeitweilig erhöht werden, um der Schwäche des Guldens entgegenzuwirken, der zusammen mit der D-Mark bis zum Frühsommer am unteren Ende des EWS-Bandes verharrete. Während die Notwendigkeit, die Zinspolitik am kurzen Ende vornehmlich am Wechselkursziel zu orientieren, akzeptiert wurde, erwartete man, daß der Richtwert für die Begrenzung des Nettobeitrags der Banken zur inländischen Geldschöpfung zu einer steileren Zinsstrukturkurve führen würde, da die Banken ihre von der Begrenzung ausgenommenen nichtmonetären Verbindlichkeiten ausdehnten. Es zeigte sich aber, daß die Zinsdifferenz zwischen Deutschland und den Niederlanden am langen Ende des Marktes geringer blieb als am kurzen Ende.

In Belgien orientierte sich die Zinspolitik weiterhin an einem Ausgleich zwischen den Zielen, einerseits das Vertrauen in den belgischen Franc zu erhalten und andererseits die Kreditkosten für den privaten Sektor und das Schatzamt zu verringern. Der gefundene Kompromiß bedeutete, daß der belgische Franc während des größten

Teils des Jahres in der Nähe des unteren Rands des EWS-Bandes verblieb. Die Zinspolitik am kurzen Ende wurde allerdings durch langfristige Kapitalabflüsse behindert, die durch einen – im Vergleich zu den Renditen im Ausland – starken Rückgang der langfristigen Zinsen in Belgien Anfang des Jahres ausgelöst worden waren.

In Irland waren die kurzfristigen Zinssätze vor dem Realignment im April 1986 in der Absicht kräftig angehoben worden, durch eine stabile Position des irischen Pfundes im EWS weiterhin Druck auf die relativ hohe Preissteigerung im Inland auszuüben. Eine Zwangslage ergab sich aber, als der ausgeprägte Rückgang des Pfund Sterling gegenüber den EWS-Währungen im Juli zu einer Höherbewertung des effektiven Wechselkurses der irischen Währung führte. In der Folge wurde das irische Pfund, nur wenige Monate nach der allgemeinen Leitkursneufestsetzung vom Frühjahr, Anfang August gegenüber allen anderen EWS-Währungen nach unten angepaßt. Diese unvorhergesehene Berichtigung beeinflusste offensichtlich die Markterwartungen; sowohl die kurz- als auch die langfristigen Zinsen stiegen steil an, als das Pfund Sterling im Herbst begann, sich gegenüber den europäischen Währungen erneut abzuschwächen.

In Dänemark, wo im letzten Jahr finanzpolitische Schritte unternommen worden waren, um das rasche Wachstum des privaten Verbrauchs zu dämpfen, wurden nur begrenzte Änderungen der kurzfristigen Zinsen in Reaktion auf die Schwäche der Krone vorgenommen. Die Enttäuschung über mangelnden Fortschritt bei der Rückführung des Leistungsbilanzdefizits scheint die Glaubwürdigkeit der Politik eines stabilen Währungsaußenwerts beeinträchtigt zu haben, weshalb sich die langfristigen Zinsen ab der Jahresmitte leicht nach oben bewegten.

Gegen Ende des Jahres trugen der weitere Rückgang des Dollars auf den Devisenmärkten und politische Unsicherheiten in einigen europäischen Ländern am Markt zu wachsenden Erwartungen eines erneuten Realignments der EWS-Paritäten bei. Der Markt scheint auch Unterschiede bei den Ansichten der einzelnen Länder über die Rolle von Geldmengenzielen in einem Umfeld niedriger Inflation wahrgenommen zu haben. Es wurde erkannt, daß die Devisenkontrollbestimmungen, die in der Vergangenheit benutzt worden waren, um das Eingehen spekulativer Positionen abzuwehren, nicht länger verfügbar waren. Besonders in Frankreich waren die Inlandszinsen offenbar stärker als zuvor ausländischen Zinseinflüssen ausgesetzt. In vielen Ländern wurden die kurzfristigen Zinsen in den ersten Januarwochen des Jahres 1987 erhöht; dennoch waren sehr große Devisenmarktinterventionen nötig, um die Wechselkurse innerhalb der Interventionsgrenzen zu halten.

In Frankreich, wo die kurzfristigen Zinsen im Verhältnis zur Inflation hoch blieben, sprachen gegen Ende des Jahres weder die binnenwirtschaftliche Lage noch die Einhaltung des geldpolitischen Ziels für eine Zinserhöhung. Jedoch waren die Anleiherenditen seit September kontinuierlich angestiegen, und schließlich mußten die Geldmarktsätze erhöht werden, obwohl man den französischen Franc auf den unteren Interventionspunkt des EWS-Kursbandes absinken ließ.

In Italien andererseits schienen Zinserhöhungen am kurzen Ende gegen Ende letzten Jahres angebracht, um das Wachstum der Kredite an den inländischen privaten Sektor und die Zunahme der Geldmenge abzuschwächen. Italien nutzte auch stärker die innerhalb des europäischen Wechselkursverbands vorhandene Flexibilität, und die langfristigen Zinsen blieben im Dezember und Januar besonders stabil.

In Verbindung mit dem neuerlichen allgemeinen Realignment im Januar wurden die Geldmarktsätze in Deutschland heruntergeführt. Der anschließende Mittelrückfluß in die Abwertungsländer war zunächst geringer als nach früheren Wechselkursneuordnungen, und im März waren die kurzfristigen Zinsen in Frankreich und Dänemark noch immer höher als im Herbst 1986. In Italien gingen hingegen von Kapitalzuflüssen zeitweise Tendenzen zur Senkung der kurzfristigen Zinsen aus.

Geldpolitische Ziele für effektive Wechselkurse. In den letzten Jahren basierte die Geldpolitik in drei skandinavischen Ländern auf Zielen für einen nominalen effektiven Wechselkursindex. In den frühen siebziger Jahren hatten sich Norwegen und Schweden zusammen mit mehreren mitteleuropäischen Ländern an dem Gruppenfloating europäischer Währungen („Schlange“) beteiligt, während Finnland ein inoffizielles Ziel für einen effektiven Wechselkursindex verfolgte. Teils, weil eine Hartwährungspolitik als schwer vereinbar mit binnenwirtschaftlichen Erwägungen angesehen worden war, verließ Schweden 1977 den Währungsverbund und setzte sich ein Ziel für einen effektiven Wechselkurs; Norwegen unternahm einen ähnlichen Schritt im Jahr 1978.

Zwischen 1973 und Anfang 1977 ließ Norwegen eine effektive Aufwertung der Krone um mehr als 15% zu. Die geringe Reaktion der Inlandspreise schwächte die Wettbewerbsfähigkeit der Industrie auf dem Festland, doch die Zahlungsbilanz profitierte von wachsenden Ölexporten. Finnland suchte Wettbewerbsverluste durch periodische Abwertungen der Finnmark zu vermeiden und akkommodierte hierbei eine relativ hohe Inflationsrate im Inland. Während der späten siebziger und frühen achtziger Jahre fanden Abwertungen in allen drei Ländern statt, die größte in Schweden im Jahr 1982. Obwohl im allgemeinen Stabilisierungsmaßnahmen eingeleitet worden waren, wurde überall deutlich, daß Verbesserungen der Wettbewerbsposition rasch durch einen Anstieg der Inflation im Inland aufgeweicht werden konnten. Trotz Kreditplafonds und Devisenkontrollen mußte die Zinsregulierung gelockert werden, und die Inflationserwartungen schlugen sich schließlich in hohen langfristigen Zinsen nieder. In allen drei Ländern mußten die Wirtschaftspolitiker letztendlich die Notwendigkeit einer strafferen Wechselkurspolitik anerkennen.

In Schweden orientiert sich eine flexible Zinspolitik nun an „Kapitalverkehrsströmen“ und zielt darauf ab, private Kapitalströme zu induzieren, die gerade die Leistungsbilanzungleichgewichte ausgleichen. Nach der Beseitigung der Kreditplafonds gegen Ende 1985 und im Zusammenhang mit raschen Zinssenkungen stieg 1986 die weit abgegrenzte Geldmenge um 11% und die Kreditvergabe durch Finanzinstitute um fast 25%. Die Tagesgeldsätze, die von ihrem 1985 erreichten Höchststand von 16% im Oktober letzten Jahres auf 8½% gefallen waren, stiegen vorübergehend Anfang 1987 erneut, auf über 12%, und im März lagen die Renditen öffentlicher Anleihen mit über 11% etwa auf demselben Niveau wie ein Jahr zuvor.

In Norwegen versuchten die Verantwortlichen, der abwärtsgerichteten Anpassung der Wechselkurse nach der Abschwächung der Ölpreise Anfang 1986 durch heftige Interventionen an den Devisenmärkten und eine signifikante Straffung der Geldpolitik Widerstand zu leisten. Der marginale Zinssatz der Bank von Norwegen erreichte in der ersten Maiwoche kurz vor der Abwertung der norwegischen Krone vorübergehend 50%. Erneuten Spannungen am Devisenmarkt im Dezember konnte durch einen sehr viel geringeren Anstieg der Geldmarktsätze begegnet werden. Aber vor dem Hintergrund einer kräftigen Konsumgüternachfrage, eines heftigen

Nominallohnanstiegs und einer Verschlechterung der Leistungsbilanz lag der Tagesgeldsatz der Bank von Norwegen im Februar 1987 knapp unter 14%.

In Finnland wurde die Politik der fortschreitenden Senkung der kurzfristigen Zinsen gegenüber dem Anfang 1984 erreichten Niveau von 17,5% im Frühjahr 1986 unterbrochen, als es nach der Abwertung der norwegischen Krone zu einer geringen Abwertung der Finnmark innerhalb der angekündigten Grenzen kam. Um die Währungsreserven zu schonen, wurde der Satz der Bank von Finnland für tägliches Geld einmal während des Sommers auf 40% heraufgesetzt. Ende 1986 und Anfang 1987 war der äußere Druck weniger stark, und mit wieder wachsendem Vertrauen wurde der amtliche Satz für tägliches Geld im März 1987 auf 11,5% gesenkt, womit er 1% höher war als ein Jahr zuvor.

Es wird sicher einige Zeit erfordern, die Glaubwürdigkeit von Wechselkurszielen zu etablieren. Die Inflationsraten in den drei Ländern sind weiterhin vergleichsweise hoch. Die Erfahrungen sprechen zudem dafür, daß selbst die Nutzung der vorhandenen Flexibilität der indexorientierten Strategien – beispielsweise zur Veränderung der Gewichte – zeitweise die Unsicherheiten auf den Devisenmärkten vergrößern kann.

Verknüpfung von Geldmengen- mit Wechselkurszielen. Der zunehmende Einfluß außenwirtschaftlicher Rücksichten auf die Zinspolitik wirft die Frage auf, in welchem Ausmaß es in Ländern mit expliziten Wechselkurszielen durchführbar und sinnvoll ist, Vorgaben für Geldmengen- und Kreditaggregate zu verfolgen. In der Vergangenheit waren kleine Länder in der Lage, sich auf Wechselkursziele als Basis der Geldpolitik zu stützen, weil ein relativ hoher Stabilitätsstandard in jenen großen Ländern erzielt worden war, deren Geldpolitik sich an anderen Zwischenzielen orientierte – vornehmlich der Geldmenge. Selbst in kleinen offenen Volkswirtschaften, in denen die Preis- und Lohnentwicklung stark von den Einfuhr- und Ausfuhrpreisen beeinflusst wird und in denen die Finanzmärkte ebenfalls relativ offen sind, können bestimmte Arten quantitativer monetärer Richtwerte nützlich sein, besonders dann, wenn die Entwicklung der öffentlichen Finanzen unbefriedigend ist. In den Niederlanden einigten sich das Schatzamt und die Niederländische Bank in den letzten Jahren darauf, die monetäre Finanzierung des Staates zu beschränken. In Schweden und Belgien wurden in der Vergangenheit große Haushaltsfehlbeträge mit Leistungsbilanzdefiziten oder privaten Kapitalexporten und umfangreichen staatlichen Kreditaufnahmen im Ausland in Verbindung gebracht. In Schweden unterstützt nun eine Zusage der Regierung, Auslandskreditaufnahmen zu vermeiden, die Geldpolitik. In Belgien hat die Nationalbank zeitweise Richtwerte der Währungsreserven als Orientierung für ein angemessenes Gleichgewicht zwischen Inlands- und Auslandsfinanzierung des Staates verwendet.

Besonders in den größeren Ländern mit wechselkursorientierter Geldpolitik scheinen Geldmengenziele zur Beeinflussung der Preis- und Lohnbildung sinnvoll zu sein. In dem Maße, in dem die inländischen Finanzmärkte von denen anderer Länder durch Devisenkontrollen isoliert sind, können Kreditziele helfen, die Geldpolitik mittelfristig auf Kurs zu halten, auch wenn Kreditgrenzen oder spezielle Mindestreserveverpflichtungen notwendig sein könnten, sie einzuhalten. In Italien haben Obergrenzen für Kredite in heimischer Währung in der Vergangenheit ebenfalls geholfen, Mittel aus dem Ausland anzuziehen, und in Frankreich haben monetäre Vorgaben die Glaubwürdigkeit von Wechselkurszielen erhöht. In beiden Ländern wurden die Kapitalver-

kehrskontrollen jüngst gelockert, und der Einfluß der vorgesehenen weiteren Liberalisierung auf die Fähigkeit der Währungsbehörden, Geldmengen- und Wechselkursziele simultan zu erreichen, ist unbestimmt. Die monetäre Richtlinie, die in den Niederlanden gesetzt ist (s. S. 137), kann durch die Nichtbanken im Prinzip durch Kreditaufnahmen im Ausland oder auf dem offenen Markt umgangen werden, doch die Behörden betrachten die Inlandsmärkte als hinreichend abgeschirmt, um quantitative monetäre Beschränkungen für eine gewisse Zeit wirksam werden zu lassen.

Die Schweiz bildet den interessanten Fall eines kleinen Landes, das sich dafür entschied, unabhängig ein Ziel für ein monetäres Aggregat zu verfolgen. Das Ziel wird als Jahresdurchschnitt angegeben und erlaubt kurzfristige Abweichungen. Freilich haben die Behörden eingedenk ihrer Erfahrungen mit einem überschießenden Schweizer Franken seit einigen Jahren auch dem Wechselkurs starke Beachtung geschenkt. Die Tatsache allerdings, daß der Schweizer Franken über einen langen Zeitraum gesehen die einzige europäische Währung ist, die sich gegenüber der D-Mark aufgewertet hat, half die Zinsen in der Schweiz niedriger als in Deutschland zu halten.

Geldpolitik und zunehmende Öffnung der Finanzmärkte. Die weitere Liberalisierung des Kapitalverkehrs, zu der die EG-Länder verpflichtet sind, wird die externen Zwänge verstärken, denen die Geldpolitik in den EWS-Ländern unterliegt. Diese Erkenntnis hat zu Forderungen nach mehr Flexibilität und einer verbesserten Koordination der Geldpolitik in den Mitgliedsländern geführt. Wegen der Möglichkeit von Portfolioanpassungen in Ländern mit langjährigen Kapitalverkehrskontrollen und weil zwei dieser Länder relativ groß sind, läßt sich der Einfluß der Liberalisierung um so schwieriger vorhersehen. Derzeit kennt nur ein großes am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmendes Land, Deutschland, Freizügigkeit im Kapitalverkehr, und es ist schwer zu beurteilen, inwieweit dies das Funktionieren des Währungssystems bedingte.

Während der Verhandlungen, die dem EWS-Realignment vom Januar 1987 vorausgegangen waren, hatten sich die Teilnehmer darauf geeinigt, Änderungen der Arbeitsweise des Systems in Betracht zu ziehen. Ein Vorschlag bestand darin, den mit dem Europäischen Währungssystem geschaffenen kurzfristigen Kreditmechanismus zur Finanzierung von intramarginalen Interventionen verfügbar zu machen – Interventionen, die es den Währungsbehörden ermöglichen sollen, spekulativem Druck wirkungsvoller und frühzeitig zu begegnen. Es besteht ein gewisses Risiko, daß dies große Kapitalbewegungen erleichtern und die Kontrolle der Bankenliquidität in den einzelnen Ländern erschweren würde. Erfahrungen einiger Länder, insbesondere der Niederlande, haben gezeigt, daß sich die Spekulation entmutigen läßt, wenn dem Druck auf die Wechselkurse durch rasche Anpassungen der kurzfristigen Zinsen widerstanden wird und Abwertungen vermieden werden. Die Länder könnten auch stärkeren Gebrauch von den bestehenden Schwankungsbreiten der Wechselkurse machen, um die Spekulanten sowohl einem Aufwertungs- als auch einem Abwertungsrisiko der Wechselkurse auszusetzen. Die Flexibilität könnte auch durch Erweiterung der Schwankungsbreiten oder rechtzeitige und häufigere Anpassungen der Leitkurse erhöht werden.

Eine solchermaßen erhöhte Flexibilität würde primär dazu dienen, dem Problem vereinzelter und, bis zu einem gewissen Grade, vorhersehbarer, durch politische Überlegungen mitbestimmter Paritätsanpassungen beizukommen, die eine Hauptursache von Störungen im System gewesen sind. Wenn Wechselkursanpassungen

nicht prompt vorgenommen werden, müssen die verzerrenden monetären Effekte umfangreicher Devisenmarktinterventionen gegen die Wirkungen von Anpassungen der kurzfristigen Zinsen zur Aufrechterhaltung der Wechselkursrelationen abgewogen werden. Die getroffene Wahl beeinflusst naturgemäß die Lastenverteilung zwischen den Partnerländern.

Es wurde damit argumentiert, daß die in Aussicht genommene weitere Liberalisierung des Kapitalverkehrs in der Europäischen Gemeinschaft einen größeren Koordinierungsbedarf für die Geldpolitik der EWS-Länder bedeutet. Ein Großteil der theoretischen Diskussion geht von einer Zone dauerhaft fixierter Wechselkurse aus, was nicht das Ziel des gegenwärtigen Wechselkursabkommens ist. Obwohl die vollständigen Implikationen der Liberalisierung des Kapitalverkehrs unsicher bleiben, ist doch zu erwarten, daß die Kapitalströme stärker auf Zinssätze und Wechselkuserwartungen reagieren werden. In der Praxis dürfte es vorerst keine praktische Alternative zu den impliziten Methoden der Koordinierung der Geldpolitik geben, die sich im Laufe der Zeit herausgebildet haben. Zwar dürften wohl Aussichten bestehen, Devisenmarktstörungen durch flexiblere Zinsanpassungen und Zinskonsultationen zu begegnen, doch könnte letzteres lediglich darauf hinauslaufen, unterschiedliche Vorstellungen über das angemessene Zinsniveaus in den einzelnen Ländern zu offenbaren. Ob die in den letzten Jahren erreichte verbesserte Konvergenz der Inflationsraten aufrechterhalten werden kann, bleibt abzuwarten; in einigen Ländern hat besonders die Konsolidierung der Staatsfinanzen noch einen weiten Weg vor sich.

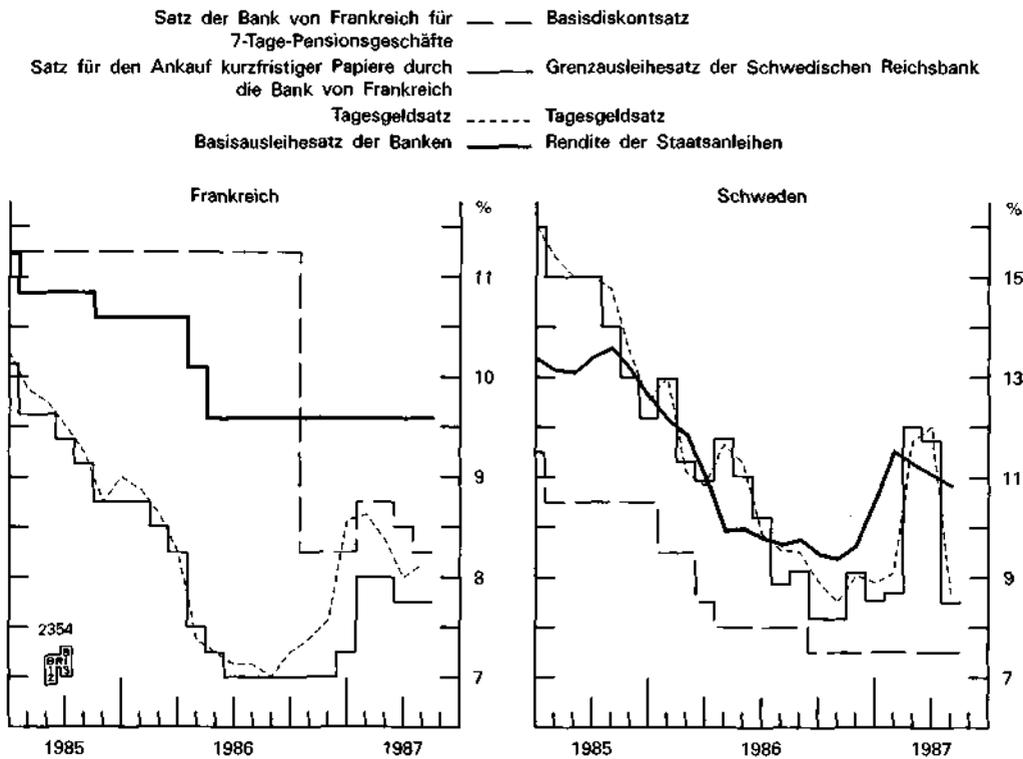
In Schweden, Norwegen und Finnland sind die Kapitalverkehrskontrollen recht extensiv geblieben. Es ist vorgesehen, einige Kapitalverkehrsbeschränkungen vorläufig beizubehalten, besonders jene, die dazu dienen, kurzfristige Transaktionen Gebietsfremder in heimischer Währung zu beschränken. Selbst dann, so wird vermutet, wird sich die Autonomie der Geldpolitik durch solche Kontrollen weniger wirksam bewahren lassen, wenn sich die Märkte weiterentwickeln.

Geldmarktsteuerung und außenwirtschaftliche Hemmnisse

In den letzten Jahren wurden die von den Zentralbanken zur Verwirklichung ihrer Geldmengenzwischenziele verwendeten Instrumente und Verfahren flexibilisiert und verstärkt über den Markt eingesetzt. In vielen Fällen wurden direkte Kreditbegrenzungen oder Zinsregulierungen abgeschafft, der über Geldmarktoperationen auf die Zinssätze ausgeübte Einfluß wurde bedeutender, und diese Offenmarktgeschäfte wurden flexibler durchgeführt. Gleichzeitig war man bemüht, Instrumente wie die Mindestreservebestimmungen anzupassen, um bestimmte Inlandszinsen von äußerem Druck zu entlasten. Diese beiden Tendenzen sind nicht unabhängig voneinander. Die Beseitigung direkter Kapitalverkehrsbeschränkungen und die zunehmende Verflechtung der inländischen und ausländischen Finanzmärkte haben nicht nur die Effektivität der heimischen direkten Kontrollinstrumente verringert, sondern auch die Zinsautonomie der Länder eingeschränkt.

Änderungen beim geldpolitischen Instrumentarium. Die Veränderungen, die die Bedeutung von Offenmarktoperationen bei der Durchführung der Geldpolitik erhöht und die Flexibilität dieser Operationen in beinahe allen Industrieländern verbessert haben, wurden im letzten Jahresbericht beschrieben. Weitere wichtige Veränderungen hat es in Frankreich, Schweden und Finnland gegeben, während die Notenbanken an-

Ausgewählte Zinssätze in Frankreich und Schweden 1985–87



derer Länder ihre Instrumente in dem Bemühen, mit den zunehmend engeren außenwirtschaftlichen Beschränkungen fertig zu werden, beständig verfeinert und adjustiert haben.

In Frankreich wurde die quantitative Begrenzung der Ausweitung der Bankkredite, die in unterschiedlichen Formen seit 1974 in Kraft gewesen war, Anfang 1987 abgeschafft. Im Jahr 1986 hatten die Restriktionen nur die Funktion eines Sicherheitsnetzes, und die Kreditzunahme blieb klar innerhalb dieser Norm. Statt von Kreditplafonds hängt die Einhaltung der Geldmengenziele künftig von der Beeinflussung der Geldmarktzinsen durch die Währungsbehörden ab. In der Praxis wird die Notenbank weiterhin vornehmlich im Interbankmarkt tätig sein, wenngleich offizielle Käufe und Verkäufe auch handelbare Geldmarktpapiere oder Anleihen zum Gegenstand haben können.

Im Dezember 1986 wurde das tägliche morgentliche „Fixing“ auf dem Geldmarkt eingestellt, um den Tagesgeldsatz im Tagesverlauf freier variieren zu lassen und einen höheren Anreiz zur Entwicklung von Termingeschäften zu liefern. Die Skala der Akteure, mit denen die Bank von Frankreich Geschäfte abschließt, wurde auf Kreditbanken ausgedehnt, nachdem sie zuvor auf Diskontbanken beschränkt war.

Wie früher auch, wird die Bank von Frankreich Zentralbankgeld vornehmlich durch regelmäßige Ausschreibungen von Kaufofferten für Staatspapiere oder private Titel, die innerhalb einer bestimmten Frist fällig werden, anbieten. Auf der Grundlage

der in diesen Offerten spezifizierten Mengen und Zinssätzen wird die Bank von Frankreich einen Zinssatz so festlegen, daß sich der Reservebetrag ergibt, den sie bereitzustellen wünscht, und sie wird diesen Satz auf alle angenommenen Offerten anwenden. Die Möglichkeit, eine „holländische Versteigerung“ einzuführen (bei der die einzelnen Gebote zu den ausgeschriebenen Preisen akzeptiert werden), wird zu einem späteren Zeitpunkt geprüft. Normalerweise wird der gewählte Satz eine Untergrenze für die Fluktuationen des Tagesgeldsatzes festlegen. Eine Obergrenze wird gewöhnlich durch die reaktivierte 7-Tages-Pensions-Fazilität vorgegeben sein, die auf Initiative der Banken verfügbar ist.

Gleichzeitig wurde ein Schritt zurück von der simultanen zur teilverzögerten Reserveberechnung angekündigt. Die Periode für die Durchschnittsbildung wurde von drei Monaten auf einen Monat reduziert und wird sich mit dem Zeitraum für die Reservehaltung um zwei Wochen überschneiden, wenn das System voll in Kraft ist. Um den Einfluß der Abschaffung der Strafreserven für übermäßige Kreditvergabe auf die Bankenliquidität auszugleichen, wurden die Reservesätze auf Einlagen erhöht.

In Schweden beinhaltet der neue Geldmarktmechanismus eine abgestufte Gebührenskala für Zentralbankkredite an Banken, wobei die Abstufung auf dem Verhältnis des Fremdkapitals zum Eigenkapital bei jeder Bank basiert. Die Änderung führte im letzten Jahr zu einem aktiven Interbankmarkt für Tagesgeld zu Zinssätzen, die von der Zentralbank durch Transaktionen in kurzfristigen Staatspapieren über Veränderungen des Akkommodierungsbedarfs des Bankensystems flexibel beeinflusst werden können. Arbitrage stellt sicher, daß die Kosten des Grenzausleihers den Tagesgeldsatz bestimmen.

In Finnland bereitete die Etablierung einer Differenz zwischen den Zinsen für tägliche Zentralbankkredite und -einlagen Anfang 1986 den Weg für die Entwicklung eines Tagesgeldmarktes, in dem die Zinsen innerhalb enger Grenzen fluktuieren können. Im Dezember wurden die Grenzen erweitert, und die Bank von Finnland bot den Banken eine neue Fazilität für Dreimonatskredite an, um die Entwicklung eines Termingeldmarktes zu fördern, dessen Zinsen amtlichen Einflüssen unterliegen. Anfang 1987 wurde auch eine Möglichkeit für Dreimonats-Zentralbankeinlagen geschaffen, und die Bank von Finnland leitete den Handel in von Banken emittierten Einlagenzertifikaten ein, um die Entwicklung eines offenen Geldmarktes zu begünstigen.

Spezielle Instrumente zur Entschärfung des Konflikts zwischen inneren und äußeren Zielen. Um es den Zentralbanken zu ermöglichen, mit Devisenmarktstörungen fertig zu werden, wurden zahlreiche flexible Instrumente entwickelt, die es den Geldmarktsätzen erlauben, stärker zu variieren als die amtlichen Diskontsätze. Zusätzlich haben verschiedene Zentralbanken versucht, die verbliebenen Substitutionslücken zwischen den Finanzierungsinstrumenten zu nutzen, indem sie die Mindestreservebestimmungen änderten, um einen Keil zwischen die Kreditgebühren der Banken und die Geldmarktsätze zu treiben, die auf Devisenmarkteinflüsse reagieren müssen.

