

---

BANK FÜR INTERNATIONALEN  
ZAHLUNGSAusGLEICH

---

58. JAHRESBERICHT

1. APRIL 1987–31. MÄRZ 1988

BASEL, 13. JUNI 1988

---

# Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

## 58. Jahresbericht

1. April 1987–31. März 1988

Basel, 13. Juni 1988



# Inhaltsverzeichnis

	Seite
Einleitung .....	1
I. Rückschau mit Bestürzung und Erleichterung zugleich .....	3
II. Wirtschaftsentwicklung und Wirtschaftspolitik im Jahre 1987 .....	10
Schwerpunkte .....	10
Produktion – Gesamtüberblick .....	11
Entwicklung von Produktion und Nachfrage: Industrieländer .....	12
Inflation: Verbraucherpreise und Entwicklung der Löhne .....	18
Beschäftigung und Arbeitslosigkeit .....	22
Inlandsnachfrage und außenwirtschaftliche Anpassung .....	25
Einige Merkmale der jüngsten Entwicklungen im verarbeitenden Sektor .....	27
Finanzpolitik .....	33
<i>Kurzfristige Entwicklungen</i> .....	33
<i>Zur Diskussion über die Finanzpolitik auf kurze Sicht</i> .....	37
<i>Begrenzter Handlungsspielraum als Folge der öffentlichen Verschuldung</i> .....	38
Strukturelle Anpassung und mikroökonomische Reform .....	40
Das Wirtschaftsgeschehen in den Entwicklungsländern .....	41
<i>Rohstoffpreise und andere außenwirtschaftliche Einflüsse</i> .....	43
<i>Sachkapitalbildung</i> .....	46
<i>Ersparnis und Finanzierungssalden</i> .....	48
<i>Inflation und Antiinflationpolitik</i> .....	50
III. Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr .....	52
Schwerpunkte .....	52
Welthandel .....	53
Außenwirtschaftliche Anpassung in den drei größten Industrieländern .....	57
Anhaltende Ungleichgewichte und Perspektiven für die Anpassung in den drei größten Industrieländern .....	61
Die Entwicklung der Leistungsbilanzen in den anderen Industrieländern .....	67
Außenwirtschaft in den Entwicklungsländern .....	71
Die Außenwirtschaftslage der Hauptschuldnerländer: Anpassung seit 1982 .....	74
Internationale Kapitalbewegungen und die Finanzierung von Leistungsbilanzungleich- gewichten in den Industrieländern .....	77
Außenfinanzierung der Entwicklungsländer .....	82
IV. Entwicklungen auf den inländischen Finanzmärkten .....	84
Schwerpunkte .....	84
Anhaltendes Ungleichgewicht zwischen Ersparnis und Investitionen .....	85
Zinssätze .....	88
Aktienkurse: Fundamentale Bewertung, spekulative Seifenblasen oder Marktversagen? <i>Ursachen des Börsenkrachs</i> .....	93 97

	Seite
Der Börsenkrach vom Oktober .....	100
<i>Der Börsenkrach in den USA</i> .....	101
<i>Der weltweite Börsenkrach</i> .....	104
<i>Lehren und regulative Folgerungen</i> .....	107
Finanzmärkte und Finanzgeschäfte in einer turbulenten Zeit .....	109
<i>Institutionen und Marktaktivitäten</i> .....	109
<i>Finanzierungsströme und Verschuldung</i> .....	112
Regulierungen im Finanzsektor: Trends des vergangenen Jahres und Implikationen ....	114
<i>Liberalisierung der Finanzmärkte</i> .....	114
<i>Bankenaufsicht</i> .....	116
<i>Schlußfolgerungen</i> .....	117
V. Internationale Finanzmärkte .....	121
Schwerpunkte .....	121
Das Gesamtbild .....	122
Der internationale Bankensektor .....	127
<i>Die Entwicklung der Gesamtaggregate</i> .....	127
<i>Herkunft und Verwendung internationaler Bankmittel innerhalb des Berichtsgebiets</i> ..	128
<i>Entwicklung der Geschäftstätigkeit der berichtenden Banken mit Ländern außerhalb</i> <i>des Berichtsgebiets</i> .....	129
<i>Entwicklung in den einzelnen Marktzentren</i> .....	132
<i>Währungszusammensetzung des internationalen Bankgeschäfts und Wachstum des</i> <i>ECU-Marktes</i> .....	134
<i>Die Nationalitätenstruktur des internationalen Bankgeschäfts</i> .....	136
<i>Der Konsortialkreditmarkt</i> .....	137
Die internationalen Wertpapiermärkte .....	138
<i>Der Markt für Euronotes</i> .....	138
<i>Der internationale Anleihemarkt</i> .....	141
<i>Ausstehende Verbindlichkeiten und Nettokreditströme auf den internationalen An-</i> <i>leihemärkten</i> .....	146
Die Verschuldungssituation .....	149
VI. Monetäre Entwicklung und Geldpolitik .....	157
Schwerpunkte .....	157
Geldpolitik in den wichtigsten Industrieländern vor dem Hintergrund weltwirtschaft-	
licher Ungleichgewichte .....	158
<i>Die Entwicklung an den Devisenmärkten als Einengung des Handlungsspielraums der</i> <i>Geldpolitik</i> .....	158
<i>Rücksicht auf langfristige Zinsen als Einengung des Handlungsspielraums der Geld-</i> <i>politik</i> .....	162
<i>Rücksicht auf finanzielle Stabilität als Einengung des Handlungsspielraums der Geld-</i> <i>politik</i> .....	163
Alternative Ziele und Strategien der Geldpolitik .....	165
Mittelfristige Ziele der Geldpolitik und Geldmengensteuerung .....	167
<i>Die Beurteilung des Geldmengenwachstums</i> .....	167
<i>Weiterentwicklungen bei den Techniken der Geldmengensteuerung</i> .....	172