In Frankreich wurden die Mindestreserven auf Einlagen Anfang 1986 zweimal erhöht, um den Einfluß, der von rückläufigen amtlichen Geldmarktinterventionssätzen auf die Durchschnittskosten der Banken und dadurch auf deren Kreditgebühren ausgeht, zu begrenzen. Die Ende 1985 in Schweden eingeführte Verpflichtung zur Haltung einer 3prozentigen unverzinslichen Kassenreserve könnte im Prinzip ähnlich genutzt werden. In Dänemark wurde die Regulierung der Bankkredite im Jahr 1985

durch eine Verpflichtung ersetzt, nach der die Banken eine spezielle Einlage bei der Nationalbank zu leisten haben, die 20% der Zunahme der Kundeneinlagen ausmacht, die über eine vereinbarte Norm hinausgeht. Um das rasche Wachstum der Bankeinlagen zu drosseln, wurde im Frühjahr letzten Jahres der Zinsertrag der Sondereinlage so stark gesenkt, daß er 5 Prozentpunkte unterhalb der Marktrendite zu liegen kam. Das Ergebnis war, daß die Banken weniger bereit waren, große Einlagen zur Anlage in Anleihen zu akzeptieren. Die Buße wurde später abgeschafft, doch reduzierte man, als das Tempo der Bankausleihungen zu einem Sorgenfaktor wurde, den Basisrahmen für das Einlagenwachstum, der bereits von 14 auf 9% beschnitten worden war, für den Zeitraum Februar–Juni 1987 weiter auf 7%. Hinzuzufügen ist, daß in den Niederlanden eine Überlegung bei der Einführung von Kreditrichtlinien gewesen war, daß der Versuch, die Kredite durch Mindestreserveanforderungen mit einem direkten Einfluß auf die Kosten und Kreditgebühren der Banken zu steuern, höchstwahrscheinlich zu Umgehungsversuchen führen würde.

In Italien schienen Anfang 1987 die Kapitalzuflüsse wie gewöhnlich in einem Zeitraum kurz nach Neufestsetzung der Wechselkurse im EWS den ungesicherten Zinsdifferenzen gegenüber den anderen EWS-Währungen zu folgen. Als im März der Diskontsatz gesenkt wurde, wurde die Zunahme der Nettoauslandsverbindlichkeiten der italienischen Kreditinstitute einer 25prozentigen Mindestreserve unterworfen, die durch Plazierung von Lira-Einlagen bei der Bank von Italien zu erfüllen war. Man hoffte, daß diese Maßnahmen einen Rückgang der Zinsen auf Inlandseinlagen und den Anstieg einiger Kreditzinsen fördern würden, was helfen würde, den raschen Zuwachs der Kredite an den inländischen privaten Sektor zu bremsen. In Spanien gerieten die Mittelzuflüsse nach der Anfang 1987 erfolgten Abwertung der Peseta gegenüber den EWS-Währungen in Konflikt mit der Notwendigkeit, das exzessive Geldmengenzuwachstum zu drosseln. Im März wurde der Zuwachs konvertibler Peseta-Guthaben Gebietsfremder bei Banken einer 19prozentigen Mindestreserve unterworfen. Im April wurde sie auf 19,5% erhöht und auf den Gesamtbestand dieser Einlagen sowie die Nettofremdwährungsverbindlichkeiten der Banken angewandt.

Wenngleich Maßnahmen dieser Art in gewissen Situationen nützlich sein können, gibt es Grenzen dessen, was von ihnen erwartet werden kann, wenn sich die wechselseitige Durchdringung der Märkte im Zeitablauf verstärkt.

Der Einfluß außenwirtschaftlicher Zwänge auf den Einsatz der Instrumente. Im letzten Jahr setzten viele Länder den Einsatz flexibler Instrumente zur Abwehr von Störungen im Angebot von Bankreserven fort, die insbesondere aufgrund von Devisenmarktinterventionen aufgetreten waren. Wegen der Art und Weise, mit der Wechselkurszwänge zeitweise mit binnenwirtschaftlichen Überlegungen in Konflikt gerieten, machten freilich die großen Länder nur begrenzten Gebrauch von den Möglichkeiten einer flexiblen Beeinflussung der Geldmarktsätze, welche die in den letzten Jahren eingeführten Verfahren boten. Anfang 1987 nutzten sie diese Art der Flexibilität jedoch stärker.

In den USA akkommodierte die Federal Reserve den Reservebedarf der Banken im letzten Jahr, und der Satz für Federal funds bewegte sich in enger Übereinstimmung mit dem Diskontsatz nach unten. Anfang 1987 kam es vermutlich aufgrund einer höheren Bankennachfrage nach Überschußreserven zu einer Festigung der Geldmarktsätze, die nicht umgehend aufgehoben wurde. Im April deutete der Vorsitzende des Federal Reserve Board an, daß die Dollarkursentwicklung ein Faktor bei der Bereitstellung von Bankreserven werden könnte.

In Japan hatten Devisenmarktinterventionen, obwohl hoch, einen sehr viel geringeren Einfluß auf die Bankreserven als die saisonbedingten Veränderungen auf den Inlandskonten des Staates. Der Tagesgeldsatz wurde Anfang 1986 jäh reduziert und blieb anschließend wesentlich näher am Diskontsatz. Die Bank von Japan setzte jedoch den Einsatz flexibler Instrumente fort, darunter den Kauf von Schatzwechseln und Einlagenzertifikaten und den Verkauf von auf sich selbst gezogenen Wechseln, um ein Ansprechen der Marktsätze auf den sich ändernden Druck auf den Yen an den Devisenmärkten zu ermuntern.

In Deutschland setzte die Bundesbank weiterhin flexible Instrumente zur Regulierung der Bankenliquidität ein, darunter Devisenwapgeschäfte, tätigte aber zwischen März und November Wertpapierpensionsgeschäfte zu festen Zinsen, um die Geldmarktsätze zu stabilisieren. Ein Wechsel zu Mindestzinstendern ermöglichte einen saisonbedingten Anstieg des Tagesgeldsatzes gegen Jahresende, doch die zu Festzinsen abgewickelten Operationen trugen dazu bei, im Januar 1987 ein niedrigeres Marktzinsniveau herbeizuführen. Da es nicht zu größeren Mittelrückflüssen ins Ausland kam, wurde eine Erhöhung der Mindestreservesätze und eine Senkung der Diskontkontingente der Kreditinstitute vorgenommen, um den größten Teil der durch die amtlichen Devisenmarktinterventionen im Januar entstandenen Bankreserven abzuschöpfen. Damit sollten Bedingungen wiederhergestellt werden, die es der Bundesbank weiterhin erlaubten, die Geldmarktsätze durch die Sätze für Wertpapierpensionsgeschäfte zu steuern. Durch die im April angekündigte Verringerung des Zeitbedarfs zur Abwicklung der Wertpapierpensionsgeschäfte von zwei Tagen auf einen Tag wird die Flexibilität dieser Technik weiter erhöht. Mit ihrer Hilfe wurden die Geldmarktsätze im Mai weiter nach unten geführt.

In einem Umfeld abklingender Inflation und einer im allgemeinen starken außenwirtschaftlichen Position wurde in Frankreich Anfang 1986 der Tagesgeldsatz mit Hilfe der neuen Methoden nach unten geführt. Im späteren Jahresverlauf, als außen- und binnenwirtschaftliche Überlegungen in Konflikt gerieten, wurde schließlich eine Heraufsetzung des Interventionssatzes notwendig. In Großbritannien bedurfte es einer Reaktion der Zinssätze, um den im Herbst eingetretenen Fall des Pfund Sterling zum Stillstand zu bringen. Die Notenbank verfolgte jedoch ungewöhnliche Taktiken, um diese Reaktion zu verzögern und zu beschränken. Dazu gehörten Zentralbankkredite an den Markt und ein Beschluß, von der Emission von Schatzwechseln im Tenderverfahren Abstand zu nehmen, um eine Bestätigung des Anstiegs der Termingeldsätze zu vermeiden.

In Italien war der Zinssatz auf dem relativ neuen Markt für Tagesgeld weiterhin eng von Veränderungen des amtlichen Satzes für Wertpapierpensionsgeschäfte abhängig. Die langsame Reaktion des Schatzwechselsatzes erschwerte zeitweilig die Steuerung der Bankreserven. Im Rahmen des 1985 eingeführten Verfahrens blieb der Diskontsatz in Belgien oberhalb des Satzes für kurzfristige Schatzpapiere und wurde in Relation zu diesem angepaßt, doch gab es nur geringe Änderungen um die Jahreswende. In den Niederlanden wurde im März 1986 eine Diskontsenkung mit derjenigen in Deutschland abgestimmt. Dem Druck auf den Gulden im Sommer wurde durch Erhöhung der Zinsen für spezielle Zentralbankkredite begegnet und durch Einführung eines Zinsaufschlags auf die Ausleihungen der Banken, die über die Basisquote hinausgehen. Anfang 1987 blieben der Diskont- und der Lombardsatz unverändert, als Diskontsenkungsrunden in der Schweiz, Österreich, Italien, Belgien und Portugal der

Maßnahme der Bundesbank folgten. Im Mai jedoch war der Zins für spezielle Zentralbankkredite fast auf das Niveau des Lombardsatzes abgesunken.

Außenwirtschaftliche Zwänge und die Effektivität der Zinspolitik. Die Währungsbehörden haben sich zwar ihre Fähigkeit zur Steuerung der Geldmarktzinsen bewahrt, doch haben außenwirtschaftliche Zwänge im letzten Jahr ihre Möglichkeiten, am kurzen Ende eine unabhängige Zinspolitik zu verfolgen, beschränkt. Länder mit einer explizit wechselkursorientierten Geldpolitik waren sich seit langem darüber im klaren, daß Devisenmarktstörungen gelegentlich die zeitweise Hinnahme unerwünschter Veränderungen der kurzfristigen Zinsen erfordern könnten. Fehlende Glaubwürdigkeit der Wechselkurspolitik dürfte ebenfalls in relativ hohen Zinsen für längere Perioden resultieren. Im Prinzip mögen es flexible Wechselkurse den Ländern erlauben, ihre eigenen Inflationsraten und Zinssätze zu steuern, wenn dabei nominale Wechselkursänderungen akzeptiert werden. Die langsame Anpassung der Inlandspreise bedeutet allerdings, daß Nominalzinsänderungen häufig Realzinsänderungen implizieren, die wiederum zu substantiellen Veränderungen der realen Wechselkurse führen. Im letzten Jahr bekamen die großen Länder im Zusammenhang mit raschen realen Wechselkursänderungen die Notwendigkeit vor Augen geführt, die daraus resultierende Beeinträchtigung ihrer Wachstums- und Inflationsaussichten in ihrer Zinspolitik im Geldmarktbereich zu berücksichtigen.

Die Einschränkungen, denen die Geldpolitik der einzelnen Länder unterliegt, scheinen noch deutlicher, wenn man beachtet, daß die Währungsbehörden nur begrenzten Einfluß auf die Zinssätze außerhalb des Geldmarktes haben. Vor allem die langfristigen Zinsen, die gewöhnlich mehr von Spar- und Investitionsrelationen, Wechselkurs- und Inflationserwartungen und den Risikoeinschätzungen des Marktes abhängen, wichen zeitweise beträchtlich von den Geldmarktsätzen ab. In den USA ist der Zusammenhang zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen seit 1979 enger geworden, doch in vielen Ländern hat sich die relative Bedeutung der langfristigen Auslandszinsen für die Anleiherenditen erhöht.

Eine bemerkenswerte Entwicklung im letzten Jahr war das Ausmaß der Parallelität, wenn auch auf unterschiedlichen Niveaus, zwischen den Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten, Japan und Deutschland. Eine andere war die begrenzte Reaktion der Renditen in diesen drei Ländern auf den Rückgang der Geldmarktsätze im Lauf des Jahres. Es scheint so, als hätten sich verschiedentlich Veränderungen bei den realen Renditen in den USA, die sich unter dem Einfluß wechselnder Defizitperspektiven des Bundeshaushalts und der Wirtschaftsaussichten vollzogen, in den Renditen in anderen Ländern niedergeschlagen. Abnehmende Inflationsmentalität hat wohl in allen drei Ländern zu den Renditerückgängen Anfang 1986 beigetragen, doch seitdem scheinen sich die Inflationserwartungen nicht weiter verringert und in den USA sogar erhöht zu haben. Ob die anstehenden offiziellen Maßnahmen zur Stabilisierung des Dollars die Marktvorstellungen von den zugrundeliegenden Inflationsaussichten in Japan und Deutschland beeinflussten, ist schwer zu sagen, wenngleich die während der ersten Monate des Jahres 1987 relativ steile Renditenkurve in Deutschland verblüffend war.

Die außenwirtschaftlichen Hemmnisse änderten sich im Frühjahr 1987 allmählich, als sich die internationale Schuldensituation verschärfte und der Dollar unter starken Abwertungsdruck geriet. In den USA stiegen der CD-Satz, die Prime rates der Banken und die Anleiherenditen allesamt stark an, bevor die Federal-funds-Rate anzog. In den anderen großen Ländern veränderten sich die kurzfristigen Zinssätze kaum, die Anleiherenditen sanken hingegen erheblich, namentlich in Japan.

Die nominalen langfristigen Zinssätze sind andernorts – wenngleich in unterschiedlichem Ausmaß – höher als in den drei größten Ländern. Die bemerkenswerte Ausnahme der Schweiz dürfte auf die Erwartungen einer auf längere Sicht besseren Inflationsbilanz in diesem Land hinweisen. Die Renditen in vielen EWS-Ländern, aber auch in Ländern mit anderen Arten von Wechselkursregelungen, scheinen eine bedeutsame Inflationsprämie zu enthalten, was darauf hindeutet, daß der Markt von Wechselkursanpassungen ausgeht, die im Zeitablauf die höheren Inflationsraten ausgleichen. In der Tat lassen die Renditebewegungen des vergangenen Jahres in vielen dieser Länder vermuten, daß diese Prämien von der dort in den letzten Jahren verfolgten Devisenmarktpolitik abhängen. Relativ starke Erhöhungen der langfristigen Zinssätze in Ländern, die in der Vergangenheit Abwertungen ihrer Währungen hingenommen haben, müssen Zweifel über die zukünftige Wechselkurspolitik widerspiegeln, und die Erkenntnis der Marktakteure, daß Wettbewerbsgewinne aus Wechselkursanpassungen höchstwahrscheinlich mit der Zeit durch die Inflation ausgehöhlt werden.

Geldpolitik im Rahmen der allgemeinen Wirtschaftspolitik

In Ländern mit offenen und gut entwickelten Kapitalmärkten hat die Geldpolitik nur ein Hauptinstrument, die Kontrolle der Bankreserven und die Zinssätze, zu denen Reserven bereitgestellt werden, die wiederum die Geldmarktzinsen beeinflussen. Der Einsatz dieses Instruments orientierte sich in der Vergangenheit an monetären Zwischenzielen, die in der Absicht gewählt worden waren, die Inflation auf längere Sicht in den Griff zu bekommen. Ob Zinssenkungen die Investitionen wirksam anregen können, wenn andere Einflüsse ungünstig sind, ist fraglich. Andererseits können Maßnahmen, die die Struktur der staatlichen Einnahmen und Ausgaben verändern, die Wirtschaftsaktivität auf vielen verschiedenen Wegen beeinflussen. Insgesamt kann der Wirtschaftsablauf auch durch Veränderungen im regulatorischen Rahmenwerk beeinflusst werden. Steuerreformen und Maßnahmen zur Flexibilisierung und Marktorientierung ökonomischer Strukturen stehen nun in vielen Ländern auf der Tagesordnung. Neuerdings hat sich allerdings in manchen Ländern der Blickwinkel verengt, und frühere optimistische Vorstellungen über den kurzfristigen Zusammenhang zwischen Haushaltssaldo und ökonomischer Aktivität sind wieder aufgelebt.

In den Industrieländern muß die Haushaltspolitik ein Gesetzgebungsverfahren durchlaufen, das die Durchsetzung von Veränderungen manchmal langsam und schwierig macht. Stets besteht die Gefahr, daß langfristige Finanzierungshemmnisse im Entscheidungsprozeß außer Betracht bleiben. In manchen Ländern ist die politische Resonanz auf vorgeschlagene finanzpolitische Maßnahmen häufig unvorhersehbar, und die Erfahrungen zeigen, daß eine in Gang gekommene Ausweitung der Budgetdefizite, ob beabsichtigt oder nicht, schwer umkehrbar ist. Bei der Gestaltung der Geldpolitik wurden in den letzten Jahren Methoden zur flexibleren Steuerung der kurzfristigen Zinsen entwickelt, und Zwischenziele wurden eingeführt, um sicherzustellen, daß die langfristigen Vorstellungen adäquat berücksichtigt werden. Diese Absicherung wurde zum Teil ausgehöhlt, als der Geldpolitik zusätzliche Aufgaben aufgebürdet wurden beim Versuch, mit weltwirtschaftlichen Störungen insbesondere auf den Devisenmärkten fertig zu werden. Wird die Zinspolitik noch mehr politisiert, besteht die Gefahr, daß sie ihrer Stabilisierungsfunktion weniger gerecht werden kann.

VII. INTERNATIONALES WÄHRUNGSSYSTEM

Schwerpunkte

Das entscheidende Merkmal des internationalen Währungsgeschehens im Berichtszeitraum war der fortgesetzte Rückgang des Dollarkurses, der mithilfe, eine realistischere Wechselkursstruktur herbeizuführen, und der schließlich zu einer größeren Ausgewogenheit in der Weltwirtschaft beitragen sollte. Gleichzeitig hatte die ausgeprägte Dollarschwäche bedeutsame Rückwirkungen auf die Wechselkursentwicklungen im Europäischen Währungssystem, die Lage am Goldmarkt und das Wachstum der internationalen Liquidität.

Während 1985 die Abwertung des Dollars durch koordinierte offizielle Maßnahmen – Beispiele dafür sind Erklärungen über die Erwünschtheit von Wechselkursanpassungen und die offiziellen Verkäufe von Dollars – eingeleitet worden war, verlief von den ersten Monaten des Jahres 1986 an das Sinken des Dollarkurses weitgehend selbsttragend, dem zeitweise sogar mit umfangreichen offiziellen Interventionen entgegengewirkt wurde. Als im Verlauf des Jahres 1986 die Wechselkursanpassung fortschritt, folgten jedoch dem im September 1985 im Rahmen des Plaza-Abkommens festgeschriebenen Konsens der wichtigsten Industriestaaten über die erwünschte Richtung der Wechselkursänderungen widersprüchliche Signale offizieller Stellen an die Devisenmärkte. Erst im Februar 1987 einigte sich die Gruppe der „Sieben“, die zu diesem Zeitpunkt bestehenden Wechselkursrelationen in enger Zusammenarbeit zu stabilisieren. Trotz abgestimmter massiver offizieller Interventionen und einer flankierenden Geldpolitik schwächte sich aber der Dollar von der zweiten Märzhälfte an weiter ab. Diese Entwicklung setzte sich auch dann noch fort, als die Siebenergruppe Mitte April ihre im Februar getroffene Absprache bekräftigte. Etwa Mitte Mai notierte der Dollar gegenüber der D-Mark und dem japanischen Yen fast 50% unter den im Februar 1985 erreichten Höchstwerten.

Obwohl die wirtschaftliche Entwicklung der Mitgliedstaaten nach wie vor konvergierte, war der Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems (EWS) wiederholt beträchtlichen Anspannungen ausgesetzt. Der Erfolg der Leitkursneuordnung im April 1986 war nur kurzlebig. Zum Teil kam es wegen des fallenden Dollars bereits wieder im Frühsommer 1986 zu Spannungen im EWS. Die Sorge, der Dollar werde weitersinken, war dann auch einer jener Faktoren, der die Leitkursneuordnung vom Januar 1987 herbeiführte.

Auch der Goldmarkt wurde zunehmend durch Wechselkursentwicklungen beeinflusst. Wegen der Zweifel am Dollar und wegen Inflationsängsten nahm die private Nachfrage nach Gold zu. Der Goldpreis stieg rasant an und erreichte in der zweiten Maihälfte 1987 vorübergehend \$ 480 je Feinunze, den höchsten Wert seit mehr als vier Jahren.

Im Jahr 1986 war die ausländische private Nachfrage nach Anlagen in den USA geringer als das zunehmende US-Leistungsbilanzdefizit. Gleichzeitig stieg wegen der weiteren Dollarabwertung der Dollargegenwert der in anderen Währungen gehaltenen offiziellen Devisenreserven sprunghaft an. Dementsprechend nahmen die

Weltwährungsreserven erheblich zu; der Zuwachs konzentrierte sich allerdings auf einige wenige Hartwährungsländer, während viele Entwicklungsländer, im besonderen die ölexportierenden, Reservenverluste erlitten.

In den ersten vier Monaten des Jahres 1987 beschleunigte sich das Reservewachstum weiter, da ein Versiegen des Zuflusses privaten Kapitals in die USA und eine Umkehr der Kapitalströme innerhalb des EWS umfangreiche offizielle Devisenmarktinterventionen auslöste.

Allgemeine Entwicklung der Wechselkurse

Im Jahr 1986 und in den ersten Monaten dieses Jahres setzte der Dollar seine steile Talfahrt fort. Während aber in den Anfangsphasen die Rückführung des Dollarkurses von seinem unrealistisch hohen Niveau erheblicher wirtschaftspolitischer Unterstützung bedurft hatte, entwickelte in der Berichtsperiode der zeitweise sehr starke Druck auf den Dollar eine Eigendynamik.

Der Übergang von einer gesteuerten Kurskorrektur zu von selbsttätigen Marktkräften bewirkten Kursrückgängen ereignete sich ohne weitere wesentliche Verschlechterung der wirtschaftlichen Grunddaten. Das Leistungsbilanzdefizit der USA weitete sich zwar aus, aber es war bereits im Jahr 1985 sehr groß gewesen, und wegen der J-Kurven-Effekte konnte eine weitere ungünstige Entwicklung erwartet werden. Trotz einer Reduktion gegenüber 1985 blieb die durchschnittliche Zinsdifferenz zugunsten des Dollars erheblich, was zusammen mit dem mittlerweile erreichten realistischen Dollarkursniveau die Attraktivität von Dollaranlagen im Vergleich zu den vorangegangenen Jahren hätte erhöhen müssen.

Neben der Rückkehr zu angemesseneren Wechselkursrelationen ergab sich 1986 anscheinend nicht so sehr eine Änderung der wirtschaftlichen Grundgegebenheiten als vielmehr ein Wandel in der Bereitschaft des Marktes, diese zur Kenntnis zu nehmen. Es gibt einige Entwicklungen, die helfen mögen, den zunehmenden Pessimismus des Marktes gegenüber dem Dollar zu erklären. Ein wichtiger Faktor war die Langsamkeit, mit der sich die Dollarabwertung auf die amerikanischen Exporte und Importe auswirkte. Dies gab zu der Vermutung Anlaß, daß die Wechselkursanpassungen allein nicht in ausreichendem Maße das amerikanische Leistungsbilanzdefizit zu reduzieren vermögen. Während in den vorangegangenen Jahren die Stärke des Dollars als Ausdruck einer der amerikanischen Wirtschaft eigenen überlegenen Dynamik interpretiert worden ist, scheint ein Modewechsel im Denken ins andere Extrem eingetreten zu sein, wonach jetzt die amerikanische Industrie als zu inflexibel angesehen wird, um die Vorteile der massiven Verbesserung ihrer Wettbewerbssituation genügend ausnutzen zu können. Eine zweite Quelle des Pessimismus war die Unsicherheit darüber, ob die ausgleichende Wirkung der Wechselkursanpassungen auf die Leistungsbilanzungleichgewichte durch wirtschaftspolitische Maßnahmen einschließlich eines stärkeren Wachstums in anderen Industrieländern unterstützt würde. In der Tat begann sich das wirtschaftliche Wachstum infolge der erheblichen Wechselkursanpassungen und mangels kompensierender expansiver Maßnahmen erheblich zu verlangsamen; zuerst in Japan, dann auch in Deutschland.

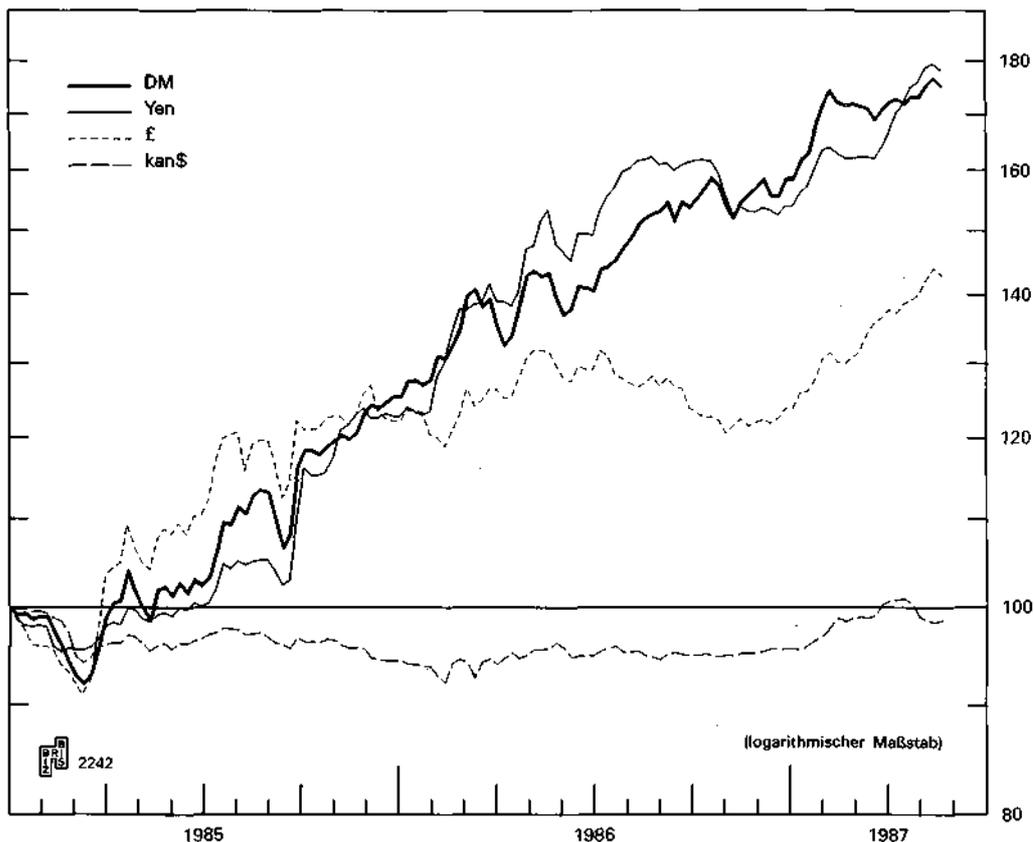
Der vielleicht wichtigste Faktor für die Änderung des Marktklimas war jedoch, daß die Erwartungen weiterer Kursrückgänge um so stärker wurden, je mehr der Dol-

lar sich abwertete. Solche extrapolierenden und unbeständigen Wechselkurserwartungen wurden durch das Schwinden des Konsenses zwischen den wichtigsten Industrieländern über die Wechselkurspolitik noch genährt. Bestand 1985 Übereinstimmung hinsichtlich der Richtung, in der sich der Dollarkurs bewegen sollte, kamen im Verlauf des Jahres 1986 wieder Meinungsunterschiede zum Vorschein. Die verantwortlichen staatlichen Instanzen in Ländern mit sich aufwertenden Währungen meinten, daß die Aufwertung ihrer Währung bereits hoch genug sei und eine Umorientierung ihrer nationalen wirtschaftspolitischen Strategie nicht erforderlich wäre. Im Gegensatz dazu vertrat die US-Administration die Meinung, daß eine solche Umorientierung unabdingbar sei, und betonte nochmals, daß in Ermangelung einer solchen eine weitere Abwertung des Dollars willkommen wäre. Vor diesem sehr verwirrenden wirtschaftspolitischen Hintergrund gerieten die Verhältnisse an den Märkten gelegentlich in Unordnung, und selbst erhebliche Dollarkäufe im Rahmen von offiziellen Interventionen brachten keine dauerhafte Beeinflussung der Devisenmärkte.

Erst beim Pariser Treffen der großen Industrieländer gegen Ende Februar 1987 wurde der Konsens über die Wechselkurspolitik hergestellt. Die Übereinkunft, eng zusammenzuarbeiten, um die Wechselkurse in der Nähe der damals vorherrschenden Niveaus zu stabilisieren, wurde anschließend von den Devisenmärkten auf eine harte

Bilaterale Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber dem US-Dollar 1985–87

Wochendurchschnitte, Ende 1984 = 100



Probe gestellt. Abgestimmte Interventionen großen Stils, unterstützt durch geldpolitische Maßnahmen, waren recht erfolgreich in der Eingrenzung der weiteren Abwertung des Dollars gegenüber den europäischen Währungen, verhinderten aber nicht eine beträchtliche weitere Abwertung gegenüber dem Yen. Angesichts anhaltend labiler Devisenmärkte appellierten die japanischen Behörden am 13. Mai an die großen nationalen Finanzinstitute und Handelsgesellschaften, von spekulativen Geschäften in Dollar Abstand zu nehmen.

Die Entwicklung während der ersten Monate 1986 ist bereits ausführlich im vorigen Jahresbericht beschrieben worden. Sie war durch koordinierte Zinssenkungsrunden und eine weitere starke Abwertung des Dollars charakterisiert. Letztere vollzog sich in zwei Phasen: Die erste dauerte von der zweiten Januarhälfte bis Anfang März, die zweite von der zweiten Aprilwoche bis zur zweiten Woche im Mai. Es war während der zweiten Phase, als die Aufwertung der D-Mark, des Schweizer Frankens und des Yen gegenüber dem Dollar, gemessen an den Kursen von 15 Monaten zuvor, rund 60% erreichte, daß in den Ländern mit sich aufwertenden Währungen erstmals Zweifel über das Ausmaß der Dollarabwertung aufkamen und die Bank von Japan auf den Devisenmärkten zu intervenieren begann, um die Yen-Aufwertung zu dämpfen. Ungeachtet aller Rufe nach engerer wirtschaftspolitischer Zusammenarbeit ließ das Ergebnis des Wirtschaftsgipfels von Anfang Mai in Tokio keine allgemeine Bereitschaft erkennen, zu diesem Zeitpunkt zur Stützung des Dollars zu intervenieren.

Nach einer Periode fortgesetzter Kursrückgänge in der ersten Maihälfte führte die Erwartung höherer US-Zinsen in der Folge zu einer Erholung des Dollars: Innerhalb weniger Wochen wertete sich der Dollar gegenüber dem Yen um 10% und gegenüber der D-Mark und dem Schweizer Franken um je 7% auf. Die Erholung war jedoch von kurzer Dauer. Bereits Anfang Juni setzte der Dollar seine Talfahrt fort. Trotz gelegentlicher massiver Stützungskäufe durch die japanische Notenbank hielt die Dollarschwäche bis Ende August an und resultierte in einer Abwertung um 13% gegenüber der D-Mark und dem Yen.

Dieser Kursverfall ereignete sich vor dem Hintergrund einer vergleichsweise enttäuschenden Entwicklung der amerikanischen Wirtschaft. Angesichts stagnierender Industrieproduktion und fortgesetzter Beschäftigungsabnahme im Bereich des verarbeitenden Gewerbes wurde es immer offensichtlicher, daß das US-Wirtschaftswachstum geringer als erwartet sein würde. Dazu kam, daß trotz der bereits eingetretenen erheblichen Wechselkursänderungen kaum Anzeichen einer Verbesserung der US-Leistungsbilanz zu erkennen waren. Auch die Zinsentwicklung belastete den Dollar. Als Konsequenz der schlechteren wirtschaftlichen Aussichten fielen zwischen Anfang Juni und Ende August die kurzfristigen US-Zinsen um ca. 1,5 Prozentpunkte; begleitend hierzu reduzierte die amerikanische Notenbank den Diskontsatz am 11. Juli und 21. August um je 0,5 Prozentpunkte. Im Gegensatz dazu gaben die japanischen Zinssätze nicht nach, während die deutschen Zinsen nur mäßig sanken.

Aufgrund etwas günstigerer Wirtschaftsperspektiven in den USA und daraufhin anziehender US-Zinssätze kehrte sich der Kursrückgang des Dollars in der ersten Septemberhälfte vorübergehend um. Während sich der Dollar in der Folge gegenüber dem Yen stabilisierte, verlor er jedoch gegenüber der D-Mark und anderen kontinentaleuropäischen Währungen bald wieder an Wert. Offizielle Erklärungen seitens der Finanzminister und Notenbankgouverneure der EG nach dem Gleneagles-Treffen, die den Eindruck erweckten, daß Einvernehmen über den Einsatz von Interventionen

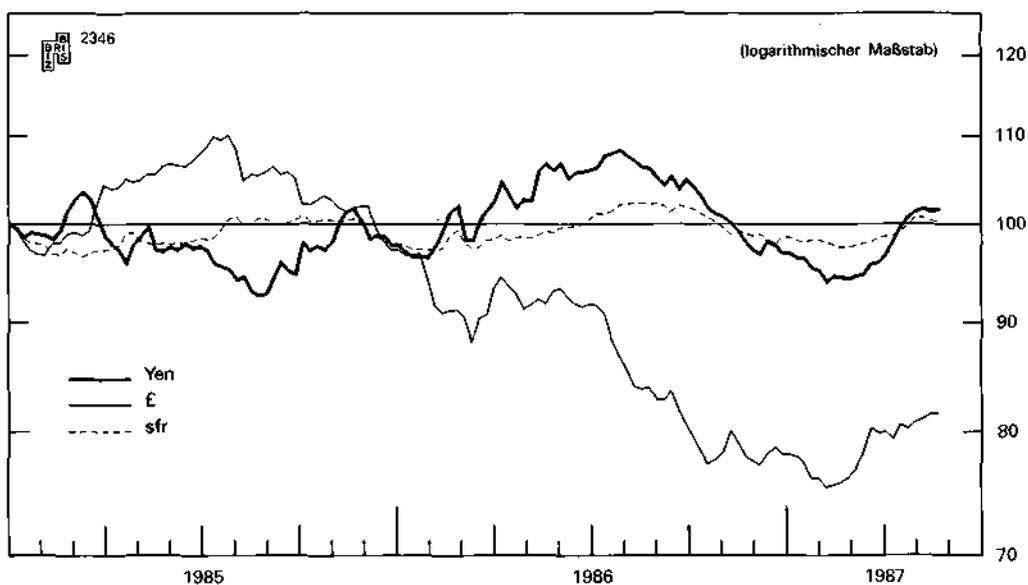
zum Schutz des EWS vor störenden Rückwirkungen der Dollarabwertung erzielt werden konnte, brachten nur vorübergehend Erleichterung, zumal bei den nachfolgenden Beratungen der Fünfer- und der Siebenergruppe vor der Jahreskonferenz von IWF und Weltbank kein ausdrückliches Einverständnis über die Wechselkurspolitik erzielt werden konnte. Anfang Oktober fiel der Dollar unter DM 2,0. Obwohl in der Folge von konzertierten Interventionen der europäischen Zentralbanken eine gewisse beruhigende Wirkung auf die Devisenmärkte ausging, fiel der Dollar bis zur Monatsmitte weiter auf DM 1,97.

Die größere Stabilität des Dollars gegenüber dem Yen in dieser Periode zunehmender Stärke der D-Mark findet seine Erklärung zum Teil in der unterschiedlichen Wirtschaftsentwicklung dieser beiden Staaten. Die deutsche Wirtschaft erwies sich nach einer gewissen Schwäche in der ersten Hälfte des Jahres als recht widerstandsfähig. Im Gegensatz dazu begann die japanische Wirtschaft infolge ihrer enormen Abhängigkeit vom US-Markt und der hohen Yen-Aufwertung ausgeprägte Schwächen zu zeigen. Die größeren Wechselkursprobleme und die schwächeren Wachstumsaussichten der japanischen Wirtschaft überzeugten die Marktteilnehmer anscheinend davon, daß die japanische Wirtschaftspolitik mit größerer Wahrscheinlichkeit auf eine Stabilisierung der Wechselkurse hin ausgerichtet werden würde als die deutsche. Überdies waren die deutschen Zinssätze – anders als die japanischen und die amerikanischen – in den ersten neun Monaten des Berichtsjahrs nur geringfügig reduziert worden, wodurch DM-Anlagen an Attraktivität gewannen.

In der zweiten Oktoberhälfte trugen Anzeichen einer dynamischeren US-Wirtschaft und günstigere US-Handelsbilanzzahlen zu einem vorübergehenden Meinungsumschwung bei den Marktteilnehmern bei. Innerhalb von drei Wochen erholte sich der Dollar um mehr als 6% gegenüber dem Yen und 5% gegenüber der D-Mark. Am

Bilaterale Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber der D-Mark 1985–87

Wochendurchschnitte, Ende 1984 = 100



31. Oktober reduzierte die Bank von Japan den Diskontsatz von 3,5 auf 3%, dem niedrigsten Satz seit 1945. Am selben Tag bekräftigten der amerikanische und der japanische Finanzminister in einer gemeinsamen Erklärung ihre Bereitschaft, in Wechselkursfragen zusammenzuarbeiten. Im besonderen schienen die beiden Länder darin übereinzustimmen, daß die seit September 1985 verzeichneten Wechselkursveränderungen weitgehend den wirtschaftlichen Gegebenheiten entsprächen und daß weitere Wechselkursanpassungen nicht mehr notwendig seien. Dieses Einverständnis beruhigte den Devisenmarkt, so daß sich von Anfang November bis Ende Dezember der Yen-Kurs des Dollars innerhalb eines engen Bandes von Yen 161,5 bis 164,0 bewegte.

Im Gegensatz dazu begann der Dollar in der zweiten Novemberwoche gegenüber den kontinentaleuropäischen Währungen erneut nachzugeben; die scheinbare Stärke der deutschen Wirtschaft und die amtlicherseits geäußerten Bedenken wegen der Überschreitung der deutschen Geldmengenziele nährten die Erwartungen, daß sich das zugunsten des Dollars bestehende Zinsgefälle weiter abflachen würde. Anfang Dezember erreichte der Dollar ein neues Tief von DM 1,96.

Nach einer kurzen Erholungspause geriet der Dollar in der zweiten Dezemberhälfte wieder unter Druck, der sich im Januar 1987 so verstärkte, daß sich auch offizielle amerikanische Kreise beunruhigt zeigten. Für die neuerliche Verschlechterung des Marktklimas gab es verschiedene Gründe. Einer war der klare Aufwärtstrend der deutschen Zinssätze in den letzten Monaten des Jahres 1986, ein weiterer die vorsichtige Finanzpolitik Deutschlands und Japans, die den Eindruck erweckte, daß jene Art wirtschaftspolitischer Zusammenarbeit, wie sie die US-Behörden als Voraussetzung für die Vermeidung weiterer Dollarabwertungen ansah, nicht bald realisiert würde. Einen weiteren Vertrauensschwund bewirkten die Ende Dezember veröffentlichten vorläufigen US-Außenhandelsdaten für November, die ein neues Rekorddefizit anzeigten. Scheinbar ausbleibende Anpassungserfolge gaben Anlaß zu Befürchtungen, daß die amerikanischen Behörden eine weitere Abwertung des Dollars befürworten könnten. Tatsächlich schien eine Reihe von US-Erklärungen diese Ansicht zu diesem Zeitpunkt zu unterstützen.

Der Druck auf den Dollar wurde nach der EWS-Leitkursneuordnung vom 12. Januar 1987 besonders intensiv, da die Marktteilnehmer vermuteten, daß die Deutsche Bundesbank nicht länger Dollar zu kaufen brauchte, um die D-Mark innerhalb der im EWS vereinbarten Margen zu halten. Die Senkung des deutschen Diskont- und Lombardsatzes vom 23. Januar wurde irrtümlicherweise als eine halbherzige Maßnahme interpretiert, da sie von Aktionen begleitet worden war, die darauf abzielten, die vor der Leitkursneuordnung nach Deutschland eingeströmte Liquidität abzuschöpfen. Die D-Mark festigte sich weiter, und am 28. Januar erreichte der Dollar mit DM 1,77 ein neues Tief, das um mehr als 12% unter der Dollar/DM-Parität von Mitte Dezember 1986 lag.

Im Gegensatz zu den Monaten zuvor schwächte sich der Dollar Ende Dezember und im Januar nicht nur gegenüber den kontinentaleuropäischen Währungen ab, sondern auch gegenüber dem Yen und anderen wichtigen Währungen. Trotz massiver offizieller Stützungsaktionen der Bank von Japan fiel der Dollar am 19. Januar auf ein neues Tief von Yen 150. Eine gemeinsame Erklärung des amerikanischen und des japanischen Finanzministers am 20. Januar, worin sie ihr im Oktober 1986 erreichtes Einverständnis über die Wechselkurspolitik bekräftigten, führte zu keiner Beruhigung der Märkte.

Der Wendepunkt kam nicht vor dem 28. Januar, als sich die US-Währungsbehörden erstmals seit dem Umschwung auf den Devisenmärkten an den japanischen Dollarstützungsaktionen beteiligten. Obwohl der Beitrag der US-Interventionen mit \$ 50 Mio. nur ein symbolischer war, hatte die Demonstration von Einigkeit einen starken psychologischen Effekt. Spekulationen über ein Treffen der Siebenergruppe, Angst vor weiteren offiziellen Interventionen auf den Devisenmärkten, die Veröffentlichung verbesserter amerikanischer Außenhandels- und Beschäftigungsdaten sowie ein deutlicher Rückgang der deutschen und japanischen Zinssätze seit Anfang 1987 trugen dazu bei, eine wieder ausgeglichene Marktlage für den Dollar zu schaffen. Obgleich eine gewisse Nervosität blieb, stabilisierte sich der Dollar bereits vor dem Louvre-Treffen am 21. und 22. Februar 1987. Bei diesem Treffen einigten sich die Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der wichtigsten Industrieländer darauf, daß weitere erhebliche Wechselkursänderungen schädlich sein könnten und daß durch eine enge Zusammenarbeit die Stabilität der Wechselkurse, und zwar auf den zu diesem Zeitpunkt bestehenden Niveaus, gefördert werden sollte. Diese Erklärung schien zunächst nur bescheidenen Eindruck zu machen, doch half sie im weiteren dem Markt, über die Bekanntmachung schlechter amerikanischer Wirtschaftskennzahlen hinwegzukommen, ohne daß es zu einer neuerlichen Abwertung des Dollars gekommen wäre. In der zweiten Märzwoche führten vermehrte Schwächezeichen der deutschen Wirtschaft sogar zu einem vorübergehenden Abwärtsdruck auf die D-Mark. Aber die Befürchtung, daß die Zentralbanken intervenieren könnten, um eine weitere Kurserholung des Dollars zu verhindern, kehrte diese Entwicklung rasch um.

Doch die Ruhe dauerte wieder nicht sehr lange. Amtliche amerikanische Erklärungen, die das Bestehen gemeinsam abgesprochener Wechselkursziele verneinten, und steigende Besorgnis über die Handelsgegensätze zwischen den USA und Japan lösten in den letzten zehn Märztagen eine neue Welle der Dollarabschwächung aus. Anders als im letzten Drittel des Jahres 1986 konzentrierte sich diesmal der Aufwertungsdruck auf den Yen. Dagegen wirkten die nach der vorangegangenen Leitkursneuordnung in die anderen EWS-Länder zurückfließenden Kapitalströme stabilisierend auf den DM-Kurs. Trotz sehr massiver konzertierter offizieller Interventionen, an denen auch die USA teilnahmen, und trotz geldpolitischer Unterstützung fiel der Yen-Kurs des Dollars am 24. März erstmals unter Yen 150 und notierte an den Tagen unmittelbar vor dem Treffen der Siebenergruppe am 8. April in Washington etwas unter Yen 146.

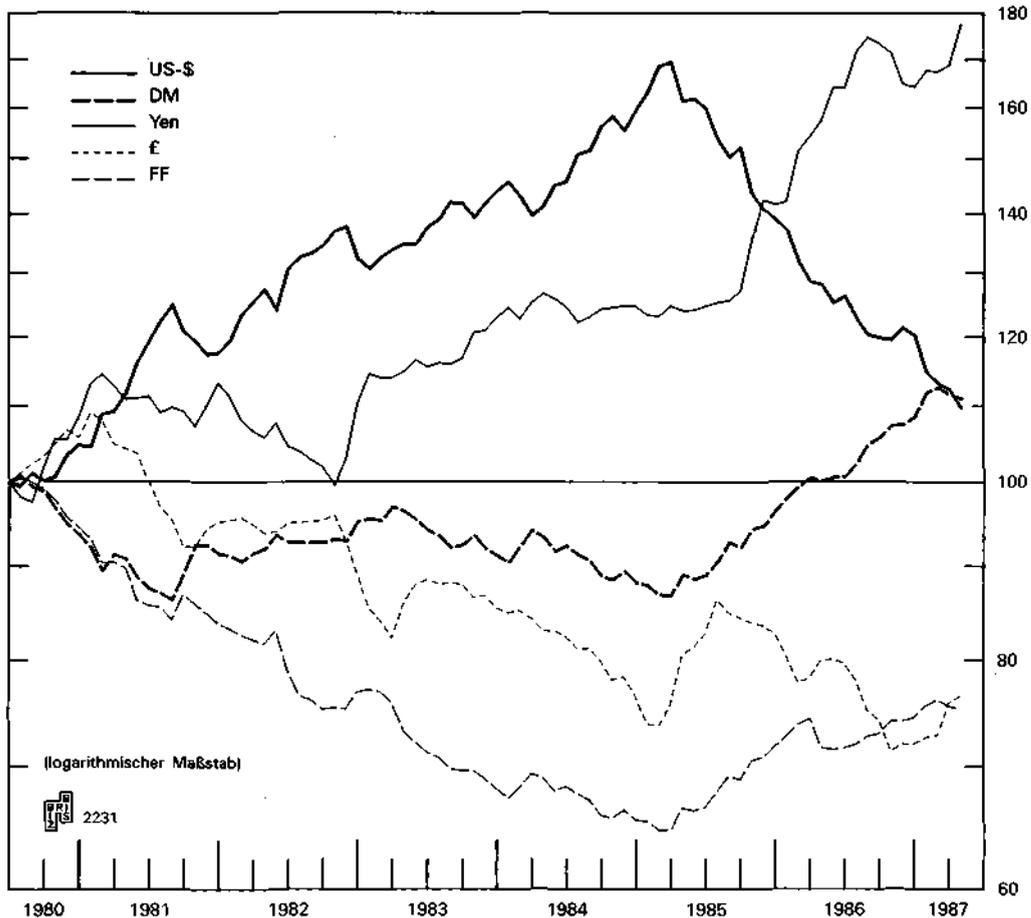
Das Schlußkommuniqué der Siebenergruppe bekräftigte den Louvre-Akkord, allerdings wie es scheint für jenes Kursniveau, auf das der Dollar in der Zwischenzeit gesunken war. Aber weder diese Erklärung noch die Ankündigung Japans, eine Aufstockung der öffentlichen Ausgaben um \$ 35 Mrd. zu planen, beruhigte die Märkte. Angesichts der weiteren Zunahme des japanischen Handelsbilanzüberschusses und der Befürchtungen, Amerika könnte Handelssanktionen gegen Japan verhängen, setzte der Dollar seine Talfahrt fort und erreichte am 27. April einen neuen Tiefstkurs von Yen 138. Offizielle beruhigende Erklärungen aus den USA, daß ein weiterer Kursrückgang des Dollars unerwünscht sei, kontinuierliche Devisenmarktinterventionen und ein sehr hohes Zinsgefälle brachten dann eine gewisse Entspannung. Der Devisenmarktdruck verlagerte sich nunmehr jedoch zu den europäischen Währungen, wobei der Dollar am 5. Mai auf DM 1,76 fiel, den tiefsten Stand seit 1980. Trotzdem, verglichen mit ihrem Niveau früher im Jahr, blieb die Aufwertung der D-Mark recht mäßig. In der dritten Maiwoche notierte der Dollar etwa mit Yen 140 und DM 1,78 und lag

damit rund 9 bzw. 3% unter dem Niveau in den drei Wochen vor dem Louvre-Treffen.

Mehr als während früherer Dollarschwächen beeinflusste die Devisenmarktentwicklung diesmal auch direkt die Ereignisse auf den Finanzmärkten. Da die privaten japanischen und anderen ausländischen Anleger vor auf Dollar lautenden Papieren zurückscheuten, ging die Emissionstätigkeit bei Eurodollar-Schuldverschreibungen stark zurück. Die US-Zinssätze stiegen rapide an: Bei zehnjährigen Regierungsanleihen schnellte die Rendite zwischen der dritten Märzwoche und der dritten Aprilwoche 100 Basispunkte hinauf; die kurzfristigen Zinssätze stiegen um 50 Basispunkte. Zur selben Zeit sanken die langfristigen japanischen Zinssätze kräftig, wobei die Rendite zehnjähriger öffentlicher Anleihen bis Mitte Mai auf 2,5% zurückging und damit um mehr als 200 Basispunkte unter ihrem Niveau vom Februar lag. Als Ergebnis dieser Zinsveränderungen, die zum Teil unter offizieller Mitwirkung zustande kamen, erreichte die Differenz zwischen der Rendite japanischer Anleihen und der von US-Anleihen den ungewöhnlich hohen Wert von 600 Basispunkten. Darüber hinaus senkte die Deutsche Bundesbank Mitte Mai den Satz für Wertpapierpensionsgeschäfte mit Banken von 3,80 auf 3,55%.

Effektive Wechselkurse ausgewählter Währungen 1980–87

Monatsdurchschnitte, Juni 1980 = 100



Der Schweizer Franken folgte im Berichtszeitraum ziemlich genau der Aufwärtsbewegung der D-Mark gegenüber dem Dollar (s. Grafik auf S. 167), erwies sich aber als besonders stark in der Zeit von Anfang März bis Anfang Mai 1987, als er sogar gegenüber der D-Mark etwas an Wert gewann; am 5. Mai fiel der Dollar unter sfr 1,45, dem absoluten Tiefstand. Das Pfund Sterling und der kanadische Dollar hingegen nahmen mitunter eine ganz andere Entwicklung als die D-Mark und der Yen.

Die Entwicklung des Pfund Sterling war weiterhin erheblich vom Ölpreis bestimmt. Nach einer steilen Abwärtsbewegung des Pfundes im zweiten Halbjahr 1985 und in den ersten Wochen von 1986 führte eine Neueinschätzung der Rückwirkungen niedriger Ölpreise auf die britische Wirtschaft zu einer erheblichen Verbesserung der Marktstimmung. Von Anfang Februar bis Anfang Juli 1986 veränderte sich das Pfund Sterling zum Dollar in etwa parallel mit den anderen wichtigen Währungen. Der anhaltende Fall des Ölpreises und dessen Rückwirkungen auf die Zahlungsbilanz Großbritanniens sowie allgemeinere Befürchtungen über die wirtschaftliche Entwicklung des Landes schwächten jedoch ab Juli wieder die Position des Pfundes. In der Folge verlor das Pfund nicht nur gegenüber der D-Mark und dem Yen an Wert, sondern auch gegenüber dem selbst schwächer werdenden Dollar. Bis zur zweiten Oktoberhälfte hatte das Pfund, gemessen an seinem gewogenen Außenwert, gegenüber dem Stand zur Jahresmitte 12% eingebüßt, gegenüber den kontinentaleuropäischen Währungen sogar rund 16%. Angesichts des Ölpreisverfalls hatten die britischen Behörden zunächst die Abwertung des Pfundes begrüßt, sahen sich dann jedoch durch die anhaltende erhebliche Schwäche des Pfundes veranlaßt, Mitte Oktober den Basisausleihsatz der Londoner Clearingbanken um einen ganzen Prozentpunkt hinaufzusetzen.

Bei dem niedrigen Kursniveau half die hohe Zinsdifferenz zugunsten des Pfund Sterling schließlich den Außenwert des Pfundes zu stabilisieren. Nachdem das Vertrauen in das Pfund durch die Erholung der Ölpreise gefestigt worden war, begann sich dieses gegen Ende 1986 im Gleichschritt mit dem Yen und der D-Mark massiv gegenüber dem Dollar aufzuwerten. Es kam sogar dazu, daß im Februar und in der ersten Märzhälfte von 1987, als die anderen wichtigen Währungen vorübergehend stabile Dollarkurse aufwiesen, das Pfund Sterling seinen Höhenflug fortsetzte. Trotz offizieller Erklärungen, daß eine weitere Aufwertung unerwünscht sei, einer viermaligen Senkung des Basisausleihsatzes und massiver Interventionen der Bank von England stieg das Pfund Anfang Mai bis auf nahezu \$ 1,69, den höchsten Wert seit mehr als vier Jahren.

Dank der zentralen Rolle, die der Wechselkursstabilität in der kanadischen Währungspolitik eingeräumt wird, fluktuierte wie üblich der kanadische Dollar dem amerikanischen Dollar gegenüber weniger als die anderen wichtigen Währungen (s. Grafik auf S. 165). Nichtsdestoweniger war in der Berichtsperiode vorübergehend ein ausgeprägter Meinungsumschwung zugunsten des kanadischen Dollars zu beobachten. In den ersten beiden Monaten des Jahres 1986 war der kanadische Dollar – beeinflusst durch den Verfall des Ölpreises, die allgemeine Schwäche der Rohstoffmärkte und Budgetunsicherheiten – im Kurs gesunken. Dem versuchte man mit massiven offiziellen Interventionen und einer drastischen Anhebung der Zinssätze entgegenzuwirken; die Prime rate der Banken wurde zeitweise von 10 auf 13% angehoben, und das Zinsgefälle gegenüber den USA weitete sich am kurzen Ende auf über 5% aus. Im Verlauf des Frühjahrs nahm der Abwertungsdruck ab, und für die restliche Zeit des Jahres wurde der kanadische Dollar in einem engen Band um US-\$ 0,72 gehandelt.

Gegen Ende 1986 wurde der kanadische Dollar angesichts steigender Ölpreise und des hohen kanadischen Zinsniveaus für ausländische Investoren zunehmend attraktiv. Trotz einer beträchtlichen Verminderung der Zinsdifferenz gegenüber den Vereinigten Staaten drückte in erheblichem Umfang einströmendes Kapital den Kurs des kanadischen Dollars von US-\$ 0,72 im November 1986 auf einen Höchststand von nahezu US-\$ 0,77 Mitte April 1987, was auch massive offizielle Interventionen nicht verhindern konnten. Zu diesem Zeitpunkt kam es dann jedoch zu einer Neueinschätzung des kanadischen Dollars, die einen abrupten Umschwung am Devisenmarkt auslöste, so daß die kanadische Währung innerhalb weniger Tage fast 3% an Wert verlor, während das Zinsgefälle zu den USA von unter 1/2 auf 1 1/2% stieg.