	Seite
Devisenmarktinterventionen und Geldpolitik .....	174
Wechselkursorientierte Geldpolitik in kleinen und mittleren Industrieländern .....	177
<i>Länder, die am Wechselkursmechanismus des EWS teilnehmen</i> .....	177
<i>Geldpolitik mit Wechselkursorientierung in anderen Ländern</i> .....	181
<i>Flexibilität der am Wechselkurs orientierten Geldpolitik</i> .....	183
Risiken einer übermäßigen Abhängigkeit von der Geldpolitik .....	184
VII. Das internationale Währungssystem .....	186
Schwerpunkte .....	186
Devisenmärkte .....	186
<i>Jüngste Wechselkursentwicklung</i> .....	186
<i>Längerfristige Betrachtungen</i> .....	194
<i>Die Erfahrungen mit dem Louvre-Akkord</i> .....	197
<i>Die Bedeutung hoher Kapitalmobilität für die Wechselkursstabilität</i> .....	199
<i>Die Bedeutung eines kalkulierbaren und international abgestimmten wirtschafts-</i> <i>politischen Rahmens</i> .....	200
<i>Entwicklungen im Europäischen Währungssystem</i> .....	201
Goldgewinnung und Goldmarkt .....	204
Internationale Liquidität .....	208
<i>Die laufende Entwicklung der Reservebestände</i> .....	208
<i>Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen</i> .....	215
VIII. Die Tätigkeit der Bank .....	217
Entwicklung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Or- organisationen .....	217
Die Bank als Agent, Treuhänder und Pfandhalter .....	220
<i>Treuhänder für internationale Staatsanleihen und Pfandhalter aufgrund des Pfandver-</i> <i>trags mit der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl (EGKS)</i> .....	220
<i>Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ)</i> ....	220
<i>Agent des Verrechnungs- und Saldenausgleichssystems für private ECU</i> .....	221
Finanzhilfe für Zentralbanken .....	222
Die Tätigkeit der Bankabteilung .....	223
<i>Passiva (Mittelaufkommen)</i> .....	224
<i>Aktiva (Mittelverwendung)</i> .....	227
Der Reingewinn und seine Verwendung .....	228
Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion .....	229
Schlußbemerkungen .....	232
*   *   *	
Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung .....	241
Verwaltungsrat .....	246
Direktion .....	247



# Verzeichnis der Grafiken (\*) und Tabellen

	Seite
<b>Wirtschaftsentwicklung und Wirtschaftspolitik im Jahre 1987</b>	
Entwicklung der Produktion weltweit .....	12
Veränderung des realen BSP/BIP und der Nachfragekomponenten .....	14/15
Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts, übrige Industrieländer .....	17
Verbraucherpreise .....	18
Einfuhr- und Verbraucherpreise 1979–87* .....	19
Nominallöhne 1979–87* .....	20
Nominallöhne in den kleineren Industrieländern .....	21
Arbeitslosenquoten 1979–87* .....	23
Beschäftigungswachstum 1973–87 .....	24
Inlandsnachfrage 1982–87* .....	26
Produktion im verarbeitenden Gewerbe 1980–87* .....	28
Reale Wertschöpfung, Faktoreinsatz und Produktivität .....	29
Lohnkosten und internationale Wettbewerbsfähigkeit .....	30
Effektiver realer Wechselkurs des Dollars und US-Handelsbilanzsaldo industrieller Produkte 1960–87* .....	31
Indikatoren zu Marktanteilen von Industrieerzeugnissen .....	32
Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte .....	34
Finanzierungssaldo und Verschuldung der zentralen öffentlichen Haushalte 1966–87* .....	39
Produktionswachstum in den Entwicklungsländern .....	42
Entwicklung der Rohstoffpreise .....	44
Rohstoffzusammensetzung der Nichtölexporte .....	45
Außenwirtschaftliche Einflüsse auf die Produktion in den Entwicklungsländern .....	46
Investitionsquote und Investitionseffizienz .....	47
Ersparnis und Finanzierungssalden .....	48
Inflation in den Entwicklungsländern .....	50
<b>Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr</b>	
Welthandel 1984–87* .....	54
Welthandel mit Waren und Dienstleistungen .....	56
Verschiedene Maße für die Leistungsbilanzsalden der drei größten Industrieländer .....	58
Veränderung in den Handelsbilanzen (ohne Öl) der drei größten Industrieländer .....	59
Wachstum der Inlandsnachfrage und effektiver realer Wechselkurs 1982–88* .....	62
Produktionskosten und Gewinnspannen ausländischer Anbieter auf den Märkten der USA, Japans und Deutschlands 1983–87 (Schätzung)* .....	63
Produktionskosten und Gewinnspannen der Exporteure der USA, Japans und Deutsch- lands 1983–87 (Schätzung)* .....	65
Leistungsbilanzsalden .....	68
Inlandskonjunktur und Veränderung der Handelsbilanz 1987* .....	69
Südostasiatische Länder: Leistungsbilanzsalden .....	73
Leistungsbilanz und Auslandsverschuldung der fünfzehn Hauptschuldnerländer .....	75
USA: Kapitalverkehr .....	78
Japan: Kapitalverkehr .....	79
Deutschland: Kapitalverkehr .....	80
Entwicklungsländer: Außenfinanzierung der Leistungsbilanzsalden ausgewählter Länder- gruppen (Schätzung) .....	83

## Entwicklungen auf den inländischen Finanzmärkten

Sektorale Finanzierungssalden .....	86
Nominalzinsen und Inflation 1985–88* .....	89
Abstand zwischen Anleiherendite und kurzfristigem Zinssatz .....	90
Zinsaufschlag auf Dollaranlagen: kurzfristiger Zins und Rendite von Staatsanleihen ....	91
Volatilität der Renditen von Staatsanleihen in den USA, Japan, Deutschland und Großbritannien .....	92
Aktienkurse 1982–88* .....	94
Indizes der Aktienkurse .....	95
Reale Aktienkurse 1970–87* .....	96
Indikatoren zur Aktienbewertung 1979–87* .....	99
Programmhandelsverkäufe während des Börsenkrachs .....	102
Konzentration des Handels während des Börsenkrachs vom Oktober .....	104
Der weltweite Börsenkrach .....	105
Umsätze an bedeutenden Wertpapiersekundärmärkten 1986–88 .....	110
Häufigkeit großer Tagesveränderungen der Aktienkursindizes 1987/88* .....	112

## Internationale Finanzmärkte

Geschäftstätigkeit auf den internationalen Finanzmärkten 1982–87* .....	122
Nettokreditvergabe auf den internationalen Märkten (Schätzung): Internationale Bank- kredite und Wertpapieremissionen .....	123
Ausgewählte Merkmale des internationalen Geschäfts der an die BIZ berichtenden Banken .....	127
Herkunft und Verwendung internationaler Bankmittel (Schätzung) .....	128
Veränderung der Positionen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber Länder- gruppen außerhalb des Berichtsgebiets (Schätzung) .....	130
Geschäfte der an die BIZ berichtenden Banken mit einzelnen Gruppen von Entwick- lungsländern (ohne OPEC) .....	131
Entwicklung an den einzelnen Bankplätzen .....	133
Währungszusammensetzung der grenzüberschreitenden Positionen der an die BIZ berichtenden Banken .....	134
Struktur des ECU-Geschäfts der Banken .....	135
Klassifizierung der internationalen Forderungen der Banken nach Nationalität .....	136
Internationale Finanzmarktaktivitäten nach Marktsektoren und Schuldnern .....	139
Euro-Note-Fazilitäten: Umlaufende Papiere 1986–88* .....	140
Strukturmerkmale des internationalen Anleihemarktes .....	142
Rendite ausgewählter internationaler Anleihen und Zinssatz für Euro-Dollar-Einlagen 1986–88* .....	143
Renditen und Emissionstätigkeit auf dem Euro-Dollar-Anleihemarkt 1986–88* .....	144
Emissionstätigkeit auf dem Markt für Anleihen mit Wandlungs- oder Optionsrecht 1986–88* .....	145
Ausstehende Verschuldung und Nettokreditaufnahme an den internationalen Anleihe- märkten nach Art und Währung der Emission .....	146
Ausstehende Verschuldung und Nettokreditaufnahme an den internationalen Anleihe- märkten nach Art und Nationalität der Emission .....	147
Hauptschuldnerländer: Entwicklung der Auslandsverschuldung und des Schulden- dienstes 1980–87* .....	150

	Seite
<b>Monetäre Entwicklung und Geldpolitik</b>	
Amtliche und Marktzinssätze 1986–88* .....	160
Geldmengen- und Kreditaggregate: Zielvorgaben und Zuwachsraten .....	168
Komponenten des Zuwachses der Geldmenge in weiter Abgrenzung und der Gesamtliquidität .....	169
Veränderung der Geldmenge in weiter Abgrenzung und ausgewählte Bilanzgegenposten .....	171
Einflüsse auf die Notenbankgeldmenge .....	175
Zinssätze in ausgewählten europäischen Ländern 1986–88* .....	178
Reale Anleiherenditen, März 1988 .....	183
<b>Das internationale Währungssystem</b>	
Bilaterale Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar 1985–88* .....	187
Langfristige Zinsen und Veränderung der Devisenreserven 1986–88* .....	189
Bilaterale Wechselkurse gegenüber der D-Mark 1985–88* .....	192
Effektive Wechselkurse 1981–88* .....	194
Bilaterale reale Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar und Leistungsbilanzsaldo der USA 1972–88* .....	196
Kassakurse im Wechselkursmechanismus des EWS 1987/88* .....	202
Goldpreise 1985–88* .....	204
Weltgoldgewinnung .....	205
Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung) .....	207
Veränderung der Weltwährungsreserven .....	209
Leistungsbilanzsaldo der USA und Veränderung der Devisenreserven nach Anlagearten (Schätzung) .....	211
Veränderung der offiziellen Nichtgoldreserven in einzelnen Ländern .....	213
<b>Die Tätigkeit der Bank</b>	
Ausstehende Gemeinschaftsdarlehen per 31. März 1988 .....	221
Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf Geschäftsjahren .....	223
Struktur der Passiva in den letzten fünf Geschäftsjahren .....	224
Fremdmittel (Herkunft) .....	225
Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeit) .....	225
Aktiva (Sachkategorien) .....	227
«Terminguthaben und Kredite» sowie «Staats- und andere Wertpapiere» nach Restlaufzeit .....	228



## 58. Jahresbericht

*an die ordentliche Generalversammlung der  
Bank für Internationalen Zahlungsausgleich  
am 13. Juni 1988 in Basel*

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 58. Geschäftsjahr (1. April 1987–31. März 1988) vorzulegen.

Nach Zuweisung von 964 341 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und 22 000 000 Goldfranken an die Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und Erneuerung der Geschäftsausstattung ergab sich für das Geschäftsjahr ein Reingewinn von 95 937 052 Goldfranken. Im Vorjahr hatte er 91 081 090 Goldfranken betragen.

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 30 937 052 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 175 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 26 000 000 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds, 6 000 000 Goldfranken dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den verbleibenden Betrag von 33 000 000 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1987/88 den Aktionären am 1. Juli 1988 gezahlt.