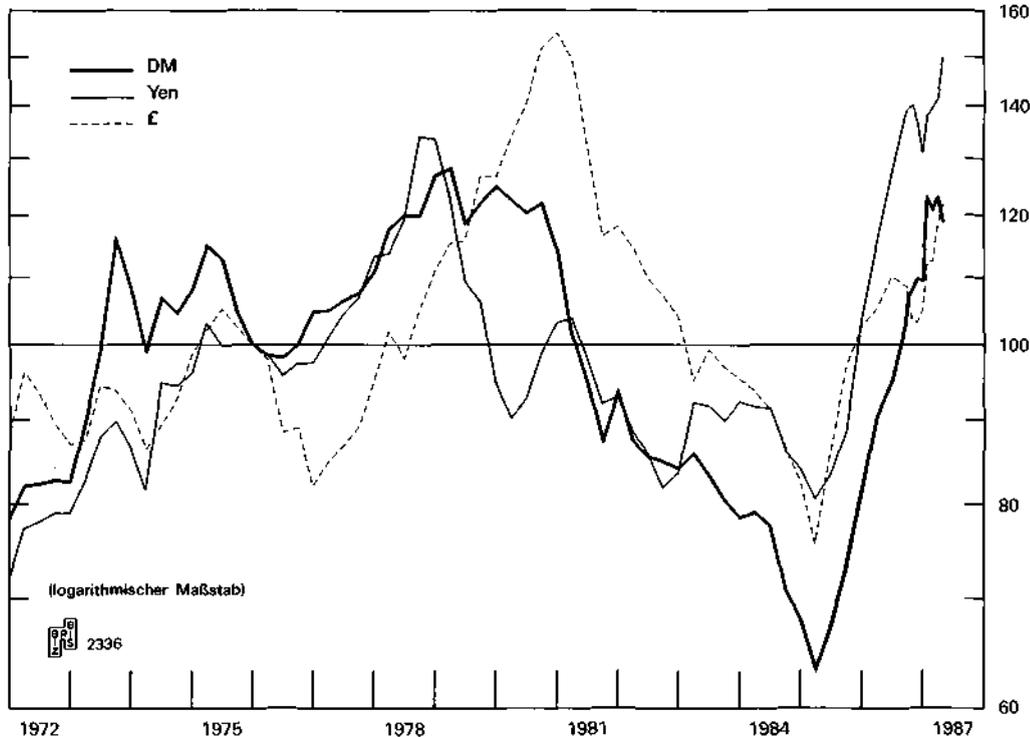
Längerfristige Betrachtungen. Angesichts der starken Veränderungen in den vergangenen zwei Jahren könnte es von Interesse sein, das Verhalten der Wechselkurse über einen größeren Zeitraum hinweg zu beobachten. Die gegenüberstehende Grafik zeigt – ausgehend vom Zeitpunkt des Washingtoner Währungsabkommens von 1971 – die Entwicklung der bilateralen Wechselkurse des Yen, der D-Mark und des Pfund Sterling zum Dollar, und zwar bereinigt um die Unterschiede in den Lohnstückkosten.

Einige Besonderheiten stechen ins Auge. Am auffallendsten sind wahrscheinlich die riesigen Amplituden der mittelfristigen Wechselkursveränderungen, die während der letzten zehn Jahre zu beobachten waren, wobei einzelne Schwankungsphasen Aufwertungen (Abwertungen) von nahezu 100% (50%) einschlossen. Rein intuitiv scheint es, daß in einer hochintegrierten Weltwirtschaft Ausschläge der realen Wechselkurse in einer solchen Größenordnung die allokativen Rolle der Preise stark beeinträchtigen müßten. Überdies kann kaum bezweifelt werden, daß der exzessive Anstieg des realen Dollarkurses (er zeigt sich in der Grafik in Form des Kursrückgangs der anderen Währungen) im Zeitraum von 1981 bis Anfang 1985 entscheidend für das Entstehen sowohl des riesigen US-Leistungsbilanzdefizits als auch des unerwünscht großen japanischen Überschusses war. Obwohl durch die Wechselkursänderungen der letzten beiden Jahre die Überbewertung des Dollars korrigiert worden sein dürfte, scheint die jüngste Entwicklung des amerikanischen Außenhandels zu bestätigen, daß Marktanteile schnell verlorengehen, sie aber nur schwer und in einem langwierigen Prozeß zurückgewonnen werden können, zumal die Wechselkurse gegenüber manchen Währungen, z.B. jenen einiger Schwellenländer Asiens, noch immer nicht im Lot sind. Schließlich ist auch kaum zu bezweifeln, daß die durch erhebliche Verzerrungen der realen Wechselkurse verursachte Freisetzung von Produktionsfaktoren ernste wirtschaftliche und soziale Kosten nach sich ziehen und protektionistische Bestrebungen stärken wird.

Ein zweiter wesentlicher Aspekt, den die Grafik erkennen läßt, ist die Rasanz der jüngsten Dollarkursanpassung, die kaum einer „sanften Landung“ ähnelt. Dieser Eindruck ist allerdings etwas irreführend. Trotz gelegentlich schweren Drucks und umfangreicher Interventionen gerieten die Devisenmärkte im großen und ganzen doch nicht außer Kontrolle. Berücksichtigt man das Ausmaß der ursprünglichen Wechselkursverzerrungen, so kann im Hinblick auf die Allokation der Produktionsmittel argumentiert werden, daß eine rasche Korrektur der Wechselkurse besser war als eine länger hingezogene – zumindest solange, als dies zu keinem Zusammenbruch des Vertrauens auf den Märkten geführt hat. Daß es zu einem solchen Vertrauenseinbruch gegenüber dem Dollar nicht gekommen ist, zeigt sich in der Tatsache, daß die Länder mit den Schlüsselwährungen im großen und ganzen nicht gezwungen waren, Maßnahmen

Bilaterale reale Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber dem US-Dollar 1972–87*

Viertes Quartal 1975 = 100



Anmerkung: Die Angaben vor September 1986 sind Quartalsdurchschnittswerte; danach werden monatliche Werte gezeigt.
* Bereinigt auf der Basis von Veränderungen der relativen Lohnstückkosten.

zu ergreifen, die aus binnenwirtschaftlichen Überlegungen völlig unerwünscht gewesen wären: Bis Anfang März 1987 stoppte der Verfall des Dollars die Lockerung der US-Geldpolitik nicht; in Deutschland und Japan ist der zeitliche Ablauf einer Lockerung der Geldpolitik zwar durch Wechselkursüberlegungen beeinflusst worden, doch war die Lockerung selbst durch die Entwicklung der heimischen Wirtschaft dieser Länder weitgehend gerechtfertigt. Erst im Frühjahr dieses Jahres begannen plötzliche Richtungsänderungen der internationalen Kapitalströme und deren Wechselkursfolgen einen dominierenden Einfluß auf die Geldpolitik auszuüben, womit sich ganz allgemein die Frage nach der richtigen Wirkungsweise eines Systems floatender Wechselkurse in einem von Freizügigkeit im Kapitalverkehr und weltweit integrierten Finanzmärkten charakterisierten Umfeld stellt.

Das vermutlich erfreulichste Merkmal der Wechselkursentwicklung während der beiden letzten Jahre war, daß die sehr starke Anpassung des Dollars nach unten ohne ein nennenswertes Wiederaufleben der Inflation in den USA vor sich gehen konnte. Zugegebenermaßen waren dafür zum Teil exogene Faktoren wie die Schwäche des Ölpreises sowie anderer Rohstoffe entscheidend. Die beträchtlichen Korrekturen der nominellen Wechselkurse führten daher auch zu nahezu gleichwertigen Änderungen der realen Wechselkursrelationen. Daß der Teufelskreis von Abwertung und

Inflation vermieden werden konnte, läßt hoffen, daß die Ungleichgewichte und Fehlanspassungen, die aus der übersteigerten Aufwertung des Dollars in den ersten Jahren dieses Jahrzehnts resultierten, letztlich doch ohne grobe Schäden für die Stabilität der Weltwirtschaft behoben werden können.

Die Grafik deutet auch darauf hin, daß nach den jüngsten Korrekturen die Wechselkurse nun ein Niveau erreicht haben, das eine Rückführung der Leistungsbilanzungleichgewichte auf ein tragbares Ausmaß gewährleisten sollte. Natürlich beinhaltet die Wahl einer Referenzperiode, in diesem Fall das vierte Quartal 1975, zwangsläufig ein hohes Maß an Willkür. Nichtsdestoweniger erscheint es vertretbar zu sagen, daß in den letzten Monaten des Jahres 1975 die Wechselkurse im richtigen Lot waren; die US-Leistungsbilanz wies einen Überschuß auf, und Yen, D-Mark und Pfund notierten gegenüber dem Dollar 39, 28 bzw. 13% über den beim Washingtoner Realignment etablierten Kursen.

Wie die Grafik zeigt, ist der Wert des Yen seit Ende 1975 real um weitere 50% gestiegen. Dabei hat er nicht nur gegenüber dem Dollar gewonnen, sondern, in einem geringeren Ausmaß, auch gegenüber dem Pfund und der D-Mark. Das heißt allerdings nicht, daß die Wettbewerbsfähigkeit der japanischen Exportindustrie in entsprechendem Ausmaß abgenommen hat. Die für die Berechnung dieser realen Wechselkurse verwendeten Daten sind gesamtwirtschaftliche Durchschnittswerte. Länder, deren Exportindustrie erheblich überdurchschnittliche Produktivitätssteigerungen aufweist und die in der Entwicklung und dem Marketing neuer Produkte führend sind, können sehr wohl längerfristig einen namhaften Anstieg des realen Wechselkurses ihrer Währung verkraften, ohne eine allzu einschneidende Verschlechterung ihrer internationalen Wettbewerbsfähigkeit zu erleiden.

Anders als beim Yen hat der reale Wechselkurs der D-Mark nicht das während der späten siebziger Jahre erreichte hohe Niveau überschritten, das damals zum Entstehen eines beträchtlichen deutschen Leistungsbilanzdefizits beitrug. Die Zahlungsbilanzsituation Großbritanniens ist vom Ausbau der Nordseeölfelder positiv beeinflusst worden, was der Grund für die gegenüber Ende 1975 20prozentige Aufwertung des Pfundes zum Dollar zu sein scheint.

Das Problem bei der Beurteilung von Wechselkursrelationen ist, daß „Gleichgewichtswechselkurse“ vielleicht als analytisches Konzept ganz nützlich sind, aber keine Größe darstellen, die objektiv errechnet werden könnte. Vielmehr kommt dem Gleichgewichtskurs in einem gewissen Ausmaß der Charakter einer Zielvariablen zu, die Teil einer umfassenderen wirtschaftspolitischen Strategie ist. Für die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger ist es immer dann besonders schwierig, zu einem Entschluß über die anzustrebenden Wechselkursrelationen zu kommen, wenn, wie es gegenwärtig der Fall ist, die grundlegenden Leistungsbilanzungleichgewichte sehr groß sind und nur mit langen Verzögerungen auf Wechselkursanpassungen reagieren, starke Unsicherheiten über die künftige Entwicklung der Weltwirtschaft bestehen und wenn mit wachsender Globalisierung der Finanzmärkte das Volumen des international einsetzbaren Kapitals in Relation zu den Handelsströmen sehr groß geworden ist.

In einem solchen Umfeld stellt die Schwierigkeit, die Angemessenheit von Wechselkursrelationen zu beurteilen, nicht nur die Entscheidungsträger vor Probleme, sondern beeinträchtigt auch direkt das reibungslose Funktionieren des Systems floatender Wechselkurse. Sofern die Wechselkuserwartungen nicht fest verankert

sind, besteht die Gefahr, daß das Verhalten der Märkte durch massenpsychologische Phänomene, extrapolierende Erwartungen sowie Mutmaßungen über wirtschaftspolitische Reaktionen bestimmt wird. Insbesondere, wenn die Leistungsbilanzungleichgewichte sehr groß sind und ein annehmbares Ausmaß an Wechselkursstabilität ein dementsprechend großes Eingehen privater offener Positionen erfordert, wird es von entscheidender Wichtigkeit sein, daß die Behörden ihren Standpunkt und ihre Absichten hinsichtlich der Wechselkurse unmißverständlich erkennen lassen. Jedes Zögern öffentlicher Instanzen oder internationale Meinungsverschiedenheiten müssen unter diesen Umständen Währungsunruhen und turbulente Devisenmarktverhältnisse heraufbeschwören. Bei der gegebenen internationalen Verflechtung der Finanzmärkte und dem riesigen Volumen an international mobilem Kapital werden die direkten Auswirkungen von offiziellen Devisenmarktinterventionen auf Angebot und Nachfrage eher relativ bescheiden sein. Um nachhaltig beeinflussen zu können, müssen offizielle Interventionen auf die Grundstimmung des Marktes und die Wechselkurserwartungen einwirken, was normalerweise ein international koordiniertes Vorgehen im Rahmen einer umfassenden Strategie erfordert.

Angesichts der bereits vollzogenen massiven Wechselkursanpassungen und der langen Verzögerungen, mit denen Leistungsbilanzungleichgewichte auf Wechselkursveränderungen reagieren, einigte sich die Siebenergruppe bei ihrem Pariser Treffen im Februar 1987 darauf, daß die zu diesem Zeitpunkt bestehenden Wechselkurse unter den damals vorherrschenden Umständen ungefähr richtig seien, und beschloß, bei den Bemühungen, diese Wechselkurse zu verteidigen, zusammenzuarbeiten. Diese Übereinkunft wurde in der ersten Aprilhälfte anlässlich der Tagung des Interimsausschusses des IWF bestätigt, allerdings nicht bevor der Dollar einen neuen Kursverlust erlitten hatte.

Man mag versucht sein, zu argumentieren, daß zum rascheren Ausgleich der sehr großen Leistungsbilanzungleichgewichte erheblich überschießende Wechselkurse für eine gewisse Zeit wünschenswert sein könnten. Eine weitere Dollarabwertungswelle würde jedoch neuerliche J-Kurven-Effekte auslösen. Durch entsprechende Rückwirkungen auf die Dollarzinsätze und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in den Aufwertungsländern würde es in der Tendenz zu einer Verlangsamung des Wachstums der Weltwirtschaft kommen. Die daraus resultierende Ausweitung der Leistungsbilanzungleichgewichte könnte die Wechselkurserwartungen sogar noch weiter destabilisieren. Überdies würden überschießende Wechselkurse längerfristig gesehen falsche Signale für die Allokation der Ressourcen setzen und könnten dadurch die Saat für künftige Ungleichgewichte und instabile Wechselkurse legen. Im Lichte dieser Überlegungen scheint es, daß unter den gegenwärtigen Umständen und im Einklang mit dem in der Siebenergruppe erzielten Einvernehmen die sicherste Strategie darin besteht, auf das Durchschlagen der bereits realisierten sehr beträchtlichen Wechselkursneuordnung zu warten und die politischen Maßnahmen auf eine Verteidigung der gegenwärtigen Wechselkursrelationen hin auszurichten.

Erhebung über die Devisenmärkte im März 1986

Im Frühjahr 1986 führten die Bank von England, die Bank von Japan sowie die Federal Reserve Bank von New York in gegenseitiger Absprache eine Erhebung über die Umsätze auf den Devisenmärkten in London, Tokio und New York durch. Diese parallele Untersuchung der Aktivitäten an den drei größten Devisenhandelsplätzen

wurde im März 1986 durchgeführt (für London erhob man die Daten nur während der ersten zehn Geschäftstage). Die aus der Untersuchung gewonnenen Erkenntnisse waren in verschiedener Hinsicht sehr bemerkenswert.

Das vielleicht herausragendste Ergebnis war das Volumen der täglichen Umsätze: Kassa- und Termingeschäfte zusammen ergaben für die drei Marktplätze insgesamt im Tagesdurchschnitt einen Umsatz von nahezu \$ 200 Mrd. Auf London entfielen davon \$ 90 Mrd., auf New York \$ 50 Mrd. und auf Tokio \$ 48 Mrd. Zwischenbankgeschäfte wurden herausgerechnet, sofern sie zwischen Banken an einem Handelsplatz abgeschlossen worden waren.

Eine zweite wesentliche Erkenntnis betrifft das außerordentliche Wachstum der Umsätze während der letzten Jahre. In Tokio waren die Umsätze viermal höher als 1983, in New York hatten sie sich in diesem Dreijahreszeitraum nahezu verdoppelt, für London lagen keine Vergleichswerte vor. Die rasche Expansion in Tokio war natürlich durch Deregulierungen beeinflusst. Nichtsdestoweniger erscheint das Wachstum des Devisenhandels in diesen drei Jahren im Vergleich zur Ausweitung des Welt Handels (die Importe der Industrieländer erhöhten sich in dieser Zeit um weniger als 30%) außerordentlich groß. Ohne Zweifel spiegelt sich hierin die weltweite Integration der nationalen Finanzmärkte, mit der eine Ausweitung der grenzüberschreitenden Kapitalbewegungen und damit einhergehend der Sicherungs- und Arbitragegeschäfte verbunden ist.

Drittens zeigt die Untersuchung, was angesichts der Größe der Umsätze nicht allzusehr überrascht, daß nur ein relativ kleiner Teil der Devisentransaktionen mit Nichtbanken abgewickelt worden ist: ca. 10% in London und New York und 30% in Tokio. Diese Anteile würden sicher viel größer sein, wenn die Transaktionen, die indirekt auf Geschäfte mit Nichtbanken zurückgehen, berücksichtigt würden, doch scheint es, daß jedenfalls ein sehr großer Teil des Umsatzes durch die eigenen Kapitaltransaktionen, Arbitragegeschäfte und Marktmacheraktivitäten der Banken zustande kam.

Viertens wird auch außerhalb New Yorks der überwiegende Teil der Devisengeschäfte über den Dollar abgewickelt. In London z.B. entfallen auf die Direktgeschäfte zwischen Drittwährungen – etwa Pfund Sterling und D-Mark – nur 3% des Gesamtumsatzes. Der indirekte Austausch dritter Währungen über den Dollar stellt selbst einen der Hauptgründe für das riesige Volumen der Dollartransaktionen dar.

Auch wenn das Volumen der täglichen Umsätze auf den ersten Blick überwältigend aussehen mag, insbesondere wenn man es mit den für offizielle Devisenmarktinterventionen zur Verfügung stehenden Reserven vergleicht, so ist es doch wichtig, vorläufige Schlüsse zu vermeiden. Die Erhöhung der Nettonachfrage nach einer Währung (die zugleich eine Anhebung des Nettoangebots einer anderen Währung darstellt) wird, ceteris paribus, eine erhebliche Zahl weiterer Transaktionen auslösen, die nicht nur den Wechselkurs der zwei unmittelbar beteiligten Währungen berühren, sondern auch die Cross-rates aller anderen Währungen und die Beziehung zwischen Kassa- und Terminkursen beeinflussen. So gesehen tendiert ein bei offiziellen Interventionen eingesetzter Betrag dazu, ein sich selbst weit übersteigendes Volumen an Devisentransaktionen herbeizuführen, das in Relation zum Gesamtumsatz durchaus nicht unbedeutend sein muß. Überdies hängt, wie bereits betont wurde, die Wirkung offizieller Interventionen nicht ausschließlich von quantitativen Effekten ab; die psy-

chologischen Wirkungen von Interventionen können von gleicher, wenn nicht sogar größerer Wichtigkeit sein. Alles in allem kann es kaum Zweifel geben, daß sich offizielle Interventionen während der letzten beiden Jahre zeitweise als sehr nützlich für die Orientierung der Devisenmärkte erwiesen haben.

Entwicklungen im Europäischen Währungssystem

Eine wichtige Konsequenz der Abschwächung der grundlegenden Marktverfassung des Dollars im Jahr 1986 war, daß sie destabilisierende Spannungen innerhalb des EWS verursachte. Aber, obwohl der Berichtszeitraum für das EWS eine ziemlich schwierige und unruhige Zeit war, verstärkte sich die Konvergenz der wirtschaftlichen Entwicklung der Mitglieder weiter. Die Tatsache, daß der Wechselkursmechanismus einen ungewöhnlich heftigen Kursrückgang des Dollars überleben konnte, ohne unerwünscht große Wechselkursanpassungen zwischen den Mitgliedswährungen hinnehmen zu müssen, beweist zudem dessen Stärke und Widerstandskraft.

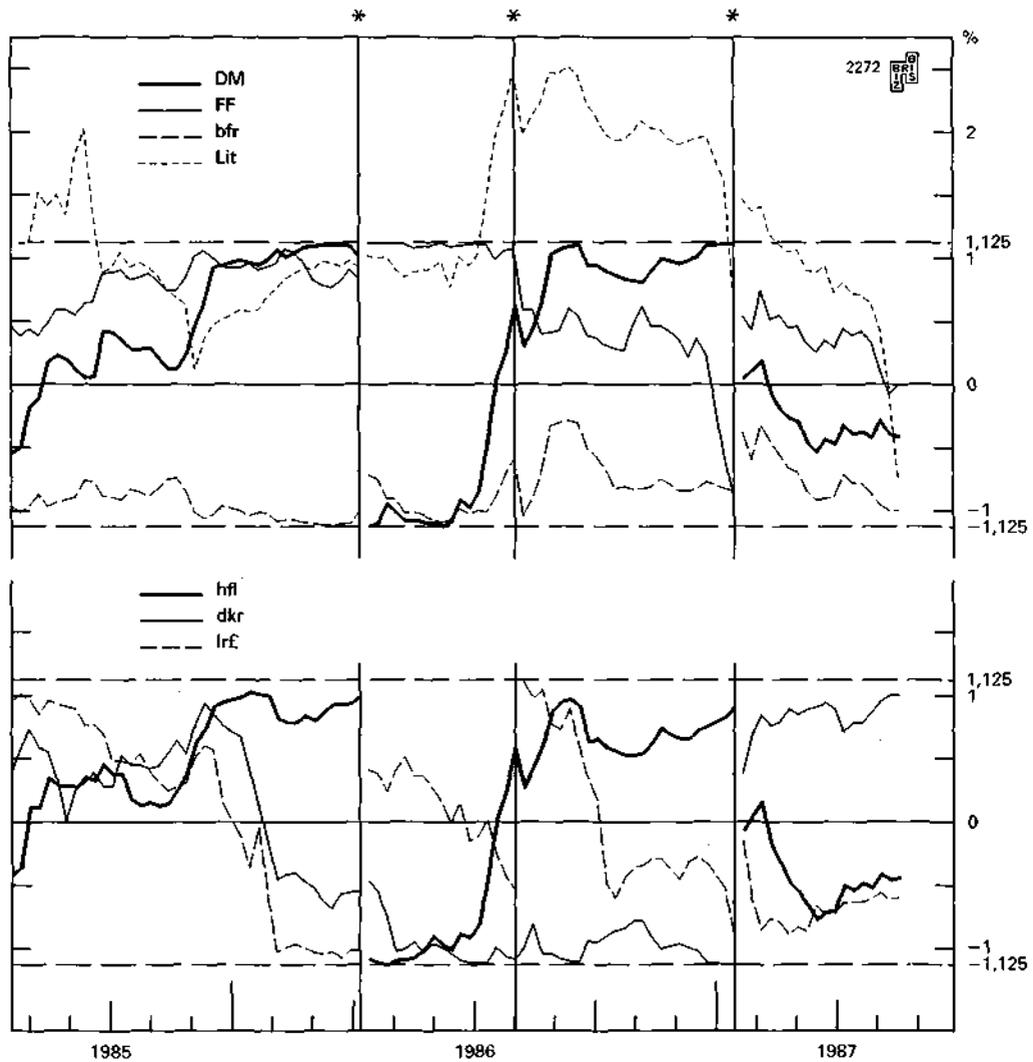
Die Leitkursneuordnung vom April 1986 ist bereits ausführlich im vorjährigen Bericht dargestellt worden; ihr wichtigster Punkt war die gegenüber den anderen Währungen unterschiedlich hohe Abwertung des französischen Franc. Diese Neuordnung brachte zunächst einen Rückfluß des zuvor abgeflossenen Kapitals und lenkte neue Mittel nach Frankreich. Das ermöglichte eine erhebliche Senkung der Zinssätze und eine starke Aufstockung der Währungsreserven. Die französischen Behörden nutzten diesen Spielraum außerdem zu einem weitreichenden Abbau der Devisenkontrollvorschriften. Im besonderen wurden liberalere Regelungen für die Absicherung offener Währungspositionen eingeführt und das „Devisé-titre“-Regime für ausländische Portfolioinvestitionen von Deviseninländern abgeschafft.

Während aber nach der vorherigen allgemeinen Leitkursneuordnung vom März 1983 für nahezu drei Jahre relativ Ruhe geherrscht hatte, lebten diesmal – vor dem Hintergrund der Dollarschwäche – die Spannungen im Wechselkursmechanismus nach nur drei Monaten wieder auf. Sie betrafen im besonderen die dänische Krone, die gegen Ende Juni zum unteren Ende des Kursbandes abrutschte und das irische Pfund, das wegen der Zusammensetzung des irischen Außenhandels von der Abwertung des Pfund Sterling und des Dollars stärker getroffen wurde als die anderen EWS-Währungen. Das irische Pfund wurde am 4. August gegenüber den anderen Währungen der Mitgliedsländer um 8% abgewertet. Der französische Franc schwächte sich im Verlauf des Juli ebenfalls ab, als sich die Kapitalströme neuerlich zu drehen begannen. Dank offizieller Stützung konnte der französische Franc aber in der oberen Hälfte des EWS-Kursbandes gehalten werden. Die D-Mark, die im Gefolge der Leitkursneuordnung vom April auf den Boden des EWS-Kursbandes gefallen war, begann steil aufwärts zu klettern, was sie im August zur stärksten Währung innerhalb des Kursbandes machte.

Im September nahmen die Spannungen innerhalb des EWS-Wechselkursmechanismus zu. Deshalb bekundeten die Finanzminister und Notenbankgouverneure der EG-Länder Ende September bei einem informellen Treffen in Gleneagles ihre Bereitschaft, gemeinsam zu intervenieren, wenn dies notwendig wäre, um die Wechselkursbeziehungen im EWS von den Auswirkungen einer weiteren Dollarabschwächung zu isolieren. Solche, in der ersten Oktoberhälfte durchgeführten koordinierten Interventionen wirkten anscheinend beruhigend auf die Märkte.

Kassakurse im EWS-Wechselkursmechanismus 1985–87

Wochendurchschnitte der Partnerwährungen im Verhältnis zu ihren Interventionspunkten in Prozent



* Leitkursneuordnung mit Wirkung vom 7. April 1986, 4. August 1986 und 12. Januar 1987.

Von Mitte Dezember an verstärkte sich der Druck auf die Wechselkurse neuerlich, da es in Frankreich zu sozialen Unruhen kam, die deutschen Geldmarktsätze vorübergehend anstiegen und das anhaltend große US-Handelsdefizit sowie davon ausgehende Erwartungen einer weiteren Dollarschwäche dazu beitrugen, daß eine erneute, baldige Leitkursneuordnung im EWS vorstellbar wurde. In der zweiten Dezemberhälfte ließen die französischen Behörden den französischen Franc in die untere Hälfte des Kursbandes abgleiten, um die möglichen Gewinne der Spekulation bei einer künftigen Leitkursneuordnung zu reduzieren. Mit der dänischen Krone am unteren und der D-Mark am oberen Ende erreichten die Kurse nahezu ihren maximal zulässigen Abstand im Währungsband.

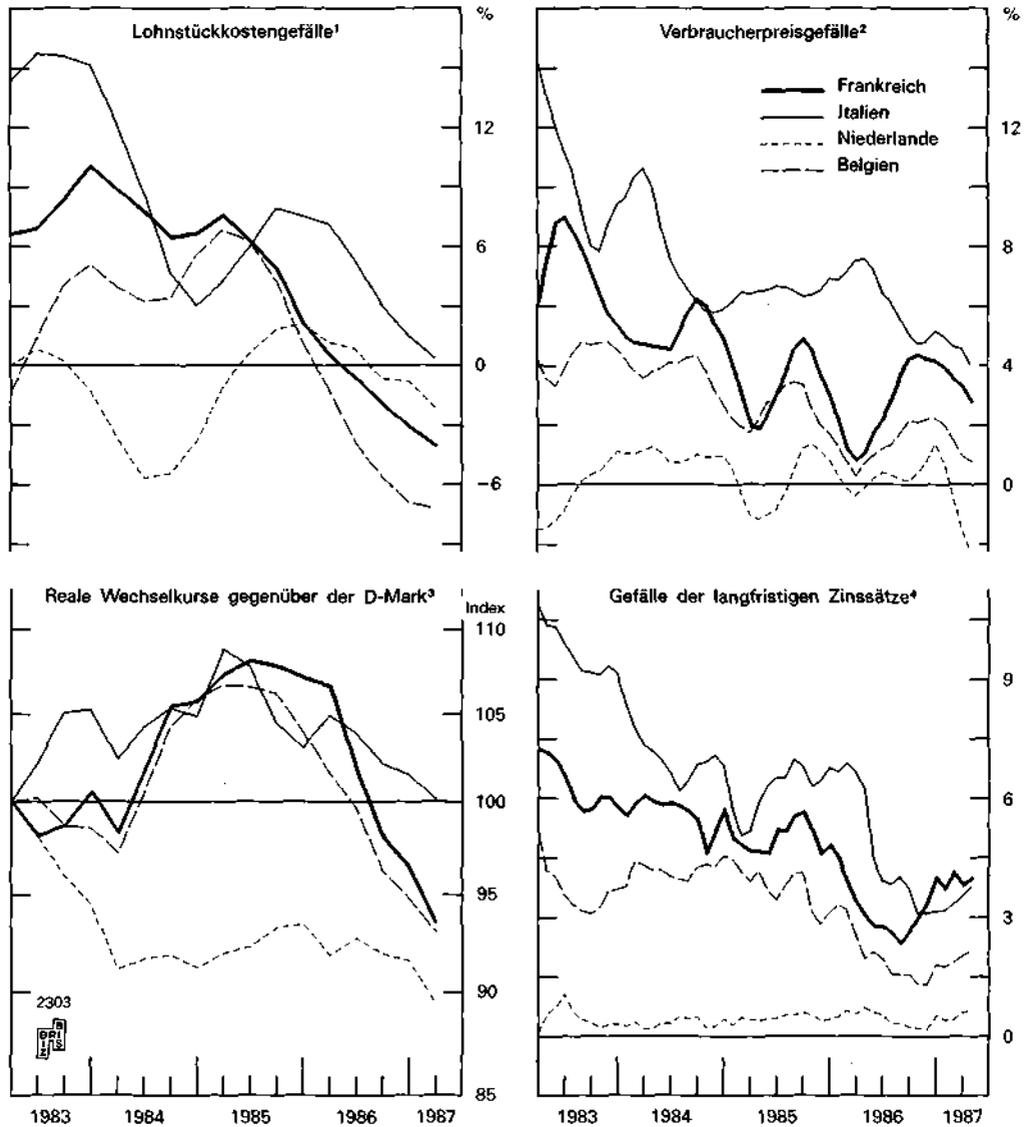
Anfang Januar 1987 schwoll der Kapitalstrom nach Deutschland weiter an. Der französische Franc und das irische Pfund gesellten sich zur dänischen Krone am unteren Ende des Bandes. Die italienischen Währungsbehörden ließen die Lira um fast 2 Prozentpunkte fallen. Diese Wechselkursanpassungen innerhalb des EWS-Kursbandes reichten aber nicht aus, um die Befürchtungen des Marktes zu zerstreuen. In der Folge wurde das Ausmaß der Interventionen, die notwendig geworden waren, um das bestehende EWS-Kursgefüge aufrechtzuerhalten, inakzeptabel. Nach zähen Verhandlungen während des Wochenendes vom 10./11. Januar 1987 einigten sich die Finanzminister und Notenbankgouverneure der EG-Länder, die D-Mark und den holländischen Gulden um je 3% und den belgischen Franc um 2% gegenüber den anderen Verbundwährungen aufzuwerten.