## I. Rückschau mit Bestürzung und Erleichterung zugleich

1987 war ein ereignisreiches Jahr, das zudem die Ökonomen in wichtigen Bereichen vor Rätsel stellt. Einiges ging, wie man es befürchtet hatte, schief. Aber die unmittelbaren Auswirkungen waren nicht so gravierend, wie man sie sich vorgestellt hatte; viele Beobachter sprechen mit Blick auf das dramatischste Ereignis, nämlich den Kurssturz an den Aktienmärkten, geradezu von einem „blessing in disguise“. Viele haben das Gefühl, daß daraus Lehren gezogen werden sollten, aber es ist nicht leicht zu sehen, welche. Sind die Zusammenhänge zwischen den realen und den finanziellen Sektoren heute schwächer als früher? War der glückliche Ablauf einiger Ereignisse des Jahres 1987 bloß zufällig, oder kann man auch künftig mit einem solchen Verlauf rechnen? Abgesehen von diesen nicht eindeutigen Fällen lief einiges besser, anderes schlechter als erwartet; einiges kam dem Vorhergesehenen recht nahe. Trotz allem, was geschehen ist, bieten die weltwirtschaftlichen Aussichten im Frühjahr 1988 ein Bild, das sich überraschenderweise nicht wesentlich von jenem vor einem Jahr unterscheidet. Das Verhältnis zwischen Chancen und Risiken präsentiert sich nach starken Schwankungen ähnlich wie vor einem Jahr: Es gibt weder einen Grund für Hoffnungslosigkeit noch für ein Übermaß an Optimismus. Das bedeutet natürlich auch, daß die meisten der schwerwiegenden wirtschaftspolitischen Probleme, die damals bestanden, noch immer einer Lösung harren.

Bevor mit der Bestandsaufnahme begonnen wird, ist es vielleicht nützlich, jene Befürchtungen in Erinnerung zu rufen, die sich im nachhinein als zum Teil gerechtfertigt, zum Teil als ungerechtfertigt erwiesen haben – gerechtfertigt insofern, als die Ereignisse tatsächlich eingetreten sind, ungerechtfertigt, weil die befürchteten Auswirkungen weniger nachteilig oder anders, als allgemein angenommen, ausfielen.

Turbulenzen auf den Finanzmärkten bildeten schon geraume Zeit einen wesentlichen Bestandteil aller Krisenszenarien. Und solche Turbulenzen hat es 1987 mehr als genug gegeben: Der Zusammenbruch des US-Markts für festverzinsliche Wertpapiere wurde durch den Kurssturz auf den Aktienmärkten völlig in den Schatten gestellt bzw. in einem gewissen Ausmaß sogar wieder rückgängig gemacht. Der Aktien-Crash im Oktober machte einen starken Eindruck, und zwar nicht nur auf die direkt Betroffenen, sowohl durch sein enormes Ausmaß als auch durch das Tempo, mit dem er sich ausbreitete. Aktienbörsen auf der ganzen Welt, ob groß oder klein, die ausländischen Akteure offenstanden, wurden fast gleichzeitig in Mitleidenschaft gezogen, und zwar (mit Ausnahme Japans) ähnlich stark – unabhängig von dem jeweils vorherrschenden Kursniveau, dem Kurs/Gewinn-Verhältnis oder der Kursentwicklung vor dem Börsenkrach. Die Einheitlichkeit des Aktienkursverfalls – die Tiefstwerte nach dem Kurssturz lagen ein Drittel bis einhalb unter den Höchstwerten von 1987



– war ein Phänomen, mit dem niemand gerechnet hat. Man war sich der internationalen Abhängigkeit der Anleihemärkte viel stärker bewußt als der etwa gleichartigen Globalisierung der Aktienmärkte. Tatsächlich war ja auch die Intensität der langanhaltenden Hausse von Aktienmarkt zu Aktienmarkt sehr unterschiedlich gewesen.

Der Kurssturz im Jahre 1929 (der übrigens weniger jäh gewesen war) kam jedermann in den Sinn, nicht zuletzt wegen der unheilvollen Assoziation mit der sich daran anschließenden Weltwirtschaftskrise. Selbst jene, die darauf hinwiesen, daß Wirtschaftspolitik heute weit kompetenter betrieben wird als in den frühen dreißiger Jahren, konnten die Tatsache nicht übersehen, daß ein enormer Betrag privaten Vermögens mit einem Schlag vernichtet worden war. Vielfach wurde eine erhebliche Reduktion der Konsumausgaben vorhergesagt, im besonderen für die USA, wo Aktienbesitz immerhin 20% des Geldvermögens der privaten Haushalte ausmacht. Sekundäreffekte auf die Lagerhaltung und sogar auf die Investitionen im Konsumgütersektor wurden nicht ausgeschlossen. Statt dessen konnte die Mitte des Jahres eingetretene Wachstumsbeschleunigung weitgehend auch im vierten Quartal aufrechterhalten werden, als das reale Bruttoinlandsprodukt in den sieben größten Industrieländern 4% über dem entsprechenden Vorjahreswert lag. Die Wachstumsprognosen sind in vielen Ländern wieder nach oben revidiert worden. Aber das soll nicht heißen, daß der Crash keine Rückwirkungen haben wird, etwa auf die privaten Wertpapierdispositionen und die Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen; die verminderte Verfügbarkeit von Risikokapital, das ohnedies immer ein Engpaß ist, kann langfristige Wachstumseffekte haben; inzwischen sind die Organisation der Märkte und deren Reglementierung Gegenstand eingehender Untersuchungen.

Eine andere Befürchtung – nicht losgelöst von erwarteten Unruhen auf den Finanzmärkten – betraf die Chancen der internationalen Koordination der Wirtschaftspolitik, einen Beitrag zur Reduktion der externen Ungleichgewichte und zur Stabilisierung der Devisenmärkte leisten zu können. Die starke Aufwertung der Währungen der Überschußländer gegenüber dem US-Dollar seit dem Frühjahr 1985, die gegen Ende 1986 für den Yen fast 60% und für die D-Mark mehr als 70% (real etwas weniger) betrug, dämpfte in diesen Ländern nicht nur die Auslandsnachfrage, sondern auch die Ausrüstungsinvestitionen in einem Maße, daß die Befürchtungen zunahmen, es könnte zu einer schweren Rezession kommen, sollte sich der Kursrückgang des Dollars fortsetzen. Eine solche Rezession wäre natürlich nicht nur an sich unerwünscht gewesen, sondern hätte auch die internationalen Leistungsbilanzungleichgewichte verstärkt. Fortschritte beim Abbau der Ungleichgewichte erforderten und erfordern noch immer, daß die Inlandsnachfrage in den Überschußländern stärker wächst als in den Vereinigten Staaten. Ein anhaltender Wertverlust des Dollars wurde auch nicht wegen der Rückwirkungen auf die relativen Wettbewerbspositionen als erwünscht angesehen; es schien besser zu sein, die Auswirkungen der bisherigen, erheblichen Wechselkursanpassung auf die Güter- und Dienstleistungsbewegungen durchschlagen zu lassen. Mit anderen Worten: Es sollte dafür gesorgt sein, daß die vorübergehenden J-Kurven-Effekte auslaufen konnten. Vor allem schien es geboten, eine massive Unterbewertung des

Dollars zu vermeiden und somit zu verhindern, daß das Pendel ständig von einer Fehlanpassung zur nächsten schwingt. Die Vermeidung zukünftiger Wechselkursverzerrungen war schließlich beim Plaza-Treffen im September 1985 ausdrücklich beschlossen worden.

Vor diesem Hintergrund brachte die Louvre-Vereinbarung vom Februar 1987 eine gegenüber den Vorgängern verstärkte Verpflichtung zu koordinierten makroökonomischen Maßnahmen und Devisenmarktinterventionen seitens der sieben großen Industrieländer – zu einem Zeitpunkt, als die privaten ausländischen Anleger immer weniger bereit waren, US-Staatsanleihen zu kaufen. Dies führte nicht nur zu einer weiteren Schwächung des Dollars an den Devisenmärkten, sondern auch zu einem Anstieg der langfristigen Zinsen in den USA, die zuvor drei Jahre eine fallende Tendenz gezeigt hatten. Die nachfolgenden Interventionen der Zentralbanken überschritten alles bis dahin Gesehene; deren Bereitschaft zu solch immer etwas prekärer Aktion ist – zumindest in einigen Fällen – bis an ihre Grenzen strapaziert worden. Nach April 1987 ging das Interventionsvolumen zurück; bis Mitte August gab es nur geringe Interventionen zur Stützung des Dollars. Nach erheblichen Anstrengungen schienen die Währungsbehörden die Märkte endlich davon überzeugt zu haben, daß es ihnen ernst darum war, die Wechselkurse unter den gegebenen Umständen auf dem bestehenden Niveau zu halten. Fast gleichzeitig wurden jedoch die politischen Instanzen mit einer Konsequenz der neuen Vorstellungen der Marktteilnehmer von erhöhter Wechselkursstabilität konfrontiert, auf die sie nicht gefaßt waren: Die an den Kapitalmärkten bestehenden Zinsdifferenzen standen nicht im Einklang mit der Erwartung relativ stabiler Wechselkurse für die entsprechenden Währungen. Die langfristigen Zinssätze in Japan und Deutschland begannen zu steigen.

Diese Entwicklung stieß weder in Japan noch in Deutschland auf nennenswerten Widerstand der Geldpolitik. Die Zentralbanken beider Länder betrachteten ihre Maßnahmen bereits als expansiver, als es in einer mittelfristigen Perspektive und in Relation zu ihren erklärten oder nichterklärten Geldmengenzielen gerechtfertigt schien. Über kurz oder lang lieferte der Anstieg der Anleiherenditen einen Grund für zumindest eine kleine Erhöhung auch der kurzfristigen Zinssätze. Die Renditen von US-Anleihen, die, wie bereits erwähnt, im Januar zu steigen begonnen hatten, als die Zentralbanken den Platz der ausländischen privaten Anleger auf den Devisenmärkten (natürlich nicht auf den Rentenmärkten) einnahmen, stabilisierten sich von Mai bis Mitte August, setzten dann aber ihren Anstieg fort, der durch eine Anhebung des Diskontsatzes seitens der Federal Reserve Anfang September „sanktioniert“ wurde.

Diese parallelen Zinsbewegungen wirkten höchst unkoordiniert und ließen Zweifel aufkommen, ob der Louvre-Akkord wirklich einen Schritt in Richtung einer glaubwürdigen Koordinierung der Wirtschaftspolitik darstellte. Die Tatsache, daß im finanzpolitischen Bereich mittlerweile viel Richtiges getan worden war – ein umfangreiches Ausgabenprogramm zur Stimulierung der Binnennachfrage in Japan, ein Vorziehen verschiedener Steuerentlastungen in Deutschland und eine beachtliche, wenn auch zum Teil auf Sondereinflüssen beruhende Senkung des Haushaltsdefizits in den USA – wurde weitgehend ignoriert. Durch den Börsenkrach, der zumindest zeitlich in Verbindung mit



Streitigkeiten über das Fehlen einer wirtschaftspolitischen Koordination zu stehen schien, durch den neuerlichen Fall des Dollarkurses und das Ausbleiben jeglichen Anzeichens einer Verbesserung der nominalen US-Handelsbilanz schienen alle Befürchtungen und Zweifel darüber bestätigt, daß die Louvre-Vereinbarung die richtige Antwort auf die Probleme Devisenmarktinstabilität und Außenungleichgewichte gewesen sei. Viele Beobachter waren schnell bei der Hand, für sich in Anspruch zu nehmen, daß sie von Anfang an gewußt hätten, das Louvre-Abkommen werde erfolglos sein; einige drängten vehement die Regierungen, auf alle Anstrengungen zur wirtschaftspolitischen Koordination zu verzichten, die sie grundsätzlich als nutzlos ansähen.