Das relativ bescheidene Ausmaß der Leitkursneuordnung – es war kleiner als jene 4,5 Prozentpunkte, um die die bilateralen Wechselkurse im Kursband schwanken können – wurde von vielen Marktteilnehmern skeptisch beurteilt. Trotzdem brachte es für die EWS-Wechselkurse eine gewisse Beruhigung; der französische Franc stieg prompt wieder in die obere Hälfte des EWS-Kursbandes auf. Wegen der erheblichen Abschwächung des Dollars waren die Marktteilnehmer zuerst weiter verunsichert, so daß es im Anschluß an die Leitkursneuordnung nur langsam zu einer Umkehr der Kapitalbewegungen kam. Im Februar begann jedoch das nominelle Zinsgefälle die Kapitalbewegungen wieder zu bestimmen. Der Rückfluß der zuvor nach Deutschland eingeströmten Mittel erlaubte es anderen Mitgliedsländern, ihre Wirtschaftspolitik etwas zu lockern und erlittene Reservenverluste wieder wettzumachen. Diese intramarginalen Interventionen tendierten überdies wegen des gezielten Wechsels zwischen DM- und Dollarkäufen dazu, einen stabilisierenden Einfluß auf die DM/Dollar-Relation auszuüben. Mitte März senkte die Bank von Italien den Diskontsatz um $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt und führte eine 25prozentige Mindestreserve auf den Zuwachs der Nettofremdwährungsverschuldung der Banken ein.

Nach einigem Zögern in den Wochen nach dem Realignement glitten die D-Mark und der holländische Gulden im Laufe des Februar weit in die untere Hälfte des EWS-Kursbandes hinein. Die Wechselkursrelationen zwischen den Verbundwährungen stabilisierten sich in der Folge einigermaßen, ausgenommen die italienische Lira, die in der Woche nach dem Januar-Realignement 1,5% über ihrem Leitkurs notiert hatte, in der ersten Maihälfte dann aber, als sie auf den Devisenmärkten unter erheblichen Druck geriet, 1% unter ihren Mittelkurs fiel. Trotzdem gaben am 13. Mai die italienischen Behörden ein allgemein erwartetes Bündel von Maßnahmen zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs bekannt, das unter anderem die Aufhebung der 15prozentigen zinslosen Zwangseinlage für Käufe ausländischer Wertpapiere durch Gebietsansässige vorsieht.

Wie bereits erwähnt, verstärkte sich die wirtschaftliche Konvergenz zwischen den EWS-Partnerländern in der Berichtsperiode. Trotz negativer Inflationsraten in Deutschland verminderten sich in der Tendenz die Inflationsunterschiede zwischen Deutschland und den anderen Mitgliedstaaten weiter – eine Entwicklung, die im Bereich der Lohnstückkosten besonders ausgeprägt war. Auch die Zinsdifferenzen zwischen den Mitgliedsländern verengten sich 1986. Unter den Ländern, deren Währungen zeitweise unter Druck geraten waren, erzielten Belgien, Frankreich und Italien bemerkenswerte Verbesserungen in ihrer Leistungsbilanz. Dieser Gegensatz zwischen der Konvergenz der wirtschaftlichen Entwicklung einerseits und den unruhigen

Ausgewählte EWS-Länder: Kosten- und Preisentwicklung im Verhältnis zu der in Deutschland 1983–87



¹ Inländische abzüglich deutscher Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe, berechnet als prozentuale Veränderungen über vier Quartale aus gleitenden Dreiquartersdurchschnitten der Indizes (die neuesten Angaben sind geschätzt). ² Inländische abzüglich deutscher Verbraucherpreise, aus prozentualen Veränderungen über sechs Monate auf Jahresrate hochgerechnet. ³ Auf der Basis der relativen Lohnstückkosten; erstes Quartal 1983 = 100 (logarithmischer Maßstab). ⁴ Inländische Rendite abzüglich Rendite deutscher öffentlicher Anleihen.

Devisenmärkten andererseits zeigt die Anfälligkeit des Wechselkursmechanismus im EWS gegenüber zwei Arten von Einflüssen: der Dollarschwäche und der wachsenden Internationalisierung der nationalen Kapitalmärkte.

Angesichts der starken Position Deutschlands im internationalen Handel und seines hohen Leistungsbilanzüberschusses neigen die Marktteilnehmer zur Ansicht, daß Deutschland leichter als andere Mitgliedsländer eine starke Dollarabwertung überstehen könnte. Wenn überdies ausländische Anleger aufgrund von Wechselkurs-

erwägungen die USA meiden, so ist es teilweise eben aus diesem Grund, daß ein überproportionaler Teil dieses Kapitals dazu tendiert, nach Deutschland zu fließen. Es besteht jedoch die Hoffnung, daß dieser Störfaktor, nachdem der Dollar inzwischen ein wesentlich realistischeres Kursniveau erreicht hat, in Zukunft an Bedeutung verliert.

Dasselbe kann von der Kapitalmobilität nicht ohne weiteres gesagt werden. In einer Welt wachsender finanzieller Verflechtung mag es zeitweise Widersprüchlichkeiten zwischen einem System fester nomineller Wechselkurse und realistischen Zinsniveaus geben, welche das Inflationsgefälle in angemessener Weise berücksichtigen. So lange Vertrauen in die Stabilität des bestehenden nominalen Wechselkursgefüges besteht, wird Kapital tendenziell in Länder mit höheren Nominalzinsen und Inflationsraten fließen. Aber sobald die realen Wechselkurse zu sehr aus dem Lot geraten sind oder die Glaubwürdigkeit der bestehenden Struktur der nominellen Wechselkurse durch einen anderen Faktor (z.B. eine übermäßige Dollarschwäche) untergraben wird, verlieren Nominalzinsdifferenzen den bestimmenden Einfluß, und das Kapital wird in Länder mit geringem Preisauftrieb zurückfließen und dadurch letztlich auf eine Wechselkursanpassung hinwirken. Solange es signifikante Inflationsdifferenzen gibt, besteht somit die Gefahr, daß wegen der permanenten Unausgewogenheit der Kapitalbewegungen eine verstärkte europäische Integration im Finanzsektor nicht notwendigerweise zu einer größeren Wechselkursstabilität beiträgt.

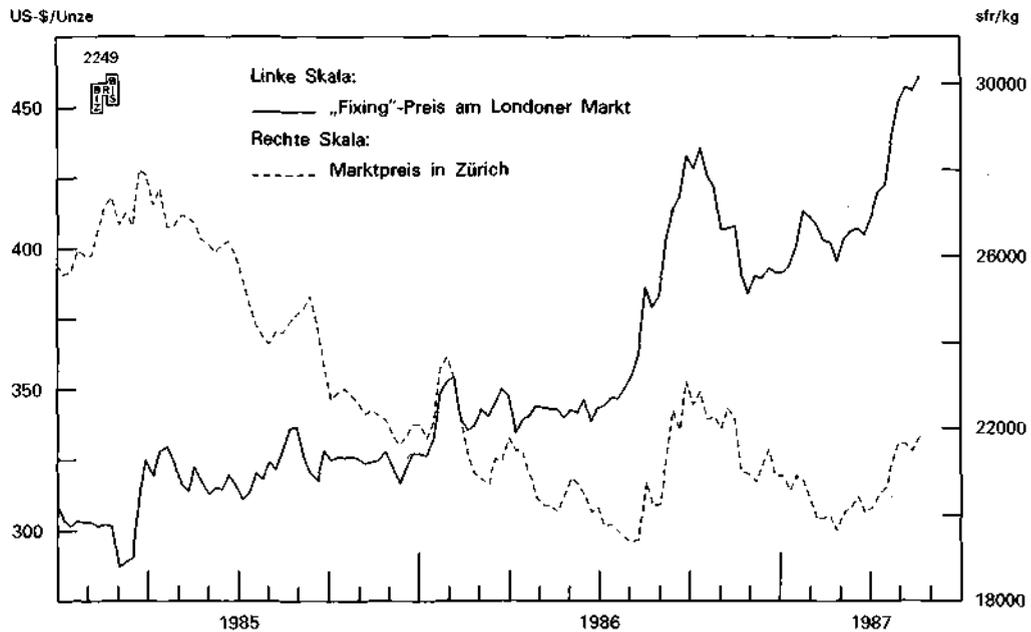
Goldgewinnung und Goldmarkt

Die Entwicklungen auf dem Goldmarkt unterschieden sich 1986 in einer Reihe von Punkten von jenen der Vorjahre. Lag in den Jahren 1982–85 der Schätzwert des Goldaufkommens am Markt ziemlich stabil bei 1 300 t, so erhöhte sich 1986 das Angebot massiv auf 1 615 t; diese Steigerung ging auf eine Ausweitung der Produktion und höhere Nettoverkäufe der kommunistischen Staaten zurück. Die nichtmonetäre Nachfrage nach Gold war so stark, daß das erhöhte Angebot zu Dollarpreisen aufgenommen wurde, die im Laufe des Jahres 1986 um fast 20% auf \$ 391 je Feinunze gestiegen sind, wobei im September die Goldnotierung einmal nahezu \$ 443 erreichte. Gemessen an sich aufwertenden Währungen, wie z.B. dem Schweizer Franken, ging der Goldpreis 1986 im Schnitt weiter zurück, jedoch in einem erheblich geringeren Ausmaß als im Jahr zuvor. Als aber der Goldpreis in Dollar im Frühjahr 1987 hinaufschleunigte, begann er auch in den wichtigen starken Währungen deutlich zu steigen.

Die Stärke der nichtmonetären Nachfrage nach Gold im Jahr 1986 hatte sehr unterschiedliche Gründe, beispielsweise die anhaltende Schwäche des Dollars, niedrigere Zinssätze, ein starkes Geldmengenwachstum, damit zusammenhängend Ängste vor einem Wiederaufleben der Inflation und ein kaiserliches Jubiläum in Japan. Sie bestand, obwohl als Folge der wegen sinkender Ölpreise rückläufigen Nahost-Nachfrage nach Schmuck die industrielle Verwendung von Gold abnahm. Die Nachfrage nach Gold für Anlage- und Hortungszwecke scheint somit stark zugenommen zu haben. Ein wesentliches Merkmal dieser Entwicklung war das Anschwellen der Käufe von Goldmünzen. Die Verwendung von Gold für Münzprägungen hat sich 1986 schätzungsweise auf rund 315 t verdreifacht. Ein erheblicher Anteil dieses Zuwachses kann der Ausgabe der Hirohito-Gedenkmünze in Japan zugeschrieben werden. In den übrigen Regionen kam es im Gefolge von Beschränkungen für Verkäufe von Krügerrands zu einer Verlagerung zu Käufen von nordamerikanischen Münzen, wobei ab Oktober 1986 der amerikanische „Eagle“ die populärste unter jenen Münzen wurde, die

Goldmarktpreise 1985-87

Wochendurchschnitte



regelmäßig geprägt werden. Das australische „Nugget“, die „Britannia“ und der „Gold-ECU“, die erst jüngst in Umlauf gesetzt wurden bzw. in Kürze werden, bringen eine weitere Diversifizierung des Goldmünzenangebots. Zusätzlich zu den höheren Käufen von Goldmünzen scheint die Anlage in Goldbarren 1986 deutlich zugenommen zu haben.

Weltgoldgewinnung (Schätzung)

	1953	1970	1980	1982	1983	1984	1985	1986
	Tonnen							
Südafrika	371	1000	675	664	680	683	673	640
USA	61	54	31	45	63	66	80	108
Kanada	126	75	52	67	73	86	90	108
Australien	33	20	17	27	31	39	59	75
Brasilien	4	9	35	35	59	62	72	67
Philippinen	15	19	22	31	33	34	37	40
Papua-Neuguinea		1	14	17	18	19	31	36
Kolumbien	14	7	17	16	18	21	26	27
Chile	4	2	7	19	19	18	18	19
Venezuela	1	1	1	2	6	10	12	15
Zimbabwe	16	15	11	13	14	15	15	15
Japan	7	8	7	6	6	7	9	14
Ghana	23	22	11	13	12	12	12	12
Peru	4	3	5	7	10	11	11	11
Dominikanische Republik		—	12	12	11	11	10	9
Mexiko	15	6	6	5	7	8	8	8
Zaire	11	6	3	4	6	10	8	8
Zusammen	705	1248	926	983	1066	1112	1171	1212
Sonstige Länder	50	25	33	45	49	48	62	69
Weltgoldgewinnung (geschätzt)*	755	1273	959	1028	1115	1160	1233	1281

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

Quelle: Consolidated Gold Fields PLC (London).

Was das 1986 auf dem Markt neu angebotene Gold anbelangt, so wuchs die Goldgewinnung um 48 auf 1 281 t an. Die Verkäufe kommunistischer Staaten können auf 350 t geschätzt werden, verglichen mit 250 t im Jahr 1985. Die Produktion Südafrikas fiel um 33 auf 640 t, da der höhere Goldpreis zu einer weiteren Verlagerung des Abbaus zu Lagerstätten mit geringerwertigen Erzen führte. Auf Südafrika entfällt derzeit nurmehr die Hälfte der Produktion in den nichtkommunistischen Staaten. Im Jahr seiner höchsten Goldproduktion, 1970, entfielen auf Südafrika fast 80%. In den anderen Ländern, wo das Gold unter ganz anderen Bedingungen als in Südafrika abgebaut wird, hatten die steigenden Goldpreise konventionellere Rückwirkungen auf das Angebot. Die Goldgewinnung stieg in den USA um 28 t, in Kanada um 18 t und in Australien um 16 t.

Die seitens der kommunistischen Staaten (ohne europäische IWF-Mitglieder) 1986 vorgenommenen Goldverkäufe werden als die höchsten seit 1978 geschätzt. Wie gewöhnlich stammte der weitaus größte Teil aus der Sowjetunion, doch scheint auch China in erheblichem Umfang Gold verkauft zu haben, in geringerem Ausmaß auch Nordkorea. Die hohen Verkäufe der Sowjetunion können zum Teil durch beachtliche Exporterlösausfälle als Konsequenz des Ölpreisverfalls erklärt werden, welche das Land veranlaßt haben, soviel Gold zu verkaufen als nur möglich war, ohne dadurch das Goldpreisniveau empfindlich zu drücken.

Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)

	1982	1983	1984	1985	1986
	Tonnen				
Goldgewinnung	1030	1115	1160	1235	1280
Nettoverkäufe durch kommunistische Länder (geschätzt) ¹	200	100	150	250	350
Veränderung der offiziellen Goldbestände durch Markttransaktionen ² (geschätzt; - = Zuwachs) ...	100	70	20	-165	- 15
Insgesamt (= nichtmonetäre Verwendung, geschätzt)	1330	1285	1330	1320	1615

¹ Ohne europäische IWF-Mitgliedsländer. ² 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.

Anders als 1985 war im vergangenen Jahr nur ein leichter Anstieg bei den offiziellen Goldbeständen zu verzeichnen. Größere Zugänge verzeichneten Indien (33 t), die Philippinen (24 t), Taiwan (18 t) und Mexiko (6,5 t), während Brasilien, die USA, Rumänien (Daten nur bis November) und Kanada ihre offiziellen Goldbestände um 21, 19, 15 bzw. 12 t reduzierten.

Unter dem Einfluß aller der auf S. 181 erwähnten Faktoren stieg der Londoner Fixingpreis des Goldes von ca. \$ 320 je Feinunze Anfang Dezember 1985 auf über \$ 470 in der dritten Maiwoche 1987. Die Preisbewegung war allerdings nicht gleichförmig über die ganze Berichtsperiode verteilt. Nach einem Anstieg im Januar 1986 blieben die Notierungen bis zur Jahresmitte im Bereich von \$ 330 bis 350. Im Juli jedoch, vor dem Hintergrund einer neuen Dollarschwäche, von Befürchtungen hinsichtlich der Entwicklung in Südafrika und eines stark steigenden Platinpreises, kletterten sie steil in die Höhe und erreichten im September 1986 den Jahreshöchstwert von nahezu

\$ 443, um sodann bis November wieder unter \$ 390 abzusinken. Im Januar 1987 befestigte sich der Preis erneut, um gegen Ende März – bei wachsender Beunruhigung über den Dollar – rasch zu steigen; in der dritten Maiwoche erreichte das Gold mit \$ 480 ein neues Vierjahreshoch. Auf der Basis der höherbewerteten Währungen bot sich hingegen ein etwas anderes Bild: Beispielsweise sackte der Goldpreis in Schweizer Franken bis gegen Ende Juli 1986 weiter deutlich ab. Dann jedoch begannen die Veränderungen des Goldpreises in Dollar schwerer zu wiegen als die Wechselkursveränderungen: In der dritten Maiwoche lag die Goldnotierung in Schweizer Franken etwa 15% über dem Tief von Ende Juli 1986.

In Großbritannien starteten die Behörden im Dezember 1986 als Teil der allgemeinen Reform der dortigen Finanzmarktregulierung ein Konsultationsverfahren mit den maßgeblichen Akteuren am Londoner Goldmarkt. Es kam zur Abfassung eines für Beratungszwecke verfaßten Dokuments, das Vorschläge für die Kodifizierung der seit langem bestehenden informellen, klubartigen Marktregeln enthält. Von der Bank von England anerkannte Händler werden sich im Goldgroßhandel ungehindert von allen Beschränkungen engagieren können, die zum Schutz kleiner Anleger gedacht sind. Um anerkannt zu werden, muß der Händler über ausreichendes Kapital verfügen, eine Eigentümerstruktur aufweisen, die Interessenkonflikte ausschließt, und ein funktions-tüchtiges Geschäftsführungs- und Kontrollsystem vorweisen können.

Weltwährungsreserven und internationale Liquidität

Das vergangene Jahr war durch eine deutliche Ausweitung der zu laufenden Dollarwerten gerechneten Weltwährungsreserven gekennzeichnet. Allerdings konzentrierte sich das Wachstum auf eine begrenzte Zahl von Ländern. Die offiziellen Nichtgoldreserven erhöhten sich um \$ 69 Mrd., oder mehr als 15%, auf \$ 510 Mrd. per Ende 1986. Vom Gesamtzuwachs entfielen 57% allein auf Taiwan und Japan. Die Aufstockung der Reserven war in jenen Ländern am größten, die bereits über ansehnliche Reservebestände verfügten und für die deshalb der Grenznutzen des Reservenzuwachses vermutlich recht bescheiden ist. Die Nichtgoldreserven der Zehnergruppe erhöhten sich um \$ 49,6 Mrd., während jene der Entwicklungsländer (ohne Taiwan) um \$ 13,8 Mrd. fielen. So gesehen gab es 1986 keine allgemeine Entspannung der internationalen Reservesituation. Überdies überzeichnen die laufenden Dollarwerte die Reserveausweitung, da die massiven Wertverluste des Dollars seine internationale Kaufkraft vermindert haben. Zum Beispiel in Sonderziehungsrechten ausgedrückt erhöhten sich 1986 die Nichtgoldwährungsreserven nur um SZR 15 Mrd. oder 4%. Andererseits stiegen die Dollardurchschnittswerte im internationalen Handel infolge des Ölpreisverfalls und der Schwäche der anderen Rohstoffpreise per saldo nur relativ mäßig an, nämlich um rund 4–5%, so daß unter diesem Blickwinkel die Erhöhung des Dollarwerts der Währungsreserven doch weitgehend eine „reale“ Erhöhung war.

Die offiziellen Goldbestände, zu Marktpreisen bewertet, expandierten 1986 um \$ 60,4 auf 368,7 Mrd. Diese Zunahme geht jedoch größtenteils auf einen 19,5prozentigen Anstieg des US-Dollar-Goldpreises zurück. Unter den gegebenen Verhältnissen ist freilich eine solche Erhöhung des Dollarwerts der offiziellen Goldbestände nur von begrenzter Bedeutung für die internationale Liquiditätslage, denn die offiziellen Goldreserven sind im wesentlichen in den Industrieländern konzentriert, und jeder Versuch

eines größeren Landes, sich die für Außenzahlungen benötigten Mittel durch Verkäufe eines beträchtlichen Teils seiner offiziellen Goldbestände zu beschaffen, würde sehr rasch den Preis drücken. Gold wird deshalb im wesentlichen nur als Sicherungsinstrument verwendet werden können, was aber die Bereitschaft anderer Länder zur Zusammenarbeit voraussetzt.

Veränderung der Weltwährungsreserven

	Gold		Devisen	Reservepositionen beim IWF	SZR	ECU	Insgesamt (ohne Gold)
	Millionen Unzen	in Milliarden US-Dollar zu jeweiligen Werten ¹					
Zehnergruppe							
1984	- 0,6	- 53,7	4,4	- 0,1	0,6	- 6,8	- 1,9
1985	- 0,2	13,2	15,8	0,8	2,9	3,3	22,8
1986	- 1,0	46,8	38,5	0,3	2,9	7,9	49,6
Stand Ende 1986	736,6	288,0	157,8	25,9	17,7	48,0	249,4
Übrige Industrieländer²							
1984	- 0,3	- 6,4	6,7	-	0,4	- 0,3	6,8
1985	- 1,8	1,0	6,3	0,1	0,3	0,4	7,1
1986	- 0,8	5,1	8,8	0,2	0,4	-	9,4
Stand Ende 1986	83,9	32,8	60,0	2,4	2,1	0,8	65,3
Entwicklungsländer							
1984	- 0,8	- 8,7	13,9	-	0,1	-	14,0
1985	4,2	3,5	14,0	0,9	0,6	-	15,5
1986	2,2	8,5	9,3	0,2	0,5	-	10,0
Stand Ende 1986	122,6	47,9	175,8	14,9	4,1	-	194,8
darunter:							
Nahost-Ölexportländer³							
1984	0,2	- 1,6	- 5,1	0,7	-	-	- 4,4
1985	- 0,2	0,4	3,7	0,7	0,1	-	4,5
1986	-	1,4	- 6,5	0,1	-	-	- 6,4
Stand Ende 1986	23,0	9,0	34,8	12,1	1,3	-	48,2
Sonstige							
1984	- 1,0	- 7,1	19,0	- 0,7	0,1	-	18,4
1985	4,4	3,1	10,3	0,2	0,5	-	11,0
1986	2,2	7,1	15,8	0,1	0,5	-	16,4
Stand Ende 1986	99,6	38,9	141,0	2,8	2,8	-	146,6
Insgesamt							
1984	- 1,7	- 68,8	25,0	- 0,1	1,1	- 7,1	18,9
1985	2,2	17,7	36,1	1,8	3,8	3,7	45,4
1986	0,4	60,4	56,6	0,7	3,8	7,9	69,0
Stand Ende 1986	943,1	368,7	393,6	43,2	23,9	48,8	509,5

¹ Goldreserven bewertet zu Marktpreisen. ² Ohne osteuropäische Länder. ³ Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Oman, Saudi-Arabien und die Vereinigten Arabischen Emirate.

Wie 1985 war einer der Hauptgründe für das Wachstum der Nichtgoldreserven die Abwertung des Dollars, die den Dollargegenwert der in anderen Währungen gehaltenen Reserven nach oben gedrückt hat. Von dem Zuwachs der Nichtgoldreserven 1986 können etwa \$ 43 Mrd. oder fast zwei Drittel solchen Wechselkurseffekten zugeschrieben werden.

Der wichtigste Faktor, der dem echten Reservenzuwachs von \$ 26 Mrd. zugrunde lag, war eine veränderte Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits. Im Jahr 1985 waren die autonomen Kapitalzuflüsse in die USA größer als das Defizit, so daß die US-Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden um \$ 2,5 Mrd. zurückgingen. Demgegenüber deckte 1986 der Zustrom privaten Kapitals in die USA

nicht mehr das gesamte Defizit, das mittlerweile auf \$ 141 Mrd. angewachsen war. Der dadurch hervorgerufene Druck auf die Wechselkurse erzwang massive offizielle Dollarinterventionskäufe, vor allem seitens Ländern wie Japan, die fürchteten, daß die Aufwertung ihrer Währung außer Kontrolle geraten könnte. Diese Entwicklung fand ihren Niederschlag in der Erhöhung der US-Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen offiziellen Stellen um \$ 29 Mrd., die sich zum überwiegenden Teil in einer entsprechenden Erhöhung der ausgewiesenen Währungsreserven der anderen Länder niederschlug. Tatsächlich könnte der gesamte Zuwachs offizieller Dollarguthaben sogar diese \$ 29 Mrd. überschritten haben, da derartige Dollarbestände, wenn sie auf Finanzmärkten außerhalb der Vereinigten Staaten angelegt werden, zum Teil eher die US-Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Privaten als gegenüber offiziellen Stellen erhöhen.

Die Vereinigten Staaten intervenierten 1986 nicht zur Stützung des Dollars. Im Gegenteil, der Dollarwert der US-Devisenbestände, die weitgehend aus D-Mark und Yen bestehen, stieg um beachtliche \$ 4,5 Mrd. Dieser Betrag stammt zwar im wesentlichen aus Wechselkursgewinnen, doch trugen auch Zinserträge und andere Einnahmen dazu bei.

Die von den europäischen Zentralbanken im Zusammenhang mit ihrer Teilnahme am EWS gehaltenen Nichtdollarreservebestände verminderten sich 1986. Es war dies das Ergebnis der Wechselkursspannungen, die innerhalb des EWS-Wechselkursmechanismus wieder auftraten. Länder, deren Währungen unter Abwertungsdruck geraten waren, versuchten ein Abgleiten ihrer Währungen an das untere Ende des EWS-Wechselkursbandes zu verhindern; sie verkauften deshalb 1986 während längerer Zeiträume nennenswerte Beträge aus ihren Beständen von Währungen anderer Mitgliedstaaten.

Ein anderer, die gesamten Reserven verkleinernder Einfluß ging von den Nettozurückzahlungen an den Internationalen Währungsfonds aus. Sie betrafen umfangreiche Kredite, die zu Beginn dieses Jahrzehnts gewährt worden waren. Diese Rückzahlungen trugen zu dem – auf der Basis konstanter Dollarwerte gerechneten – Rückgang der IWF-Reserveposition von mehr als \$ 4 Mrd. jener Mitgliedstaaten bei, deren Währungen für die Auszahlung der Kredite verwendet worden waren. Die SZR-Bestände der Staaten nahmen hingegen real um \$ 1,6 Mrd. zu, vor allem wegen der Verwendung der fondeigenen SZR-Bestände für Kreditauszahlungen und Zinszahlungen.