Diese Befürchtungen und Argumente gegen eine wirtschaftspolitische Koordination schienen Ende 1987 zumindest teilweise gerechtfertigt, aber nur einige Monate später sieht es anders aus. Im Anschluß an das Übereinkommen vom 22. Dezember 1987, das mit weniger Aplomb zustande kam (ohne ein Treffen der Minister und Notenbankpräsidenten), kam es zu wesentlich geringeren Devisenmarktinterventionen; die wirtschaftspolitische Koordination, totgesagt im November 1987, ist nun wieder voll in Funktion. Die Volatilität auf den Devisenmärkten ist etwas abgeklungen. Die übertriebenen Reaktionen auf die monatlichen US-Handelszahlen sind jedoch ein Indikator für die weiterbestehende Unsicherheit darüber, ob die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte bereits auf eine tragbare Größenordnung reduziert werden konnten – eine Größenordnung nämlich, die durch private Kapitalflüsse weitgehend störungsfrei finanziert werden kann.

An der Schuldenfront kam Brasiliens Entscheidung vom ersten Quartal 1987, die Bedienung seiner mittel- und langfristigen Schulden gegenüber Banken einzustellen, einer Bestätigung der schlimmsten in diesem Bereich gehegten Befürchtungen sehr nahe, daß nämlich ein Hauptschuldnerland seine Auslandsschulden nicht mehr anerkennt. Wäre dieser Schritt erfolgreich gewesen, wären andere Länder womöglich gefolgt, was systemgefährdende Konsequenzen hätte haben können, obwohl die Banken ihr Gesamtengagement gegenüber den Problemschuldnerländern in Relation zu ihrem Grundkapital und ihren Reserven deutlich verringert haben. Wieder waren die Konsequenzen jedoch weniger schädlich als erwartet. Nicht nur, daß es zu keiner Kettenreaktion kam. Brasilien selbst änderte Ende 1987 seine Entscheidung und nahm die Zinszahlungen wieder auf. In der Zwischenzeit haben einige Banken, die bisher nur kleine oder gar keine Rückstellungen für die mit solchen Problemkrediten verbundenen Risiken gebildet hatten, in großem Ausmaß ihre Rückstellungen dotiert, sogar um den Preis, einen Jahresverlust ausweisen zu müssen. Die Aktienmärkte reagierten auf diese Vorsorgemaßnahmen recht positiv – ein seltenes Beispiel für eine langfristige Betrachtungsweise der Marktteilnehmer.

Es gibt auch andere Entwicklungen in diesem Bereich, die nahelegen, daß sich die Situation mit der Zeit nicht mehr geradezu zwangsläufig verschlechtern muß: Einige Banken sind zu erheblichen Zugeständnissen bereit, um uneinbringliche Forderungen mobilisieren zu können oder sie in Vermögenswerte höherer Qualität umzuwandeln. Ferner werden Anstrengungen unternommen, das Spektrum der Gläubigern wie Schuldner offenstehenden Lösungsmöglichkeiten auszuweiten. Einige Verschuldungsindikatoren deuten infolge des Zins-

rückgangs bis 1987 und – in einigen Fällen – aufgrund des jüngsten Anstiegs der Rohstoffpreise sowie der anhaltenden Nachfrage der Industrieländer auf eine Entspannung hin. Berechtigen diese Anzeichen auch zu Hoffnungen, so kann doch nicht geleugnet werden, daß der noch vor uns liegende Weg sehr lang ist, bis die betroffenen Länder aus ihren Schwierigkeiten „herauswachsen“ können, und daß dies nur möglich ist, wenn es wieder zu Nettokapitalflüssen in diese Länder kommt. Da das eine das andere bedingt, kann es jedoch keine einfache, einheitliche Lösung geben. Was durch Ad-hoc-Aktionen erreicht werden kann, ist nicht mehr als eine Reihe schwieriger Kompromisse, die sehr entgegengesetzte und sogar normalerweise miteinander unvereinbare Elemente beinhalten. Schuldendienstprobleme beeinträchtigten in den Entwicklungsländern stets die Wachstumsaussichten, und die tatsächliche wirtschaftliche Entwicklung in Entwicklungsländern mit Schuldenproblemen kontrastiert sehr deutlich mit jener in Entwicklungsländern ohne solche Probleme. Insgesamt wuchsen die Entwicklungsländer 1987 langsamer als 1986 (3,1 gegenüber 4,1%); vor allem aber hat sich die Kluft zwischen ihren Wirtschaftsentwicklungen noch vertieft.

Andere Ereignisse des Jahres 1987, die ebenfalls wertvolle Lektionen enthalten könnten, fallen nicht in die eher ungewöhnliche Kategorie von befürchteten Ereignissen, die zwar eintraten, aber nicht die erwarteten sofortigen Auswirkungen hatten. Entgegen oft ziemlich düsteren mittelfristigen Wachstumsprognosen gibt es recht günstige Entwicklungen in einer Reihe von Ländern, darunter Großbritannien, Kanada und, am wichtigsten, Japan (mit einem Wachstum des Bruttoinlandsprodukts zwischen 3,6 und 4,2%) sowie die neuen EG-Mitgliedstaaten Spanien und Portugal (wo die Produktion um 5% und mehr zunahm). Es gibt jedoch keinen gemeinsamen wirtschaftlichen Nenner für das starke Wachstum in diesen Ländern. Während im Fall Spaniens und Portugals der EG-Beitritt an sich der wichtigste Einzelfaktor gewesen sein dürfte, könnten Großbritannien und Japan als Beispiele für die Wirksamkeit von angebots- bzw. nachfrageorientierten Maßnahmen angeführt werden. Diese beiden Fälle zeigen auch die unterschiedlichen Zeitdimensionen von angebots- und nachfrageorientierten Maßnahmen auf. Verbesserungen auf der Angebotsseite erfordern von den politischen Entscheidungsträgern vor allem Mut, Zielstrebigkeit, Beharrlichkeit und Geduld, denn es gibt keinen schnellen Erfolg. Das japanische Beispiel einer erfolgreichen Nachfragepolitik durch fiskalische Maßnahmen überrascht vor allem durch die Geschwindigkeit, mit der die inländische Nachfrage stimuliert werden konnte (Ankündigungseffekte waren offensichtlich recht stark); auf diese Weise wurden in Japan die infolge der erheblichen Gewinneinbußen in den Exportindustrien bestehenden Rezessionsängste zerstreut. Der kanadische Fall paßt in keine dieser beiden Schablonen: Starke Wachstumsanstöße kamen von den privaten Investitionen, vermutlich als Reaktion auf eine langanhaltende, hohe Kapazitätsauslastung und vielleicht auf das Anziehen der Rohstoffpreise.

Auf dem europäischen Kontinent waren die Überraschungen beim Wirtschaftswachstum, abgesehen von den bereits erwähnten Ausnahmen, mehr negativer Natur. Die Inlandsnachfrage in diesen Ländern war im allgemeinen lebhafter als das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts, was aber für Überschußländer, die sich im Anpassungsprozeß befinden – und das gilt für einige von



ihnen – nur zu erwarten ist. Die Höherbewertung der europäischen Währungen wirkte sich in diesen Ländern weiterhin auf das Niveau der außer-europäischen Nachfrage aus. Der europäische Markt als Ganzes ist natürlich der größte „gemeinsame Markt“ der Welt, weshalb sein Wachstum an sich nicht darauf angewiesen sein sollte, durch die Nachfrage von außerhalb bestimmt zu werden. Derzeit stehen jedoch der Nutzung der Vorteile eines vereinheitlichten Marktes noch erhebliche Hindernisse im Wege. Der politische Entscheidungsprozeß ist noch immer zersplittert. Wenn ein am Europäischen Währungssystem teilnehmendes Land versucht, stärker zu wachsen als Deutschland, so wird dies geradezu als ein sicherer Weg betrachtet, in Schwierigkeiten zu geraten. Deutschland ist jedoch im europäischen Rahmen ebenso wenig wie weltweit zur Übernahme einer Lokomotivfunktion bereit. Die deutschen Stellen haben wenig Vertrauen in die Effektivität der Nachfragepolitik; gleichzeitig aber ist die Verbesserung der angebotsorientierten Bedingungen in diesem Land noch nicht weit vorangekommen, wie jüngst die Regierung selbst zugab, als sie eine Sonderkommission einsetzte, die alle Aspekte der Deregulierung untersuchen soll. Als Folge einer abnehmenden Bevölkerung gibt es keinen Nachholbedarf im Wohnungsbau, der in Japan und Kanada eine wichtige Rolle bei der Belebung der Inlandsnachfrage spielte.

Nachdem wir die Befürchtungen erörtert haben, die sich zum Teil als berechtigt, zum Teil als unbegründet erwiesen haben, und einige unerwartete Entwicklungen besprochen wurden, mag es als Fortsetzung der Einleitung zur detaillierten Bestandsaufnahme in diesem Bericht sinnvoll sein, auch jene Gebiete aufzuzählen, wo sich 1987 die Dinge mehr oder weniger wie vorhergesehen entwickelt haben, wo es also keine positiven oder negativen Überraschungen gegeben hat. Die Inflation wurde weitgehend unter Kontrolle gehalten, obwohl ein richtigeres und weniger günstiges Bild sichtbar wurde, als die unverhofften Stabilitätsgewinne aus dem Rückgang des Ölpreises und der Rohstoffe im allgemeinen aufhörten, eine Rolle zu spielen. Übermäßiges monetäres Wachstum in einer ganzen Reihe von Ländern (die USA sind die wichtigste Ausnahme) hatte bisher nur geringe Auswirkungen auf die Preisentwicklung, weil der Nachfragedruck ungeachtet einiger Ausnahmen mäßig blieb; die Lohnentwicklung blieb weitgehend unverändert, obwohl sich das Preisklima leicht verändert hat. Der Börsenkrach dämpfte deutlich die Inflationserwartungen und trug so zu einer Aufrechterhaltung des Gleichgewichts in den meisten Ländern bei. Umgekehrt sind markante Steigerungen der Preise für Immobilien und andere Sachwerte in der Regel nicht nur ein Frühindikator für vorhandene Überschußliquidität, selbst wenn die Verbraucherpreise recht stabil sind, sondern sie tragen selbst zur Entstehung von Inflationserwartungen bei. Ein Sturz der Aktienkurse ist freilich nicht die beste Methode, um die Inflationserwartungen gering zu halten; das Vermeiden überschüssiger Liquidität ist zweifelsohne ein weit besserer Weg. Dies ist nicht immer leicht, wenn gleichzeitig Zentralbankinterventionen eine gewichtige Rolle bei der Stärkung der Stabilisierung der Devisenmärkte spielen sollen und die Währungsreserven rasch wachsen. Es ist jedoch richtig, daß insgesamt 1987 im Vergleich zu 1986 keine starke Beschleunigung des Geldmengenwachstums zu beobachten war, obwohl das Interventionsvolumen 1987 weit über dem des Vorjahres lag.

Der Hauptteil dieses Berichts, in dem alle diese Themen mit größerer Genauigkeit behandelt werden, ist in derselben Art und Weise gegliedert wie in den beiden vorangegangenen Jahren: Je zwei Kapitel beschäftigen sich mit Entwicklungen der realen Wirtschaft, mit den Finanzmärkten und mit wirtschaftspolitischen Problemen, wobei jeweils das eine Kapitel die Entwicklung von einem nationalen Blickpunkt analysiert, während das zweite sie mehr im internationalen Zusammenhang sieht. Diese Gliederung ist insofern nicht strikt eingehalten worden, als ein gewisses Maß an Überschneidungen akzeptiert wurde, wenn dies im Interesse einer zusammenhängenden Darstellung erforderlich schien. Mehr Berücksichtigung als früher finden die Entwicklungsländer. In den Schlußbemerkungen des Berichts wird versucht, weniger eine Kurzfassung der wichtigsten Punkte zu geben als einen umfassenden Überblick darüber, wo wir gegenwärtig stehen in dem ständigen Kampf mit den Problemen, die die Weltwirtschaft belasten.