Was die Verteilung des Wachstums der Nichtgoldreserven auf die einzelnen Reservearten angeht, so entfielen über 80% oder \$ 56,6 Mrd. auf die Devisenreserven. Eine Hälfte dieser Zunahme geht allerdings auf den Anstieg des Dollargegenwerts der in anderen Währungen gehaltenen Reserven zurück. Wertbereinigt wuchsen die Devisenreserven nur um 8%. Bei den offiziellen ECU-Beständen überstiegen die Bewertungseinflüsse den mit \$ 7,9 Mrd. verbuchten Zuwachs. Zu konstanten Wechselkursen gerechnet verminderten sich die offiziellen ECU-Bestände um \$ 0,7 Mrd. – ein Rückgang, der mehr als zur Gänze dem niedrigeren Goldpreis zuzurechnen ist, der im Rahmen des EWS für die Gold/ECU-Swaps zur Anwendung kam.

Die SZR-Bestände und die IWF-Reservepositionen stiegen im vergangenen Jahr um \$ 3,8 bzw. 0,7 Mrd. Auf Bewertungseffekte, die insgesamt \$ 7 Mrd. ausmachten, entfielen \$ 2,2 Mrd. des SZR-Zuwachses und mehr als der gesamte Anstieg der IWF-Reservepositionen. In SZR gerechnet nahmen denn auch die IWF-Reserve-

positionen um SZR 3,4 Mrd. ab. Wie bereits erklärt, ergibt sich diese Abnahme weitgehend daraus, daß der Fonds 1986 weniger neue Kredite gewährte, als er Rückzahlungen erhalten hat. Die Bruttorekzahlungen an den Fonds beliefen sich insgesamt auf SZR 5,7 Mrd., während die Bruttoziehungen (ohne solche in der Reservetranche) nur SZR 3,8 Mrd. erreichten. Im Ergebnis ging der Betrag der ausstehenden Fondskredite von SZR 35,2 auf 33,4 Mrd. zurück. In den Jahren 1984 und 1985 hatte der Fonds netto Kredite in Höhe von SZR 5 bzw. 0,4 Mrd. vergeben.

Der Rückgang der Kreditgewährungen des Fonds traf alle Regionen außer Lateinamerika; dort stiegen netto die Forderungen leicht an. Innerhalb der Gruppe der lateinamerikanischen Länder waren die wichtigsten Empfänger neuer Fondskredite Mexiko (SZR 0,6 Mrd.), Argentinien und Chile (beide je SZR 0,1 Mrd.), während Brasilien SZR 0,5 Mrd. zurückzahlte. China war mit einem Kredit von SZR 0,6 Mrd. der einzige große Kreditnehmer außerhalb Lateinamerikas. Erhebliche Nettorekzahlungen (je SZR 0,3 Mrd.) leisteten Indien, Pakistan, Südafrika und die Türkei. Ende des Jahres bestanden 31 Beistands- und erweiterte Abkommen. Der Gesamtbetrag der noch offenen Kreditzusagen lag mit SZR 2,8 Mrd. unter dem Vorjahreswert (SZR 4,7 Mrd.). Zusätzlich kam es zum Abschluß von neun Kreditabkommen im Rahmen der Strukturanpassungsfazilität, die im März 1986 eingerichtet worden ist. Ihre Aufgabe ist es, Kredite Entwicklungsländern mit niedrigem Volkseinkommen zur Verfügung zu stellen, die Programme zur Milderung lang anhaltender Zahlungsbilanzprobleme und zur Förderung des wirtschaftlichen Wachstums durchführen. Der Gesamtbetrag, der im Rahmen dieser Fazilität ausgezahlt worden ist, erreichte SZR 0,1 Mrd.; für weitere SZR 0,1 Mrd. wurden Kreditzusagen gegeben, die aber noch nicht beansprucht wurden.

Bei einer länderweisen Betrachtung sieht man, daß 1986 die Aufstockung der weltweiten Nichtgoldreserven nicht sehr breit gestreut war. Sie ist das Ergebnis großer Reservenzuwächse in einer kleinen Zahl von Ländern und eines sehr geringen Wachstums oder gar von Reservenverlusten im übrigen Teil der Welt. Der Dollarwert der Währungsreserven der Industrieländer erhöhte sich um \$ 59 Mrd., und in der dritten Welt verzeichnete Taiwan einen Reservenzuwachs von \$ 23,8 Mrd. Die offiziellen Währungsreserven der ölexportierenden Länder des Nahen Ostens schrumpften um \$ 6,4 Mrd. und jene der anderen Entwicklungsländer (ohne Taiwan) um \$ 7,4 Mrd., obwohl diese bei ihren Nichtdollarreserven erhebliche Bewertungsgewinne verbuchen konnten.

Die Nichtgoldreserven der Zehnergruppe expandierten um \$ 49,6 Mrd., wovon auf Volumensveränderungen \$ 27 Mrd. entfielen. Japan verzeichnete bei weitem den größten Anstieg: Seine Reserven wuchsen um \$ 15,5 Mrd. oder fast 60%. Sehr beachtliche Zunahmen des Dollarwerts ihrer Reserven verzeichneten Deutschland (\$ 7,4 Mrd.), Großbritannien (\$ 5,6 Mrd.), Frankreich (\$ 4,9 Mrd.), Italien (\$ 4,5 Mrd.) und die Schweiz (\$ 3,8 Mrd.). Der Reservenzuwachs in Großbritannien war zu einem großen Teil das Resultat der Begebung von variabel verzinslichen Euro-Notes über \$ 4 Mrd. durch die britische Regierung im September 1986, mit der die Devisenreserven des Landes aufgestockt werden sollten. Bei allen fünf europäischen Ländern trugen – im Gegensatz zu Japan – Bewertungseffekte wesentlich zur Erhöhung der Reserven bei. Einen großen Reservenzuwachs, \$ 5,4 Mrd. oder 17%, verzeichnete überdies das Hauptreservewährungsland USA; er beruhte freilich mehr als zur Gänze auf wechselkursbedingten Bewertungsgewinnen.

In den übrigen Industrieländern stieg der Dollarwert der Nichtgoldreserven um \$ 9,4 Mrd. oder fast 17%. Neuseeland und Spanien verzeichneten mit \$ 4,2 bzw. 3,6 Mrd. die größten Reservengewinne. Reservenverluste waren vor allem bei den nordischen Staaten zu beobachten; so verzeichneten Finnland und Norwegen Rückgänge von \$ 2,0 bzw. 1,1 Mrd.

Die internationalen Reserven der Entwicklungsländer wuchsen insgesamt um \$ 10 Mrd.; ohne Berücksichtigung von Taiwan mußten die Entwicklungsländer jedoch eine Verminderung ihrer Währungsreserven um \$ 13,8 Mrd. hinnehmen, den größten bisher verzeichneten Verlust. Die Reserveeinbußen konzentrierten sich vor allem auf die OPEC-Länder, die zu Zeiten höherer Ölpreise hohe Reservezugänge verzeichnet hatten. In laufenden Dollarwerten ausgedrückt fielen die offiziellen Nichtgoldreserven Saudi-Arabiens um \$ 6,7 Mrd. oder 27%; Venezuela verlor \$ 3,8 Mrd. und Algerien \$ 1,2 Mrd. Was die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer anbelangt, so war Lateinamerika, auf das sich die Schuldendienstprobleme konzentrierten, im letzten Jahr die Region mit den größten Reservenverlusten. Brasilien verringerte seine offiziellen Reserven von \$ 10,6 auf 5,8 Mrd., Argentinien von \$ 3,1 auf 2,3 Mrd. Mexikos Reserven sanken in den ersten neun Monaten von 1986 von \$ 4,9 auf 3,3 Mrd., stiegen dann jedoch für den Rest des Jahres um \$ 5,7 Mrd. an, als angesichts einer überzeugenden Wirtschaftspolitik Kapitalrückflüsse einsetzten.

Das starke Ansteigen der Reserven Taiwans steht im Gegensatz zu den in den meisten anderen asiatischen Entwicklungsländern, einschließlich der Schwellenländer, verzeichneten Veränderungen. Südkorea beispielsweise reicherte seine Reserven nur um \$ 0,5 Mrd. an; die Erhöhung hätte allerdings kräftiger ausfallen können, wenn das Land nicht Auslandsschulden zurückgezahlt hätte. China reduzierte seine Reserven um \$ 1,3 Mrd. Starke Reserveerhöhungen verzeichneten die Philippinen, deren Bestände sich auf \$ 1,7 Mrd. nahezu verdreifachten, und Malaysia (+ \$ 1,1 Mrd.). Taiwans Reserven wuchsen stärker als jene irgendeines anderen Landes der Welt; mit \$ 46,3 Mrd. verfügte Taiwan Ende 1986 nach Deutschland über die größten Währungsreserven.

Die Anlagestruktur der offiziellen Devisenreserven hat sich 1986 deutlich verändert. Die offiziellen Dollarguthaben in den Vereinigten Staaten, die 1985 nur recht geringfügig zugenommen hatten, expandierten kräftig, nämlich um \$ 28,1 Mrd. oder 21%. Gleichzeitig nahmen die identifizierten offiziellen Reservebestände, die auf nationalen Märkten außerhalb der USA oder bei Eurobanken angelegt sind, dem Volumen nach (d.h. wechsellkursbereinigt) um \$ 14,8 Mrd. ab, wohingegen sie 1985 eine Zunahme von \$ 7,3 Mrd. verzeichnet hatten.

Diese Entwicklungen scheinen nicht so sehr ein Ergebnis von Verschiebungen der Anlagepräferenzen der Währungsbehörden gewesen zu sein, sondern werden weitgehend durch die Art, wie es im vorigen Jahr zu den Reserveveränderungen gekommen ist, erklärt. Erstens führte, wie bereits erwähnt, die Abschwächung des Dollars zu umfangreichen offiziellen Dollarstützungskäufen durch Länder wie Japan, das den Großteil seiner Reserven in Dollar und in den USA hält. Zweitens veranlaßte das Auftreten von Wechselkursspannungen innerhalb des EWS einige Mitgliedsländer, ihre Währungen dadurch zu stützen, daß sie auf weitgehend am Euromarkt angelegte Bestände in anderen Partnerwährungen zurückgriffen. Wie die folgende Tabelle zeigt, war die Hauptkomponente der Volumensabnahme offizieller Euroeinlagen im letzten Jahr ein Rückgang der offiziellen Euro-DM-Guthaben um \$ 9,1 Mrd.

Anlagestruktur der Devisenreserven

	Einlagenveränderung						Stand Ende 1986
	in jeweiligen Dollarwerten			zu konstanten Wechselkursen			
	1984	1985	1986 ¹	1984	1985	1986 ¹	
Milliarden US-Dollar							
1. Offizielle Währungsreserven, gehalten in den USA ²	4,7	2,4	28,1	4,7	2,4	28,1	162,9
2. Offizielle Währungsreserven, gehalten auf anderen nationa- len Märkten: ²	5,7	18,6	11,9	11,7	5,2	- 4,0	82,3
Deutsche Mark	2,0	9,4	9,3	4,6	3,6	1,1	39,7
Schweizer Franken	-0,4	1,0	-1,1	-	0,3	-2,1	2,5
Yen	2,7	5,4	2,8	3,5	1,9	-2,2	22,1
Pfund Sterling	1,5	1,3	0,2	2,9	-0,7	-	10,1
Französischer Franc	-	1,1	0,1	0,4	0,3	-0,6	3,9
Holländischer Gulden	0,1	0,5	0,2	0,4	-0,1	-0,4	2,5
Sonstige Währungen	-0,2	-0,1	0,4	-0,1	-0,1	0,2	1,5
3. Offizielle Euroeinlagen bei Banken in europäischen Län- dern, ³ Kanada, Japan und bei bestimmten Offshore-Nieder- lassungen von US-Banken: ⁴	11,7	9,0	- 2,2	14,7	2,1	-10,8	97,3
Dollar	8,8	1,2	0,2	8,8	1,2	0,2	64,9
Deutsche Mark	2,8	3,3	-3,8	4,7	-1,4	-9,1	16,2
Schweizer Franken	-	0,5	0,6	0,5	-0,4	-0,5	4,6
Yen	0,5	2,6	0,1	0,7	1,8	-1,3	5,7
Pfund Sterling	-	0,1	-0,2	0,1	-	-0,2	0,4
Französischer Franc	0,1	-	0,1	0,1	-0,1	-	0,5
Holländischer Gulden	-0,2	0,5	0,4	-0,1	0,4	0,1	1,5
Sonstige Währungen	-0,3	0,8	0,4	-0,1	0,6	-	3,5
4. Nicht aufteilbar	2,9	6,1	18,8	4,4	2,9	15,6	51,1
Gesamtbetrag	25,0	36,1	56,6	35,5	12,6	28,9	393,6
<i>Nachrichtlich:</i>							
Gemeldete Verbindlichkeiten der USA gegenüber ausländischen offiziellen Stellen (ohne Dollar- swaps gegen ECU)	4,7	- 2,5	28,9	4,7	- 2,5	28,9	194,7
Gesamteinlagen der OPEC-Länder ⁵ bei Banken im BIZ-Berichts- gebiet ⁶ außerhalb der USA	- 4,7	12,1	-15,6	- 1,1	6,2	-21,4	123,3

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

¹ Vorläufig. ² Zum Teil auf IWF-Angaben basierend. ³ Belgien-Luxemburg, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Großbritannien, Irland, Italien, Niederlande, Norwegen, Österreich, Schweden, Schweiz und Spanien. ⁴ Auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Panama, Hongkong und Singapur. ⁵ Zahlen ohne Bahrain. ⁶ Zahlen erfassen die Banken der in der Fußnote 3 aufgezählten Länder sowie 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.

Zusätzlich zu diesen Einlagenabzügen seitens der EWS-Länder kam es im vergangenen Jahr auch zu einer starken Verringerung (um \$ 21,4 Mrd.) der OPEC-Einlagen bei Banken außerhalb der Vereinigten Staaten, wie es die zweite nachrichtliche Position der Tabelle zeigt. Ein Teil dieses Rückgangs wird Abzüge offizieller Dollarguthaben aus dem Eurodollarmarkt dargestellt haben. Der Tatbestand, daß die offiziellen Eurodollareinlagen letztes Jahr dennoch praktisch keine Veränderung zeigten, kann wahrscheinlich durch den Zustrom hoher neuer Eurodollareinlagen aus Taiwan erklärt werden, welche die Abzüge der offiziellen OPEC-Mittel kompensierten.

Ein anderes charakteristisches Merkmal des Jahres 1986 war der sehr starke Anstieg des „nicht aufteilbaren“ Postens (um \$ 15,6 Mrd. in konstanten Dollarwerten).

Der Hauptfaktor hinter dieser Entwicklung dürfte das Übergreifen der „securitisation“ auf die Zusammensetzung der Währungsreserven gewesen sein (Kauf von internationalen Wertpapieren wie Euro-Commercial paper und zinsvariablen Notes). Ein erheblicher Teil dieser Forderungen lautet sicher auf Dollar, so daß angenommen werden kann, daß die offiziellen Dollarbestände im vergangenen Jahr alles in allem um etwas über \$ 35 Mrd. angestiegen sind. Im Gegensatz dazu sind die Nichtdollardevisenreserven, ausgedrückt zu konstanten Wechselkursen, um etwa \$ 7 Mrd. zurückgegangen. Das Bild verändert sich jedoch sofort, wenn der Einfluß der Dollarabwertung auf den Dollargegenwert der in anderen Währungen gehaltenen Devisenreserven in Rechnung gestellt wird: Auf der Basis jeweiliger Dollarwerte gerechnet sind die in anderen Währungen gehaltenen Devisenreserven um über \$ 20 Mrd. gestiegen.

Im ersten Quartal 1987 verstärkten sich die bereits im Laufe des Jahres 1986 bei der Entwicklung der globalen Reserven erkennbaren Tendenzen. Die privaten Kapitalströme in die USA gingen stark zurück und kehrten sich zeitweise sogar um; das US-Leistungsbilanzdefizit wurde im wesentlichen durch Dollarankäufe seitens Währungsbehörden finanziert. Noch mehr als 1986 konzentrierte sich das Reservenwachstum auf eine kleine Gruppe von Ländern. Allein die Devisenreserven der Zehnergruppe erhöhten sich um \$ 34,8 Mrd., was nahezu der gesamten Steigerung im letzten Jahr entsprach; wobei die Dollarkomponente \$ 28,3 Mrd. ausmachte. Den größten Reservenzuwachs gab es in Japan (\$ 15,8 Mrd.), Italien (\$ 4,6 Mrd.), Kanada (\$ 3,7 Mrd.), Deutschland (\$ 3,3 Mrd.), Großbritannien (\$ 3,1 Mrd.) und Frankreich (\$ 2,9 Mrd.). Die Aufstockung der italienischen und französischen Währungsreserven spiegelt weitgehend die Umkehr der Kapitalströme nach der Leitkursneuordnung im Januar 1987 wider. Taiwans Devisenreserven erhöhten sich allein in den ersten drei Monaten des Jahres um weitere \$ 8,2 Mrd.

In den letzten Jahren ist die Aussagekraft mechanischer Messungen oder Indikatoren der allgemeinen internationalen Liquiditätslage zunehmend in Frage gestellt worden. Die Schwankungen der Wechselkurse der Schlüsselwährungen waren groß, wodurch sich die Länge des Maßstabes selbst änderte. Wie der erste Teil dieses Abschnitts zeigt, erfordert die Größe der Bewertungseffekte, daß sowohl die nominellen Veränderungen als auch die wechsellkursbereinigten Zahlen berücksichtigt werden. Besonders gilt dies dann, wenn ein erheblicher Teil der Reserven auf eine andere Währung oder Rechnungseinheit lautet als auf Dollar.

Zweitens eröffnen die beträchtlichen Veränderungen, die auf den Finanzmärkten stattgefunden haben, den Währungsbehörden neue Optionen für die Gestaltung ihrer internationalen Liquiditätsposition. In dem Ausmaß, wie Länder zunehmend auf ihre Fähigkeit vertrauen, sich liquide Mittel durch Kreditaufnahmen, Inanspruchnahme gegenseitig eingeräumter Swaps oder andere Standby-Vereinbarungen zu beschaffen, liefern die Daten über offizielle Reservebestände nur ein unzureichendes Bild. Im besonderen verschleiern globale Reservedaten die Unterschiede in der Reserveausstattung verschiedener Ländergruppen, da offizielle wechselseitige Swapvereinbarungen und andere kurzfristige Kreditfazilitäten hauptsächlich Industrieländern zur Verfügung stehen, während eine große Zahl der Entwicklungsländer weder Kreditzusagen von Währungsbehörden noch Möglichkeiten hat, rasch Mittel auf privaten Märkten aufzunehmen.

Es ist ferner nicht ganz klar, in welchem Ausmaß zur Messung der internationalen Liquidität kurzfristige Auslandsverbindlichkeiten von den Währungsreserven ab-

gezogen werden sollten. „Überhaupt nicht“ könnte die Antwort lauten, solange die Situation ausgewogen ist und ein Land nicht auf seine Währungsreserven zurückgreifen muß. Wenn das Land allerdings auf Schwierigkeiten stößt und gezwungen ist, seine Reserven einzusetzen, kann die Refinanzierung der ausländischen Schulden problematisch werden; der durch geborgte Reserven geschaffene wirtschaftspolitische Spielraum erweist sich dann womöglich als Illusion.

Schließlich sind globale Meßzahlen für Veränderungen der internationalen Liquidität besonders dann wenig aufschlußreich, wenn das Reservenwachstum wie 1986 sehr ungleich verteilt ist und sich vor allem auf Länder mit sehr hohem Reserveniveau konzentriert, für die der Grenznutzen der Währungsreservezunahmen ohnedies entsprechend gering ist.

Zusammenfassend kann die Situation der internationalen Liquidität wie folgt dargestellt werden: In einigen großen Industrieländern und in einigen wenigen asiatischen Entwicklungsländern ist die Ausstattung mit Währungsreserven sehr reichlich bemessen und hat jüngst sogar noch eine Verbesserung erfahren; die übrigen Industrieländer haben im großen und ganzen eine recht komfortable Liquiditätsposition; keines von ihnen hat Probleme mit seiner Kreditwürdigkeit; in den meisten Entwicklungsländern bleibt – wie seit vielen Jahren – die Liquiditätssituation angespannt. Es ist zu bezweifeln, ob anhaltend starkes Wachstum der globalen Währungsreserven als Folge der Finanzierung eines größeren Teils des US-Leistungsbilanzdefizits im Wege offizieller Dollarkäufe die dargestellte Situation in den nächsten Jahren wesentlich verändern wird.

VIII. DIE TÄTIGKEIT DER BANK

1. Abschluß eines Sitzabkommens mit dem Schweizerischen Bundesrat

Am 10. Februar 1987 schloß die Bank mit dem Schweizerischen Bundesrat ein Sitzabkommen ab, dessen Wortlaut am 3. März 1987 in der Sammlung der Eidgenössischen Gesetze veröffentlicht wurde. Nahezu alle in der Schweiz niedergelassenen internationalen Organisationen haben nunmehr ein solches Abkommen, das ihre rechtliche Stellung im Gastland regelt.

Das Sitzabkommen der BIZ enthält die ausdrückliche Anerkennung der internationalen Rechtspersönlichkeit der Bank sowie Bestimmungen über die Handlungsfreiheit und uneingeschränkte Versammlungsfreiheit der Bank, die Ausnahme amtlicher Mitteilungen von jeglicher Zensur, die freie Verfügung über Guthaben, die Freiheit der Geschäfte und die Unverletzlichkeit des Gebäudes, der Dokumente und der Archive der Bank; es regelt die steuerliche und zollamtliche Behandlung der Bank und die rechtliche Stellung der Direktoren und Personalmitglieder der Bank sowie der Vertreter von Zentralbanken. Im Abkommen sind auch jene Bestimmungen der Statuten der Bank wiederholt, die die Befreiung von der Gerichtsbarkeit und von Maßnahmen der Vollstreckung regeln. Als letztes ist im Sitzabkommen die Einrichtung eines Verwaltungsgerichts der Bank vorgesehen, dessen Aufgabe es ist, über Streitigkeiten zwischen der Bank und ihren Personalmitgliedern, ob im aktiven Dienst oder im Ruhestand, zu entscheiden.

Die Hauptwirkung des Sitzabkommens besteht darin, die rechtliche Stellung der Bank in der Schweiz im Lichte der Verwaltungspraxis, wie sie sich mit den Jahren herausgebildet hat, abzusichern und den gegenwärtigen Verhältnissen anzupassen. Es ergänzt das Abkommen über die BIZ vom 20. Januar 1930, das Grundgesetz der Bank, ihre Statuten und das Brüsseler Protokoll vom 30. Juli 1936, die sämtlich in Kraft bleiben. Das Abkommen bestätigt also den internationalen Status der BIZ und stellt somit ein bedeutendes Ereignis in der Geschichte der Bank dar.

2. Entwicklung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen

Im vergangenen Jahr hat die Bank wiederum ihre traditionelle Rolle bei der Förderung der internationalen Zusammenarbeit auf dem Gebiet der Währungspolitik wahrgenommen.

Die Bank war an den Arbeiten des Interimsausschusses des Gouverneursrats des Internationalen Währungsfonds für das internationale Währungssystem als Beobachter beteiligt. Sie nahm auch beobachtend an den Sitzungen der Finanzminister und der Zentralbankpräsidenten der Länder der Zehnergruppe sowie 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 nach wie vor 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 seine regelmäßige Beobachtung des Geschehens auf den internationalen Kredit- und Kapitalmärkten und seine Diskussionen über Fragen im Zusammenhang mit dem Funktionieren der internationalen Finanzmärkte fort. Überdies entwarf der Ausschuß ein Programm, mit dem die im Bericht über jüngste Neuerungen im internationalen Bankgeschäft enthaltenen statistischen Empfehlungen (der Bericht wurde von einer sich aus Vertretern der Zentralbanken der Zehnergruppe zusammensetzenden Arbeitsgruppe erstellt) in die Tat umgesetzt werden sollen; seit April 1986 sind über 17 500 Exemplare dieses Berichts in alle Welt versandt worden. Die Empfehlungen bezwecken eine Verbesserung der statistischen Daten über die Entwicklungen an den internationalen Kapitalmärkten, einschließlich der Daten über die von den Banken selbst gehaltenen und begebenen internationalen Wertpapiere sowie der Daten über die Entwicklung des Euro-Note-Marktes. Die Bank nimmt auch weiterhin die zentrale Erfassung, Aufbereitung und Veröffentlichung statistischer Daten über Entwicklungen auf den internationalen Kredit- und Kapitalmärkten vor.

Der Ausschuß für Bankenbestimmungen und -überwachung („Basle Supervisors' Committee“) setzte seine Tätigkeit der Beobachtung von Entwicklungen, die die Sicherheit und Stabilität der internationalen Banken beeinflussen, und der Förderung der Zusammenarbeit der Bankenaufsichtsbehörden fort. Mit dem Ziel, hohe und angenäherte Standards einer angemessenen Eigenkapitalausstattung der internationalen Banken zu fördern, richtete der Ausschuß sein Hauptaugenmerk auf das Meßsystem, das er für die grobe Vergleichbarkeit von Standards auf einer einheitlichen und umfassenden Basis entworfen hat. Was die internationale Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden im Heimat- und im Gastland betrifft, so arbeitet der Ausschuß seit dem „Kondordat“ von 1983 mit Bankenaufsichtsbehörden anderer Länder bei der Vorbereitung eines Berichts zusammen, der eine Anzahl praktischer Maßnahmen auf diesem Gebiet empfiehlt. Berichte über diese beiden Themen wurden im vergangenen Oktober in Amsterdam auf der vierten internationalen Konferenz der Bankenaufsichtsbehörden erörtert, die von der Niederländischen Bank und dem Ausschuß gemeinsam organisiert worden war und an der Vertreter aus fast neunzig Ländern teilnahmen.

Der Ausschuß der Zahlungsverkehrsexperten setzte seinen Gedankenaustausch über die laufenden Entwicklungen bei den Zahlungsmedien und -systemen in den Ländern der Zehnergruppe fort. Er hat auch eine Analyse der Probleme in Angriff genommen, die bei den einzelnen Stadien einer grenzüberschreitenden Zahlung auftreten können.

Der Ausschuß der EDV-Fachleute hielt Sondersitzungen ab, in denen er sich mit folgenden Themen befaßte: die gemeinsame Nutzung von Datenverarbeitung und Telekommunikation; die sich wandelnden Rollen der EDV-Benutzer und -Dienste bei Projektentwicklungen; die Entwicklung der Datenverarbeitung und Automation in den Zentralbanken. Besondere Aufmerksamkeit widmete er auch Sicherheitsfragen, insbesondere den technischen Schutzmaßnahmen, mit denen sichergestellt werden soll, daß auch bei einer schwerwiegenden Störung die Datenverarbeitungssysteme und

Telekommunikationsnetze, die ja insbesondere auch dem elektronischen Zahlungsverkehr dienen, weiter funktionieren.

Die Expertengruppe für Fragen monetärer und ökonomischer Datenbanken machte bei der Entwicklung einer Datenbank für die Zentralbanken der Zehnergruppe und die BIZ weitere Fortschritte. Im Zentrum der Aufmerksamkeit stand nach wie vor die automatische Übermittlung und Abrufbarkeit der internationalen Bankenstatistik; es wurden bedeutende Erfolge erzielt, wobei mehrere Institutionen nun solche Daten nach vereinbarten Standards übermitteln und verarbeiten. Ferner experimentierte die Gruppe mit interaktiven Techniken für Volkswirte und Statistiker der Zentralbanken; diese Techniken sind speziell dafür geschaffen, raschen Zugang zu statistischen Tabellen und dazugehöriger Dokumentation via Telekommunikationsverbindung zur Datenbank zu ermöglichen.

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 Zentralbankpräsidenten, 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, Österreich, Schweden, der Schweiz und den USA, erweitert); sowie eine Gruppe, die beauftragt ist, die von den Mitgliedsländern verfolgte Geldpolitik und ihre Koordinierung auf Gemeinschaftsebene und die Auswirkungen von Entwicklungen bei den öffentlichen Finanzen periodisch zu untersuchen und auch Ad-hoc-Studien zu besonderen Problemen auszuarbeiten – wie z.B. im Jahr 1986 über die Folgen der vermehrten Verwendung von Marktinstrumenten bei der Durchführung der Geldpolitik.

Im Geschäftsjahr 1986/87 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.

Ferner widmete der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten besondere Aufmerksamkeit Fragen im Zusammenhang mit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs in der Gemeinschaft; er nahm zu den weiteren, im Herbst 1986 ergriffenen Liberalisierungsmaßnahmen Stellung und ist dabei, die Implikationen der völligen Freizügigkeit des Kapitalverkehrs insbesondere für die Geldpolitik und das Funktionieren des EWS zu bewerten. Das Erreichen dieses Ziels ist einer der Schritte auf dem Weg zur Schaffung des Binnenmarktes bis 1992. Ferner verfolgte der Ausschuß sehr genau die Entwicklung der Verwendung der privaten ECU.

3. Die Bank als Agent, Treuhänder und Pfandhalter

Im vergangenen Geschäftsjahr nahm die Bank weiterhin Aufgaben als Agent, Treuhänder und Pfandhalter im Zusammenhang mit internationalen Zahlungsausgleichsfunktionen wahr.

a) *Treuhänder für internationale Staatsanleihen und Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrags mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl (EGKS)*

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.

In ihrer Eigenschaft als Pfandhalter aufgrund des Pfandvertrags mit der EGKS verwaltete die Bank seit 1954 die von der EGKS gemäß diesem Vertrag begebenen Anleihen; die Guthaben, die auf den zu diesem Zweck eröffneten Konten noch vorhanden sind, werden sobald wie möglich der Kommission der Europäischen Gemeinschaften in Luxemburg zurückerstattet werden, da die letzte Anleihe im Geschäftsjahr 1985/86 zurückgezahlt worden ist.

b) *Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ)*

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 der Gemeinschaft.

Im Zeitraum vom 1. April 1986 bis zum 31. März 1987 waren die von den EWS-Zentralbanken in Währungen anderer Mitgliedsländer durchgeführten Interventionen besonders bedeutend. Die meisten wurden allerdings innerhalb der Schwankungsmargen getätigt, so daß der EFWZ nicht für Finanzierungs- oder Saldenausgleichstransaktionen in Anspruch genommen wurde. Der EFWZ verbuchte jedoch hauptsächlich während zwei Perioden Interventionen an den Interventionspunkten: erstmals nach der Leitkursanpassung vom 7. April 1986 und danach, noch vermehrt, in den Tagen vor der Leitkursanpassung vom 12. Januar 1987.

Das vom EFWZ über vierteljährliche Swappeschäfte mit jeder EG-Zentralbank ausgegebene ECU-Volumen belief sich am 31. März 1987 auf ECU 44,8 Mrd., das waren zum Tageskurs gerechnet rund US-\$ 51 Mrd. Am 31. März 1986 hatte sich das ECU-Volumen auf ECU 43,8 Mrd. belaufen. Die leichte Zunahme im Jahresvergleich verschleiert freilich zwei gegensätzliche Bewegungen: einerseits einen Zuwachs um mehr als ein Drittel der Dollarbeiträge der Mitgliedszentralbanken, der die Ausweitung ihrer Reserven widerspiegelt, und andererseits einen beträchtlichen Rückgang des Dollarkurses. 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 ECU 3,9 Mrd.

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

Was die Abwicklung der Anleihe- und Darlehenstransaktionen der Gemeinschaft angeht, so hat der Agent des EFWZ im Berichtszeitraum weiterhin von den Anleiheschuldern 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. Der Agent nahm am Zinsfälligkeitsdatum des 8. Juli 1986 die Überweisungen im Zusammenhang mit der vollständigen vorzeitigen Rückzahlung des variabel verzinslichen Kredits 1983–90 über US-\$ 1 800 Mio. vor, der 1983 der Französischen Republik gewährt worden war.

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 – Griechenland ein Darlehen in zwei gleichen Tranchen im Gesamtbetrag von ECU 1 750 Mio. (oder dessen Gegenwert in anderen Währungen) gewährt. Die erste Tranche wurde Anfang 1986 zur Verfügung gestellt und durch vier Kapitalmarktbegebungen finanziert (s. 56. Jahresbericht, S. 188); die zweite Tranche des Darlehens wurde im Februar, März und April 1987 zur Verfügung gestellt. Die entsprechende Gemeinschaftsanleihe erfolgte in Form der folgenden fünf Kapitalmarktbegebungen:

- ECU 350 Mio. (ECU 150 Mio. Notes 1987/92 zu 7½% p.a. und ECU 200 Mio. Notes 1987/94 zu 7½% p.a.)
- US-\$ 250 Mio. Notes 1987/93 zu 7¼% p.a.
- Yen 25 Mrd. Notes 1987/93 zu 4¾% p.a.
- DM 300 Mio. Notes 1987/93 zu 5¾% p.a.
- DM 30 Mio. in Form eines Schuldscheins 1987/92 zu 5,54% p.a.

Die folgende Tabelle gibt eine Übersicht über die im Rahmen der Verordnungen (EWG) Nr. 682/81 und Nr. 543/85 per 31. März 1987 ausstehenden Gemeinschaftsdarlehen.

Ausstehende Gemeinschaftsdarlehen

Schuldnerland	US-Dollar	D-Mark	Schweizer Franken	Yen	ECU
	Millionen				
Frankreich	940	–	–	–	150
Griechenland	400	830*	227	25 000	700
Zusammen	1 340	830	227	25 000	850

* DM 30 Mio., die Griechenland am 2. April 1987 zur Verfügung gestellt wurden.

c) *Agent des Verrechnungssystems für private ECU*

Im abgelaufenen Geschäftsjahr nahm die Bank ihre Tätigkeit als Agent des für private ECU errichteten Verrechnungs- und Saldenausgleichssystems gemäß den Bestimmungen des am 21. März 1986 unterzeichneten Abkommens mit der ECU Banking Association (EBA) auf. Das Abkommen trat am 1. Oktober 1986 für eine zwölf-

monatige Versuchsperiode in Kraft. Das damit errichtete System wurde im letzten Jahresbericht (S. 189/190) beschrieben.

Aufgrund der in den ersten Monaten der Versuchsperiode gewonnenen Erfahrungen änderten und ergänzten die Bank und die EBA, wie von Anfang an vorgesehen, gewisse Bestimmungen über den technischen Betrieb des Verrechnungssystems. Die Änderungen, mit denen in erster Linie eine Erleichterung der täglichen Durchführung der Verrechnungsgeschäfte bezweckt wird, sind in einem revidierten Abkommen enthalten, das mit Wirkung vom 30. April 1987 das Abkommen vom 21. März 1986 ersetzte.

Im übrigen ist geplant, das Verrechnungssystem ab Juli 1987 weiteren Clearingbanken zugänglich zu machen; die Zahl der Teilnehmer wird schrittweise, je nach den technischen Möglichkeiten und im Rahmen des von den zuständigen Organen der EBA genehmigten Verfahrens, erhöht.

4. Finanzhilfe für Zentralbanken

Im August 1986 wurde der Bank von Mexiko eine Fazilität über US-\$ 1 600 Mio. eingeräumt; davon wurden US-\$ 1 100 Mio. von der US-Regierung, der BIZ und vier lateinamerikanischen Zentralbanken (Argentinien, Brasilien, Kolumbien und Uruguay) finanziert. Die restliche Summe von US-\$ 500 Mio. wurde von einer Bankengruppe zur Verfügung gestellt. Die offizielle Fazilität im Betrag von US-\$ 1 100 Mio. wurde in zwei aufeinanderfolgenden Tranchen beansprucht; die Rückzahlung begann Ende September 1986 in Verbindung mit Ziehungen auf den IWF und endete Mitte Februar 1987. Der Anteil der BIZ belief sich auf US-\$ 400 Mio. und wurde mit der Garantie von elf Mitgliedszentralbanken bereitgestellt.

Im Oktober 1986 wurde die BIZ ersucht, sich an einer Fazilität für die Zentralbank von Nigeria zu beteiligen, um die Lücke zwischen einem neuen, von der Weltbank gebilligten und dem IWF bekräftigten binnenwirtschaftlichen Anpassungsprogramm und der erwarteten Auszahlung mehrerer Weltbankdarlehen zu überbrücken. Die Fazilität belief sich insgesamt auf US-\$ 250 Mio., wovon US-\$ 176 Mio. von der BIZ mit Garantien von fünf Mitgliedszentralbanken, US-\$ 37 Mio. von der US-Regierung und US-\$ 37 Mio. von der deutschen Kreditanstalt für Wiederaufbau bereitgestellt wurden. Die BIZ-Fazilität war in zwei Tranchen unterteilt; die erste wurde am 31. Oktober 1986 zur Verfügung gestellt und hatte eine Endlaufzeit bis zum 27. Februar 1987. Die zweite Tranche wurde nie in Anspruch genommen und am 10. Dezember 1986 vorzeitig liquidiert.

Eine im März 1987 für die Zentralbank von Argentinien arrangierte Überbrückungsfazilität belief sich insgesamt auf US-\$ 500 Mio., wovon US-\$ 275 Mio. von der BIZ und US-\$ 225 Mio. von der US-Regierung zur Verfügung gestellt wurden. Diese Fazilitäten waren an ein IWF-Programm gekoppelt, das insbesondere SZR 388,7 Mio. an Finanzhilfe im Rahmen der kompensatorischen Finanzierungsfazilität einschließt und bis spätestens 15. Juli 1987 in Kraft sein soll. In dieser Fazilität ist auch ein Standby-Kredit des Fonds in Höhe von SZR 1 113 Mio. mitberücksichtigt. Die Fazilität war am 9. März 1987 in voller Höhe beansprucht und soll bis zum 15. Juli d.J. zurückgezahlt sein. Der Beitrag der BIZ ist durch eine Garantie von elf Mitgliedszentralbanken abgesichert.

5. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank vom 31. März 1987 stehen, mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen, am Ende dieses Berichts. Beide sind in Goldfranken* erstellt.

Die Bilanzsumme per 31. März 1987 betrug	GFr. 29 944 209 515
gegenüber einer Vorjahressumme von	GFr. 26 558 446 075
Der Zuwachs von	GFr. 3 385 763 440

(13%), der fünfte in Folge, liegt geringfügig unter dem des vorangegangenen Geschäftsjahres. Er beruhte wiederum zum größten Teil auf dem Anstieg des Goldfrankenwerts der auf andere Währungen als US-Dollar lautenden Bilanzposten. Diese Tendenz hielt nahezu ununterbrochen das ganze Geschäftsjahr über an; nur in den Monaten Mai und Oktober 1986 und Februar 1987 gab es eine Veränderung in die entgegengesetzte Richtung. In einem kleineren Teil der Ausweitung der Bilanzsumme schlägt sich der Zugang neuer Einlagen in Währungen und, in geringerem Ausmaß, in Gold nieder.

Anzumerken ist, daß der Zuwachs an verfügbaren Mitteln in Form von Währungseinlagen – in US-Dollar und Deutscher Mark – während der letzten Monate des Geschäftsjahres auftrat und die Bilanzsumme auf einen absoluten Höchststand, sowohl was das Ende eines Monats als auch das Ende eines Geschäftsjahres anbelangt, ansteigen ließ.

BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf Geschäftsjahren

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Bilanzsumme	Veränderung gegen Vorjahr	
	Millionen Goldfranken		Prozent
1983	20 358	+ 1 301	+ 7
1984	21 276	+ 918	+ 5
1985	22 852	+ 1 576	+ 7
1986	26 558	+ 3 706	+ 16
1987	29 944	+ 3 386	+ 13

In der Bilanz sind nicht enthalten:

- die für Zentralbanken und andere Einleger verwahrten Wechsel und sonstigen Wertpapiere;
- die Werte, die die Bank aufgrund ihrer Funktion (als Pfandhalter oder Treuhänder) im Zusammenhang mit internationalen Anleihen verwahrt oder verwaltet;
- Buchungsvorgänge, die sich, wie oben in Abschnitt 3 beschrieben, aus der Tätigkeit als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit ergeben;
- das für Rechnung von verschiedenen Einlegern verwahrte Gold. Dieser Posten belief sich am 31. März 1987 umgerechnet auf GFr. 1 165 Mio. (verglichen mit GFr. 1 155 bzw. 1 164 Mio. am Ende der beiden vorangegangenen Geschäftsjahre).

* 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.

PASSIVA (MITTELAUFKOMMEN)

BIZ: Struktur der Passiva in den letzten fünf Geschäftsjahren

(nach Verwendung des Reingewinns aus dem Geschäftsjahr gemäß Vorschlag an die ordentliche Generalversammlung)

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Eingezahltes Kapital, Reserven	Fremdmittel	Sonstige Passiva	Bilanzsumme
	Millionen Goldfranken			
1983	1 037	18 987	334	20 358
1984	1 088	19 806	383	21 276
1985	1 143	21 323	386	22 852
1986	1 204	24 684	670	26 558
1987	1 270	27 626	1 048	29 944

A. Kapital und Reserven

a) **Eingezahltes Kapital** GFr. 295 703 125

Das genehmigte Kapital ist mit GFr. 1 500 Mio. unverändert geblieben; ebenso das begebene Kapital, das aus 473 125 zu 25% eingezahlten Aktien besteht.

b) **Reserven**

Die nachstehend erläuterten Veränderungen der verschiedenen Reservefonds sind unter Ziffer I in der am Schluß dieses Berichts enthaltenen Übersicht aufgeführt.

1. *Gesetzlicher Reservefonds* GFr. 30 070 313

Dieser Fonds hat bereits 1971 die in Artikel 51 (1) der Statuten festgelegte Höchstgrenze von 10% des damals eingezahlten Kapitals erreicht und sich seither nicht mehr verändert.

2. *Allgemeiner Reservefonds*

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 26,4 Mio. aus dem Reingewinn von 1986/87 (gemäß Artikel 51 (3) der Statuten) GFr. 550 352 793
verglichen mit vorher GFr. 523,9 Mio.

3. *Besonderer Dividenden-Reservefonds*

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 4 Mio. aus dem Reingewinn von 1986/87 (gemäß Artikel 51 (4) der Statuten) GFr. 25 530 055

Dieser Fonds belief sich zuvor auf GFr. 21,5 Mio. und hatte sich seit Ende des Geschäftsjahres 1981/82 nicht verändert.

4. *Freier Reservefonds*

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 35,6 Mio. aus dem Reingewinn von 1986/87 GFr. 368 530 236
verglichen mit vorher GFr. 332,9 Mio.

Nach der Verwendung des Reingewinns von 1986/87 betragen die gesamten Reserven der Bank somit GFr. 974 483 397
und weisen damit einen Zuwachs von GFr. 66 Mio. auf.

B. Fremdmittel

In den beiden folgenden Tabellen sind die Fremdmittel der Bank nach Herkunft bzw. Sachkategorien und Restlaufzeit gegliedert.

BIZ: Fremdmittel (Herkunft)

	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1986	1987	
Millionen Goldfranken			
Einlagen von Zentralbanken	23836	26229	+ 2393
Einlagen von anderen Einlegern	848	1397	+ 549
Zusammen	24684	27626	+ 2942

Der Posten „Einlagen von Zentralbanken“ verzeichnete einen Anstieg von annähernd 10%, während die Einlagen von „anderen Einlegern“ eine – wenn auch nur prozentual – sehr viel stärkere Zunahme aufwiesen. Der Anstieg des letztgenannten Postens beruhte in der Hauptsache auf dem Zugang neuer Einlagen einer internationalen Organisation.

Der Anteil der Einlagen von Zentralbanken an den gesamten Fremdmitteln verringerte sich geringfügig, nämlich von 96,6% am Ende des Geschäftsjahres 1985/86 auf 94,9% am 31. März 1987. Entsprechend erhöhte sich der Anteil der Einlagen von „anderen Einlegern“ von 3,4 auf 5,1%.

BIZ: Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeit)

Laufzeit	Goldeinlagen			Währungseinlagen			Insgesamt		
	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1986	1987		1986	1987		1986	1987	
Millionen Goldfranken									
Auf Sicht	4426	4526	+ 100	924	1636	+ 712	5350	6162	+ 812
Bis zu 3 Monaten ...	10	8	- 2	18611	20866	+2255	18621	20874	+2253
Mehr als 3 Monate	-	-	-	713	590	- 123	713	590	- 123
Zusammen ...	4436	4534	+ 98	20248	23092	+2844	24684	27626	+2942

Während die Fremdmittel insgesamt zunahmen, war bei den Einlagen mit einer Restlaufzeit von mehr als drei Monaten eine weitere Abnahme zu verzeichnen, womit sich eine bereits am Ende des vorangegangenen Geschäftsjahres beobachtete Tendenz fortsetzte. Infolgedessen entfielen auf solche Einlagen nur noch 2,1% der gesamten Fremdmittel, verglichen mit 2,9% ein Jahr zuvor. Die Sichteinlagen hatten einen Anteil von 22,3% an den gesamten Fremdmitteln, verglichen mit zuvor 21,7%, und die Einlagen bis zu drei Monaten einen solchen von 75,6 gegenüber 75,4% zuvor.

Die Goldeinlagen erhöhten sich insgesamt um 2,2%, doch ihr Anteil an den gesamten Fremdmitteln verringerte sich von 18% am Ende des vorangegangenen Geschäftsjahres auf nunmehr 16,4%. Die in Form von Währungen verfügbaren Mittel hatten demnach einen Anteil von 83,6% an den Fremdmitteln, verglichen mit 82% am 31. März 1986.

a) Goldeinlagen GFr. 4 533 669 882
verglichen mit GFr. 4 436 Mio. ein Jahr zuvor, was einem Anstieg um GFr. 98 Mio. entspricht.

Die Zunahme beruhte auf dem Zugang neuer Sichteinlagen, wohingegen die Termineinlagen insgesamt abnahmen.

b) Währungseinlagen GFr. 23 091 882 488
verglichen mit GFr. 20 248 Mio. ein Jahr zuvor, was einem Anstieg um GFr. 2 844 Mio. (14%) entspricht.

Wiederum waren neue Einlagen in US-Dollar für den größten Teil der Veränderung dieses Postens verantwortlich. Die Zunahme beruhte hauptsächlich auf dem Zugang von bis zu drei Monaten eingelegten Mitteln, aber auch bei den Sichteinlagen war ein deutlicher Anstieg zu verzeichnen. Der Betrag der Einlagen mit einer Laufzeit von mehr als drei Monaten ging weiter zurück, so daß diese Einlagen nur noch einen sehr geringen Prozentsatz der gesamten Währungseinlagen ausmachen.

C. Sonstige Verbindlichkeiten

a) Vorsorgesystem des Personals GFr. 97 509 839

Dieser Posten, der zuvor unter „Verschiedenes“ ausgewiesen war, erscheint erstmals infolge des Inkrafttretens des neuen Sitzabkommens der Bank (s. Abschnitt 1 dieses Kapitels). Er stellt den Goldfrankengegenwert der Verpflichtung der Bank aus dem Pensionssystem des Personals dar, die in Schweizer Franken besteht.

b) Verschiedenes GFr. 925 879 694
verglichen mit vorher GFr. 652 Mio.

Trotz der Übertragung von GFr. 97,5 Mio. auf einen gesonderten Posten mit der Bezeichnung „Vorsorgesystem des Personals“ (s. oben) hat sich dieser Posten, wie am Ende des vorangegangenen Geschäftsjahres, erneut deutlich erhöht, nämlich um GFr. 274 Mio. Der Anstieg beruhte weitgehend auf dem höheren Goldfrankenwert der auf andere Währungen als US-Dollar lautenden Verbindlichkeiten – eine Entwicklung, auf die bereits Bezug genommen wurde.

c) Gewinn- und Verlustrechnung (vor Gewinnverwendung) GFr. 91 081 090

Dieser Betrag ist der Reingewinn aus dem Geschäftsjahr 1986/87.

Die detaillierten Vorschläge zur Verwendung des Reingewinns gemäß Artikel 51 der Statuten sind im Abschnitt 6 dieses Kapitels enthalten. Sie sehen die Verwendung von GFr. 25 081 090 (Vorjahr: GFr. 19 171 806) für die am 1. Juli 1987 zu zahlende Dividende von SFr. 155 je Aktie vor. Der Dividendenbetrag in Schweizer Franken ist mit dem im vorangegangenen Geschäftsjahr gezahlten Betrag identisch. Der höhere Gegenwert in Goldfranken beruht auf dem Wertanstieg des Schweizer Frankens in Goldfranken.

AKTIVA (MITTELVERWENDUNG)

In der folgenden Tabelle sind die wichtigsten Aktiva nach Sachkategorien zusammengestellt.

BIZ: Aktiva (Sachkategorien)

Aktiva	Ende des Geschäftsjahres am 31. März				Veränderung	
	1986		1987			
	Millionen Goldfranken					
Kassenmittel						
Gold	5071		5072		+ 1	
Währungen	10	5081	16	5088	+ 6	+ 7
Schatzwechsel						
Währungen		919		558		- 361
Terminguthaben und Kredite						
Gold	81		117		+ 36	
Währungen	17959	18040	21064	21181	+3105	+3141
Staats- und andere Wertpapiere						
Währungen		2506		3111		+ 605
Zusammen						
Gold	5152		5189		+ 37	
Währungen	21394	26546	24749	29938	+3355	+3392

a) Gold GFr. 5 071 459 425

Dieser Posten weist einen gegenüber dem Ende des vorangegangenen Geschäftsjahres praktisch unveränderten Betrag auf.

b) Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken GFr. 15 913 315

verglichen mit vorher GFr. 10 Mio.

c) Schatzwechsel GFr. 558 053 904

verglichen mit vorher GFr. 919 Mio., was eine Abnahme um GFr. 361 Mio. bedeutet. Der Posten hatte sich im Verlauf des vorangegangenen Geschäftsjahres durch auf verschiedenen Märkten getätigte Käufe von hauptsächlich auf US-Dollar und D-Mark lautenden Schatzwechseln spürbar erhöht. Die teilweise Liquidierung dieser Wertpapiere während des abgelaufenen Geschäftsjahrs war für den Rückgang dieses Postens verantwortlich.

d) Terminguthaben und Kredite GFr. 21 181 296 299

verglichen mit vorher GFr. 18 040 Mio., was eine Zunahme von GFr. 3 141 Mio. bzw. 17% ergibt.

Die Anlagen in Währungen entwickelten sich im Gleichschritt mit den der Bank zugeflossenen Mitteln.

e) Staats- und andere Wertpapiere
(früher „Sonstige Wertpapiere“)

GFr. 3 111 188 232

verglichen mit vorher GFr. 2 506 Mio. In der Zunahme um GFr. 605 Mio. schlagen sich die Käufe von Wertpapieren öffentlicher und privater Schuldner auf verschiedenen Märkten nieder.

In der folgenden Tabelle sind die Aktiva „Terminguthaben und Kredite“ (in Währungen und Gold) und „Staats- und andere Wertpapiere“ nach der Restlaufzeit zusammengestellt.

BIZ: „Terminguthaben und Kredite“ und „Staats- und andere Wertpapiere“
nach Restlaufzeit

Restlaufzeit	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1986	1987	
	Millionen Goldfranken		
Bis zu 3 Monaten	17 459	20 088	+2 629
Mehr als 3 Monate	3 087	4 204	+1 117
Zusammen	20 546	24 292	+3 746

Die Anlagen mit einer Restlaufzeit von mehr als drei Monaten nahmen zu, so daß sich ihr Anteil an den Gesamtanlagen von 15 auf 17,3% erhöhte, während jener der Anlagen bis zur drei Monaten von 85 auf 82,7% zurückging.

f) Verschiedenes

GFr. 6 298 339

verglichen mit vorher GFr. 12 Mio.

Goldtermingeschäfte

Diese Geschäfte erscheinen in der Bilanz in Anmerkung 2. Sie ergaben einen positiven Saldo von GFr. 6 888 888 verglichen mit einem zuvor negativen Saldo von GFr. 54,5 Mio. Die Umkehr dieser Position beruhte auf der Auflösung von Swaps in per Kasse gegen Währungen erhaltenem Gold. Der jetzt ausgewiesene Saldo entspricht dem bezüglich einer gleichen Transaktion in entgegengesetzter Richtung ausstehenden Betrag.

6. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1987 abgelaufene siebenundfünfzigste Geschäftsjahr schloß mit einem Geschäftsertrag von GFr. 95 214 480 (im Vorjahr: GFr. 81 718 965).

Die Verwaltungskosten beliefen sich auf GFr. 24 471 248, ein Anstieg um 39% gegenüber dem Jahr davor. Die Zunahme war im wesentlichen auf den gestiegenen Goldfrankenwert des Schweizer Frankens zurückzuführen, der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank anfallen; in Schweizer Franken gerechnet erhöhten sich die gesamten Verwaltungskosten nur um etwa 4%.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, GFr. 4 133 390 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten zuzuweisen. Nach dieser Zuweisung verbleibt ein Reingewinn von GFr. 91 081 090 gegenüber GFr. 80 171 806 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. 91 081 090 wie folgt zu verwenden:

- GFr. 25 081 090 zur Zahlung der Dividende von SFr. 155 je Aktie;
- GFr. 26 400 000 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
- GFr. 4 000 000 zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds;
- GFr. 35 600 000 - 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 1987 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1987 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 1987 und ihres Gewinns für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr geben. Der Bestätigungsvermerk steht am Ende der Bilanz.

7. Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion

Am 16. Januar 1987 wurde Herr Jacques de Larosière als Nachfolger von Herrn Camdessus Gouverneur der Bank von Frankreich und übernahm damit ex officio dessen Sitz im Verwaltungsrat der BIZ. In der Verwaltungsratssitzung vom 13. Januar sprach der Vorsitzende Herrn Camdessus die Anerkennung der Verwaltungsratsmitglieder für seine außerordentlich wertvolle, während mehr als zwei Jahren geleistete Arbeit aus.

Herr Bengt Dennis, dessen Mandat im Verwaltungsrat am 31. März 1987 abgelaufen wäre, wurde in der Verwaltungsratssitzung vom 10. März 1987 gemäß Artikel 27 Ziffer 3 der Statuten für eine weitere Periode von drei Jahren bis zum 31. März 1990 gewählt.

Lord Richardson of Duntisbourne, dessen Verwaltungsratsmandat am 6. Mai 1987 abgelaufen wäre, wurde im April 1987 von Herrn Leigh-Pemberton, Gouverneur der Bank von England, gemäß Artikel 27 Ziffer 2 der Statuten für weitere drei Jahre in den Verwaltungsrat berufen.

Herr Prof. Dr. F.-E. Klein, der 1953 zur BIZ gekommen und seit 1974 ihr Rechtsberater im Rang eines Direktors gewesen war, trat Ende Dezember 1986 in den Ruhestand. In der Verwaltungsratssitzung vom 9. Dezember 1986 würdigte der Vorsitzende im Namen aller Verwaltungsratsmitglieder die große Fähigkeit und fachliche

Kompetenz, die Herr Prof. Klein in Ausübung seiner Tätigkeit für die Bank bewiesen hatte.

Herr Dr. Mario Giovanoli, der 1968 in die Bank eingetreten ist, übernahm nach der formellen Ernennung durch den Verwaltungsrat in dessen Sitzung vom 11. November 1986 die Leitung des Rechtsdienstes mit Wirkung vom 1. Januar 1987 und wurde gleichzeitig zum Beigeordneten Direktor befördert.

In der Verwaltungsratssitzung vom 10. März 1987 teilte der Vorsitzende mit, daß die Bank beschlossen hatte, die Herren Jean Vallet, André Bascoul und Joachim Mix mit Wirkung vom 1. April 1987 zu Stellvertretenden Direktoren zu befördern und Herrn Vallet zudem, ebenfalls mit Wirkung vom 1. April 1987, zum Stellvertretenden Generalsekretär zu ernennen.

* * *

Mit tiefem Bedauern nahm die Bank Kenntnis vom Ableben von Herrn Dr. Otmar Emminger am 3. August 1986 und von Baron Ansiaux am 9. April 1987. Herr Dr. Emminger war von Juni 1977 bis Dezember 1979 Präsident der Deutschen Bundesbank und Ex-officio-Mitglied des Verwaltungsrats. Er war zuvor acht Jahre lang Stellvertretendes Verwaltungsratsmitglied gewesen. Baron Ansiaux gehörte dem Verwaltungsrat vom August 1957 bis Januar 1982 an. Während der ersten dreizehneinhalb Jahre hatte er als Gouverneur der Belgischen Nationalbank ex officio einen Sitz im Verwaltungsrat inne; für die restliche Amtszeit war er Verwaltungsratsmitglied gemäß Artikel 27 Ziffer 2 der Statuten. Zuvor war er von Dezember 1944 bis Januar 1955 Stellvertretendes Verwaltungsratsmitglied gewesen.

SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die Herausforderung, der sich heute die Industrieländer gegenübersehen, besteht nicht einfach nur darin, ihre gegenwärtigen Zahlungsungleichgewichte zu reduzieren, sondern dies zu erreichen, ohne daß dadurch die Devisen- und Finanzmärkte in größte Unordnung geraten, die Inflation in den Vereinigten Staaten wiederaufflammt oder dort oder anderswo ein Abgleiten in die Rezession ausgelöst wird; gleichzeitig sollen auch die mittelfristigen Strategien in den Bereichen öffentliche Finanzen, Geld- und Strukturpolitik nicht in Frage gestellt und – am wichtigsten von allen – die Freiheit des Handels nicht gefährdet werden. Das ist ein äußerst schwieriges Unterfangen, und eines, das in einer Welt zunehmender gegenseitiger Abhängigkeiten ohne eine relativ weitgehende Koordinierung der Wirtschaftspolitik kaum erfolgreich sein kann. Das ist im Kern das Fazit dieses Berichts.

Es gibt gewichtige Gründe, über die sehr großen Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen der Industrieländer besorgt zu sein. Sie spiegeln reale Ungleichgewichte zwischen Ausgaben und Produktion auf den Inlandsmärkten wider – Ungleichgewichte, die bereits zu einem Wiederaufleben des Protektionismus und der Gefahr eines sich ausbreitenden Handelskrieges geführt haben. Sie sind mit massiven Fehlallokationen von Ressourcen einhergegangen, die das Wachstumspotential der Industrieländer schwer beeinträchtigen können. Sie schaffen ein Klima der Unsicherheit, das Investitionen äußerst abträglich ist. Nicht zuletzt zeitigen sie wegen ihrer Größe und Dauer gewichtige Verschiebungen in den Auslandspositionen der betroffenen Länder und in der Zusammensetzung ihres finanziellen Vermögens. Demzufolge gibt es bereits Anzeichen dafür, daß die privaten Anleger nicht länger ohne weiteres bereit sind, das US-Leistungsbilanzdefizit zu den gegebenen Wechselkursen und Zinssätzen zu finanzieren. Das hat den Abwertungsdruck auf den Dollar verstärkt. Eine weitere Abschwächung des Dollars würde aber eindeutig schädliche Auswirkungen für die gesamte Welt haben: Sie würde in den USA die Preise und Zinssätze hochtreiben und in Japan und Westeuropa das Wirtschaftswachstum noch weiter bremsen – mit düsteren Aussichten für die Beschäftigung in den Industriestaaten. Letztendlich würden natürlich die Marktkräfte ein neues Leistungsbilanzgefüge herbeiführen. Aber wann? Mit welchem Risiko, eine neue Runde von Wechselkursfehlentwicklungen auszulösen? Welche Dauerschäden würden in der Zwischenzeit dem Freihandelsystem zugefügt werden? Und welcher Preis in Form von Produktionsverlusten und finanziellen Verwerfungen müßte für eine vom Markt herbeigeführte Anpassung bezahlt werden?

Das ist aber noch nicht alles. Wie würde es sich auf die internationale Schuldensituation auswirken, wenn eine geordnete Rückführung der gegenwärtigen erheblichen Zahlungsungleichgewichte nicht erreicht und neue größere Unruhe an den Devisenmärkten nicht vermieden werden kann? Die wichtigsten Schlußfolgerungen dieses Berichts zur Schuldensituation stehen am Ende des Kapitels V. In diesem Zusammenhang genügt es, auf zwei Punkte hinzuweisen. Erstens gibt es keinen Weg, um die Schuldnerländer aus ihrer primären Verantwortung zu entlassen, durch Anhebung der Effizienz ihrer Wirtschaft und Hinwendung zu einem diversifizierten, export-

orientierten Wachstum ihre internationale Kreditwürdigkeit wiederherzustellen. Wie können sie aber, zweitens, aus ihren Auslandsverschuldungsproblemen herauswachsen, wenn sie nicht mit einem fortgesetzten stetigen Wirtschaftswachstum und der Vermeidung weiterer protektionistischer Maßnahmen in den Industrieländern, ihren wichtigsten Exportmärkten, rechnen können.

Jeder, der vielleicht versucht ist, diese Warnungen beiseite zu schieben, weil sie auf grundlosen pessimistischen Vermutungen beruhen, sollte sich die bisherigen Entwicklungen in diesem Jahr in der US-Kapitalverkehrsbilanz, bei den langfristigen Dollarzinsen, den US-Importpreisen und den wirtschaftlichen Aktivitäten in den wichtigen Überschußländern unter den Industriestaaten ansehen. Das sind Signale, die zu ignorieren sich kein Politiker leisten kann. Wenn andererseits diese Signale als das erkannt werden, was sie sind, nämlich eine Aufforderung, die wirtschaftspolitische Zusammenarbeit weiter voranzutreiben, dann besteht berechtigte Hoffnung, daß die Situation unter Kontrolle gehalten werden kann und die Gefahren, die mit einem den Marktkräften allein überlassenen Anpassungsprozeß verbunden sind, vermieden werden können. Bei den Überlegungen über das weitere wirtschaftspolitische Vorgehen gibt es zwei ermutigende Fakten, auf denen weiter aufgebaut werden kann.

Das erste Faktum ist, daß die Anpassung der realen Handelsströme im Gefolge der seit Frühjahr 1985 eingetretenen Wechselkursveränderungen in Gang gekommen ist. Es besteht nicht der geringste Zweifel, daß die realen Handelsüberschüsse sowohl Japans als auch Deutschlands sich gegenüber ihren früheren Höchstständen zurückgebildet haben. Was die USA betrifft, so haben sich die realen Exporte ebenfalls in die richtige Richtung zu entwickeln begonnen; auf der Importseite sind die Zahlen allerdings noch nicht schlüssig. Diese Entwicklungen sind natürlich durch Preiseffekte überdeckt worden. Die Stabilisierung der Wechselkurse würde zwangsläufig die reale Anpassung in eine erkennbare Verbesserung der Handels- und der Leistungsbilanz umsetzen. Da überdies reale Handelsströme nur sehr schleppend auf Wechselkursänderungen reagieren, sind weitere reale Anpassungen mit Sicherheit zu erwarten.

Der zweite ermutigende Umstand ist der Wandel in der Haltung der Vereinigten Staaten vom „benign neglect“ hin zu einem aktiven Interesse an der Wechselkursentwicklung. Zuerst kam die Plaza-Übereinkunft, mit der die amerikanischen Stellen die Notwendigkeit einer aktiven Wechselkurspolitik anerkannten, um die wachsenden Leistungsbilanzungleichgewichte zu korrigieren. Dem folgte im Februar dieses Jahres das Louvre-Übereinkommen, bei dem sich die Hauptbeteiligten – darunter die USA – das Ziel setzten, die Wechselkurse „um das gegenwärtig bestehende Niveau“ zu stabilisieren. Beide Abkommen trennt, betrachtet man die wirtschaftspolitischen Zielsetzungen und die zugrundeliegenden Analysen, ein Quantensprung. Zum Zeitpunkt des Louvre-Übereinkommens war das US-Handelsbilanzdefizit nahe seinem Höchstwert – und dennoch wurde das Ziel der Wechselkursstabilität akzeptiert, weil erkannt worden war, daß die Gefahren, die von einem weiteren Fallen des Dollars ausgingen, schwerer wögen als die Vorteile, die sich daraus für die Entwicklung der US-Leistungsbilanz ergeben könnten.

Wie kann man auf diesem Fundament weiterbauen?

Am Anfang muß wohl die Anerkennung sowohl der Stärken als auch der Grenzen von Devisenmarktinterventionen stehen. Dafür kann ein Vergleich der heutigen

Situation mit der von 1985 nützlich sein. Im Februar 1985 hatte der Dollar ein Kursniveau erreicht, das selbst die am stärksten auf Hausse setzenden Marktteilnehmer veranlaßte, die künftige Entwicklung des Dollars zu überdenken. Die auf Initiative der Deutschen Bundesbank koordiniert durchgeführten Interventionen haben damals wohl einen Stimmungsumschwung am Markt gegen den Dollar eingeleitet. Dasselbe kann von den Interventionen nach dem Plaza-Abkommen gesagt werden, die mithelfen, die Marktteilnehmer in ihrer Meinung zu bestätigen, daß eine weitere Dollarabschwächung zu erwarten sei. In beiden Fällen waren das keine Interventionen gegen den Strom, sondern sie verstärkten nur eine Bewegung und halfen so, Luft aus einer, man könnte fast sagen, Spekulationsblase abzulassen.

Die Situation, in der wir uns heute befinden, unterscheidet sich von der vor zwei Jahren in zumindest einem sehr wichtigen Punkt: Das währungspolitische Ziel ist nun, den Dollarkurs zu stabilisieren und nicht, ihn in eine bestimmte Richtung zu bugsieren. Und diese Stabilisierung muß in einer Zeit erreicht werden, in der ein großes und anscheinend zähes US-Leistungsbilanzdefizit bei den Marktteilnehmern eine Baissestimmung in bezug auf die künftige Dollarkursentwicklung nährt. Unter solchen Umständen kann die Aufgabe der Stabilisierung nicht allein Interventionen überlassen werden. Die Wirksamkeit von Interventionen gegen den Strom hängt in einem sehr großen Ausmaß (vielleicht sogar ausschließlich) von deren Signaleffekt ab. Wenn die Marktteilnehmer die Interventionen als Ausdruck der Entschlossenheit der wirtschaftspolitisch Verantwortlichen interpretieren, den Worten Taten folgen zu lassen, d.h. als einen Hinweis, daß sie willens und fähig sind, Maßnahmen zu ergreifen, die geeignet sind, die wirtschaftlichen Grunddaten in die richtige Richtung zu bewegen, dann werden Interventionen in der Tat ihren Zweck erfüllen. Andernfalls besteht die Gefahr, daß die Interventionen schrittweise an Effektivität verlieren.

Das Louvre-Abkommen war bisher bei der Stabilisierung des Dollarwerts gegenüber der D-Mark recht erfolgreich und mäßig erfolgreich beim Zügeln des Abgleitens gegenüber dem Yen. Der Hauptgrund für diesen relativen Erfolg war eine die Interventionen unterstützende Geldpolitik, wie sich an den Bewegungen der kurzfristigen Zinssätze erkennen läßt. Seit Februar hat sich auf dem Euromarkt bei den Dreimonatsgeldern die Zinsdifferenz zugunsten des Dollars sowohl gegenüber der D-Mark als auch dem Yen erheblich ausgeweitet. Dies war das Ergebnis eines Rückgangs des DM- und des Yen-Satzes und eines Anstiegs der Dollarzinsen – eine Tatsache, die der Markt zu Recht als eine bewußte kooperative Anstrengung der Währungsbehörden interpretierte.

Die Frage ist nun, ob sich diese Maßnahmen als ausreichend erweisen werden, um die Situation unter Kontrolle zu halten, und wenn nicht, was sonst noch zur Ergänzung der bisherigen Maßnahmen unternommen werden sollte. Um diese Frage beantworten zu können, muß man berücksichtigen, daß eine Koordinierung der Geldpolitik dann am meisten dazu beitragen kann, die Situation unter Kontrolle zu halten, wenn sie verhindert, daß der Dollar weiter an Wert verliert, indem sie Kapitalströme in die USA auslöst, die groß genug sind, um das US-Leistungsbilanzdefizit zu den bestehenden Wechselkursen zu finanzieren. Direkt kann dies durch größere Zinsdifferenzen und durch eine entsprechende Gestaltung der relativen Wachstumsraten der Geldmenge erreicht werden, indirekt durch Betonung der Entschlossenheit der Behörden, ihre wirtschaftspolitischen Anstrengungen fortzusetzen. Während die geldpolitische Koordinierung einen signifikanten Beitrag zu einer geregelten Finanzierung bestehen-

der Ungleichgewichte leisten kann, dürfte andererseits ihr Einfluß auf die Größe der Fehlbeträge unbedeutend sein, wenn es nicht zu einer entsprechenden Anpassung der Finanzpolitik kommt; sie würde somit nicht die eigentlichen Ursachen der gegenwärtigen Dollarschwäche beseitigen. Das heißt aber weder, daß die geldpolitische Koordinierung keine wichtige Rolle gespielt hat, noch, daß sie diese Rolle nicht auch weiterhin erfüllen könnte (oder in der Tat sollte). Durch ein Abstoppen des J-Kurven-Effekts kann sie helfen, sicherzustellen, daß die bereits vollzogenen, sehr großen Wechselkursanpassungen in einer Reduktion der Leistungsbilanzungleichgewichte ihren Niederschlag finden, wodurch die Erwartungen in die richtige Richtung gelenkt werden. Aber solange die Größe und die Dauer der Leistungsbilanzungleichgewichte als das wichtigste Problem angesehen werden – sowohl für sich betrachtet als auch wegen ihrer Auswirkungen auf die Wechselkurse –, wird die Koordinierung der Geldpolitik alleine keine Lösung bringen.

Ferner ist zu bedenken, daß eine weitere Ausweitung des Zinsgefälles durch Anheben der US-Zinsen nicht ohne Kosten wäre. Höhere kurzfristige Dollarzinsen würden sich eindeutig negativ auf die Fähigkeit der wichtigsten Schuldnerländer auswirken, ihre Auslandsschulden zu bedienen, und würden – milde gesagt – weder für die Finanzmärkte noch für die Investitionstätigkeit in den Vereinigten Staaten vorteilhaft sein. Nachdem die Kurse der langfristigen Anleihen in den USA unter dem Druck der Marktkräfte bereits drastisch gesunken sind, könnten höhere kurzfristige Zinsen als eine Besiegelung verstanden werden und den langfristigen Zinssätzen zusätzlichen Auftrieb geben. Auch besteht rein rechnerisch kein großer Spielraum für einen weiteren wesentlichen Rückgang der Geldmarktsätze in Deutschland und Japan, wobei die hohe Liquidität der japanischen Finanzmärkte, wie das „Abheben“ der Aktienpreise in Tokio zeigt, ohnehin Zweifel an der Klugheit einer weiteren Geldexpansion in Japan aufkommen läßt; auch in Deutschland ist das Geldmengenwachstum nach allen Maßstäben recht stark gewesen.

Kurz gesagt: Während die geldpolitische Koordinierung den Behörden bei deren stabilisierenden Maßnahmen geholfen hat, hängt die Effektivität ihres Beitrags zu einer Verminderung der Zahlungsbilanzungleichgewichte (statt nur zu ihrer Finanzierung) in erheblichem Umfang davon ab, ob sie von der Finanzpolitik ergänzt wird. Überdies bringt der alleinige Einsatz der Geldpolitik tatsächliche und potentielle Kosten mit sich, die so klein wie möglich gehalten werden sollten.

Das führt direkt zu der Frage, welche Rolle die Finanzpolitik spielen sollte, wenn es darum geht, die gegenwärtigen Zahlungsbilanzungleichgewichte auf tragbare Größenordnungen zu reduzieren, d.h. auf ein Niveau, das private Kapitalgeber zu finanzieren bereit sind, ohne damit weiteren Druck auf die Wechselkurse und Zinssätze auszuüben. Niemand kann behaupten zu wissen, wie stark die gegenwärtigen Ungleichgewichte reduziert werden müssen, bevor die Märkte dazu bereit sind. Aber man kann durchaus die Meinung vertreten, daß zumindest auf mittlere Sicht der Rückgang nicht spektakulär sein muß. Die bestehenden Zinsdifferenzen stellen ein komfortables Polster für weiter vorausschauende Investoren dar. Das Vertrauen in die Wirtschaft und das soziale und politische System der USA bleibt unbeeinträchtigt; überdies sind die praktischen Alternativen zu der großen Vielfalt von Anlagemöglichkeiten, wie sie in den USA bestehen, begrenzt. Was notwendig zu sein scheint, um das Vertrauen in den gegenwärtigen Wert des Dollars wiederherzustellen, ist, daß der Beginn des außenwirtschaftlichen Anpassungsprozesses sichtbar wird und fiskalpolitische Akzente

gesetzt werden. Ersteres wird wahrscheinlich erreicht sein, wenn, wie weiter oben ausgeführt, die J-Kurven-Effekte abklingen. Für die Erfüllung der zweiten Voraussetzung liegt die Last der Verantwortung auf den Schultern der Regierungen.

In dieser Hinsicht scheint das erste Erfordernis eine schrittweise Änderung der Relation der inländischen Ersparnis zu den Investitionen in den Vereinigten Staaten zu sein. Dafür wären wirtschaftspolitische Maßnahmen notwendig, die zu einer glaubwürdigen Verringerung der US-Haushaltsdefizite während der kommenden Jahre – also über das Finanzjahr 1988 hinaus – und einem Anstieg der in den Vereinigten Staaten erschreckend niedrigen Sparquote führen; ohne diese Schritte gibt es wenig Hoffnung, daß das US-Leistungsbilanzdefizit um mehr reduziert wird als bereits im Gange ist – außer es kommt zu einer weiteren Dollarabwertung zusammen mit einer Rezession. Obwohl eine restriktive Haushaltspolitik zu sinkenden US-Zinsen führen könnte – eine in vieler Hinsicht gute Sache –, würde die Aussicht auf eine Gesundung der amerikanischen Leistungsbilanz den Dollar sicher stützen. Natürlich wäre auch ein Wachstum der deutschen Inlandsnachfrage entsprechend dem befriedigenden Tempo des letzten Jahres und die Beschleunigung der Inlandsnachfrage in Japan – ebenso wie die Änderung der Finanzpolitik in den USA – eine notwendige Bedingung für bessere Wachstumsaussichten und die Schaffung eines tragfähigen internationalen Leistungsbilanzgefüges. Es ist allerdings schwer vorstellbar, wie dies angesichts der investitionshemmenden Effekte der jüngsten Wechselkursanpassungen und der gegenwärtigen allgemeinen Wirtschaftslage ohne Anregungen durch die Finanzpolitik erreicht werden könnte.

Alle drei Regierungen argumentieren, daß sie im Fiskalbereich bereits Entscheidungen getroffen haben, die ihren tatsächlichen finanzpolitischen Kurs in die richtige Richtung bringen oder ihn bald dahin bringen werden. Sie haben wahrscheinlich recht. Die deutschen und japanischen Instanzen bewegen sich auf sicherem Grund, wenn sie zudem darauf hinweisen, daß das langfristige Ziel der Haushaltskonsolidierung in ihren jeweiligen Ländern durch weitere Maßnahmen gefährdet werden könnte; ebenso kann die US-Regierung argumentieren, daß angesichts des Widerstands des Kongresses gegen Ausgabenkürzungen über das Ausmaß hinaus, das bereits für das kommende Finanzjahr vorgesehen ist, eine weitere Verminderung des Defizits Steuererhöhungen erfordern würde, was jedoch lange bestehenden politischen Zusagen zuwiderliefe. Und man kann sich vorstellen, daß die Akteure auf den Finanzmärkten – die in der Vergangenheit bereits wiederholt gezeigt haben, daß sie ihre Ansichten zu ändern vermögen, wenn sie plötzlich und kollektiv etwas sehen, was tatsächlich schon einige Zeit bestanden hat – sowohl den einsetzenden Prozeß effektiver außenwirtschaftlicher Anpassung als auch den Beginn einer Änderung in der Finanzpolitik erkennen werden. Aber was geschieht, wenn sie das nicht tun? Oder was ist, wenn sie die Anpassung in beiden Bereichen als nicht ausreichend ansehen? Die Regierungen haben der Tatsache ins Auge zu sehen, daß die internationale Integration der Finanzmärkte (die sie übrigens selbst aktiv gefördert haben) die Autonomie der nationalen Wirtschaftspolitik drastisch beschnitten hat, selbst für die großen Staaten und für Gläubiger und Schuldner gleichermaßen. Das bedeutet nicht nur, daß sie, wenn sie dem Markt Orientierungshilfen geben wollen, mit einer Stimme und mit größerer Beständigkeit als in der Vergangenheit sprechen müssen. Sie werden auch die Risiken, welche mit dem Ergreifen weiterer fiskalischer Maßnahmen verbunden sind (und die sich aus nationaler Sicht daraus ergebenden Nachteile), gegen jene Gefahren abwägen müssen, die sich zweifelsohne ergeben würden, wenn die privaten Kapitalflüsse weiterhin nicht aus-

reichen, das US-Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren. Man kann die Meinung vertreten, daß auf sehr lange Sicht diese beiden Bündel von Risiken gleiches Gewicht haben. Aber es ist schwierig, nicht den Schluß zu ziehen, daß jene der zweiten Kategorie, wenn sie Wirklichkeit werden, in der nächsten Zukunft größere Unannehmlichkeiten bereiten würden, und zwar nicht nur für die gesamte Weltwirtschaft, sondern auch individuell für jedes der führenden Länder. Sich gegen solche Risiken durch eine weitere Verstärkung der wirtschaftspolitischen Koordinierung abzusichern, scheint eine lohnende und zu bewältigende Aufgabe zu sein.

22. Mai 1987

A. LAMFALUSSY
Generaldirektor

BILANZ UND GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

VOM 31. MÄRZ 1987

BILANZ VOM

(vor und nach Verwendung)

AKTIVA

	<u>Goldfranken</u>
Gold	5 071 459 425
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	15 913 315
Schatzwechsel	558 053 904
Terminguthaben und Kredite	
Gold	
bis zu 3 Monaten	82 959 439
von mehr als 3 Monaten	34 411 448
Währungen	
bis zu 3 Monaten	18 287 235 688
von mehr als 3 Monaten	<u>2 776 689 724</u>
	21 181 296 299
Staats- und andere Wertpapiere	
bis zu 3 Monaten	1 718 536 388
von mehr als 3 Monaten	<u>1 392 651 844</u>
	3 111 188 232
Verschiedenes	6 298 339
Land, Gebäude und Geschäftsausstattung	<u>1</u>
	<u><u>29 944 209 515</u></u>
Anmerkung 1: Der Goldfranken entspricht 0,290 322 58... Gramm Feingold – Artikel 4 der Statuten. Aktiva und Passiva in US-Dollar werden zu US\$ 208 je Feinunze Gold (entspricht 1 Goldfranken= US-\$ 1,941 49...) umgerechnet, alle anderen auf Währungen lautenden Bilanzposten zu den Marktkursen gegenüber dem US-Dollar.	
Anmerkung 2: Zu erhaltendes Gold aufgrund von Termingeschäften gegen Devisen am 31. März 1987: 6 888 888 Goldfranken.	

31. MÄRZ 1987

des Reingewinns)

PASSIVA

		<u>Vor Verwendung</u>	<u>Nach Verwendung</u>
		<u>Goldfranken</u>	<u>Goldfranken</u>
Stammkapital			
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
Reserven			
Gesetzlicher Reservefonds	30 070 313		30 070 313
Allgemeiner Reservefonds	523 952 793		550 352 793
Besonderer Dividenden-Reservefonds	21 530 055		25 530 055
Freier Reservefonds	<u>332 930 236</u>		<u>368 530 236</u>
		908 483 397	974 483 397
Einlagen (Gold)			
Zentralbanken			
auf Sicht	4 525 458 708		
bis zu 3 Monaten	8 210 775		
Andere Einleger			
auf Sicht	<u>399</u>		
		4 533 669 882	4 533 669 882
Einlagen (Währungen)			
Zentralbanken			
auf Sicht	1 611 719 309		
bis zu 3 Monaten	19 493 996 290		
von mehr als 3 Monaten	589 520 159		
Andere Einleger			
auf Sicht	24 270 907		
bis zu 3 Monaten	<u>1 372 375 823</u>		
		23 091 882 488	23 091 882 488
Vorsorgesystem des Personals		97 509 839	97 509 839
Verschiedenes		925 879 694	925 879 694
Gewinn- und Verlustrechnung		91 081 090	-
<i>Dividende, zahlbar am 1. Juli 1987</i>		-	25 081 090
		<u>29 944 209 515</u>	<u>29 944 209 515</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 1987 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, 30. April 1987

PRICE WATERHOUSE & CO.

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

für das am 31. März 1987 abgeschlossene Geschäftsjahr

	<u>Goldfranken</u>
Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen	119 685 728
 Abzüglich: Verwaltungskosten:	
Verwaltungsrat	302 096
Direktion und Personal	17 606 693
Geschäfts- und Bürokosten	<u>6 562 457</u>
	<u>24 471 248</u>
Geschäftsertrag	95 214 480
Abzüglich: Zuweisung an Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten	<u>4 133 390</u>
Reingewinn für das am 31. März 1987 abgeschlossene Geschäftsjahr	91 081 090
 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>25 081 090</u>
	<u>66 000 000</u>
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	<u>26 400 000</u>
	<u>39 600 000</u>
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds	<u>4 000 000</u>
	<u>35 600 000</u>
Zuweisung an den Freien Reservefonds	<u>35 600 000</u>
	-
	<u><u> </u></u>

VERÄNDERUNG DER RESERVEN DER BANK

während des am 31. März 1987 abgelaufenen Geschäftsjahres

in Goldfranken

I. Zusammensetzung der Reserven nach Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1986–87

	<u>Gesetzlicher Reservefonds</u>	<u>Allgemeiner Reservefonds</u>	<u>Besonderer Dividenden- Reservefonds</u>	<u>Freier Reservefonds</u>
Stand am 1. April 1986 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 1985–86	30 070 313	523 952 793	21 530 055	332 930 236
Zuzüglich: Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1986–87	—	26 400 000	4 000 000	35 600 000
Stand am 31. März 1987 laut Bilanz	<u>30 070 313</u>	<u>550 352 793</u>	<u>25 530 055</u>	<u>368 530 236</u>

II. Dem eingezahlten Kapital und den Reservefonds per 31. März 1987 (nach Gewinnverwendung) standen gegenüber:

	<u>Eingezahltes Kapital</u>	<u>Reserven</u>	<u>Zusammen</u>
Nettoaktiva in			
Gold	295 703 125	366 346 193	662 049 318
Währungen	—	608 137 204	608 137 204
	<u>295 703 125</u>	<u>974 483 397</u>	<u>1 270 186 522</u>

VERWALTUNGSRAT

Jean Godeaux, Brüssel

Vorsitzender des Verwaltungsrats,
Präsident der Bank

The Rt. Hon. Lord Richardson of Duntisbourne, London

Stellvertretender Vorsitzender

Prof. Paolo Baffi, Rom
Dr. Carlo Azeglio Ciampi, Rom
Bernard Clappier, Paris
Bengt Dennis, Stockholm
Dr. W.F. Duisenberg, Amsterdam
Pierre Languetin, Zürich
Jacques de Larosière, Paris
The Rt. Hon. Robert Leigh-Pemberton, London
Karl Otto Pöhl, Frankfurt a.M.
Dr. Johann Schöllhorn, Kiel
Baron de Strycker, Brüssel

Stellvertreter

Dr. Lamberto Dini, Rom, oder
Dr. Rainer Masera, Rom
Prof. Dr. Leonhard Gleske, Frankfurt a.M.
Georges Janson, Brüssel
A.D. Loehnis, London, oder
J.E.W. Kirby, London
Jacques Waitzenegger, Paris, oder
Francis Cappanera, Paris

DIREKTION

Alexandre Lamfalussy
R.T.P. Hall
Dr. Giampietro Morelli

Rémi Gros
Dr. Horst Bockelmann

M.G. Dealtry

Marten de Boer

Jean Vallet
Robert Chaptinel
André Bascoul

Joachim Mix
Paul A. Hauser
Dr. H.W. Mayer

Kevin J. Kearney
Dr. Kurt Spinnler
Dr. Joseph R. Bisignano

Dr. Gunter Baer

Dr. Mario Giovanoli

Generaldirektor
Beigeordneter Generaldirektor
Generalsekretär,
Abteilungschef
Chef der Bankabteilung
Volkswirtschaftlicher Berater,
Chef der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Stellvertretender Chef der Währungs- und
Wirtschaftsabteilung, Direktor
Direktor, Bankabteilung

Stellvertretender Generalsekretär
Stellvertretender Direktor, Bankabteilung
Stellvertretender Direktor,
Sekretariat der Zentralbankpräsidenten der EG
Stellvertretender Direktor, Bankabteilung
Beigeordneter Direktor, Generalsekretariat
Beigeordneter Direktor,
Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Beigeordneter Direktor, Generalsekretariat
Beigeordneter Direktor, Bankabteilung
Beigeordneter Direktor,
Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Beigeordneter Direktor,
Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Leiter des Rechtsdienstes