## II. Wirtschaftsentwicklung und Wirtschaftspolitik im Jahre 1987

### Schwerpunkte

Das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern hat sich im vergangenen Jahr im Durchschnitt gut behauptet, wobei es sich leicht beschleunigte, nämlich von  $2\frac{3}{4}\%$  im Jahr 1986 auf 3%. Dies war während des Jahres nicht offensichtlich, denn das erste Halbjahr fiel schwächer und das zweite – sowohl vor als auch nach den Kurseinbrüchen an den Aktienmärkten – stärker als erwartet aus. Im vierten Quartal 1987 betrug das Wirtschaftswachstum gegenüber dem vierten Quartal 1986 4%; in Japan erreichte es sogar  $5\frac{1}{4}\%$ . Nach den bisher verfügbaren Indikatoren sind auch im bisherigen Verlauf dieses Jahres eindeutig ungünstige Auswirkungen der Aktienbaisse nicht erkennbar. Gleichwohl blieb der Wachstumstrend in den meisten kontinentaleuropäischen Ländern eher schwach.

In den Entwicklungsländern ging andererseits das Wirtschaftswachstum angesichts einer real schwachen Auslandsnachfrage zurück. Einige Länder, vor allem in Lateinamerika, mußten aufgrund der erheblich stärkeren Inflationsbeschleunigung restriktive wirtschaftspolitische Maßnahmen ergreifen.

Der Preisauftrieb, der sich 1986 mit fallenden Ölpreisen abgeschwächt hatte, ist im letzten Jahr in den Industrieländern wieder etwas stärker geworden. Am Jahresende waren die Verbraucherpreise im Durchschnitt fast 4% höher als ein Jahr zuvor. In einigen wenigen Ländern und Märkten gab es erste Anzeichen eines Wiedererstarkens der Inflation im Inland. Zumeist blieben jedoch die Preissteigerungen unter Kontrolle. In der dritten Welt stieg dagegen die Inflationsrate an, wobei eine besonders starke Beschleunigung in den lateinamerikanischen Ländern zu beobachten war.

Das letztjährige Wirtschaftswachstum und eine tendenziell etwas verlangsamte Zunahme der Erwerbspersonen bewirkten in den Industrieländern im Durchschnitt einen leichten Rückgang der Arbeitslosigkeit. Dieses Ergebnis beruhte freilich auf unterschiedlichen Tendenzen, denn in den meisten Ländern Europas blieb die Arbeitslosigkeit hoch oder nahm sogar noch geringfügig zu.

Im Verlauf des vergangenen Jahres wurde deutlich, daß der internationale Anpassungsprozeß, real betrachtet, in Gang gekommen ist, wenn auch nur langsam. Am deutlichsten war dies an der sehr kräftigen, wirtschaftspolitisch flankierten Belebung der Inlandsnachfrage in Japan im zweiten Halbjahr erkennbar. Die entsprechende Abschwächung in den USA war indes weniger stark ausgeprägt und begann sich sogar im zweiten Halbjahr wieder umzukehren. Zudem war ein Teil des Gegenpostens des verbesserten realen Außenbeitrags der USA in Ländern festzustellen, die keine Überschüsse aufweisen. Eine weitere Verbesserung der Außenhandelsposition der Vereinigten Staaten wird von der Leistungsfähigkeit des verarbeitenden Gewerbes abhängen. In letzter Zeit sind Fortschritte erkennbar, doch ist fraglich, ob die Produktionska-

pazitäten ausreichend rasch zunehmen. Außerdem sind weitere finanzpolitische Korrekturmaßnahmen nötig.

Die Wirtschaftspolitik blieb auch im letzten Jahr im wesentlichen mittelfristig angelegt, wobei der Nachdruck auf Maßnahmen zur Begünstigung struktureller Anpassung und mikroökonomischer Reformen und zur Reduzierung der Haushaltsungleichgewichte lag. Das Budgetdefizit der USA ging unter dem Einfluß einiger günstiger Sonderfaktoren stark zurück. Die japanische Regierung ergriff demgegenüber eine ganze Reihe kurzfristig angelegter expansiver Maßnahmen in der Absicht, den internationalen Anpassungsprozeß zu beschleunigen. In Deutschland wurde ein ähnlicher, wenn auch nicht so weitgehender Kompromiß bezüglich der mittelfristigen Ziele bei den öffentlichen Finanzen eingegangen. Im allgemeinen wird jedoch nach wie vor der Spielraum für kurzfristige wirtschaftspolitische Aktionen als begrenzt angesehen, vor allem wegen der Notwendigkeit, sowohl die Inflation als auch die öffentliche Verschuldung mittelfristig unter Kontrolle zu halten. Daraus erklärt sich die intensive Suche der Industrieländer nach Mitteln und Wegen zur Stärkung der Angebotsseite der Volkswirtschaft.

## Produktion – Gesamtüberblick

Zu Beginn des vergangenen Jahres sagten die meisten Wirtschaftsbeobachter eine geringe, aber weltweite Abschwächung des Wirtschaftswachstums voraus. In der Folge lag die tatsächliche Abschwächung für die Weltwirtschaft insgesamt in der Nähe des prognostizierten Wertes, doch war ihr ganzes Ausmaß den Entwicklungsländern zuzuschreiben, deren Wirtschaftswachstum 1 Prozentpunkt niedriger ausfiel. Zudem waren die Unterschiede zwischen den Wachstumsraten der Industrieländer stärker ausgeprägt als allgemein angenommen worden war. Der kräftige Aufschwung in Japan, Großbritannien, Kanada, Spanien und Portugal überraschte die meisten Wirtschaftsbeobachter. Gleichzeitig hatten wenige erwartet, daß das Produktionswachstum auf dem europäischen Kontinent so schwach ausfallen würde, daß die Arbeitslosigkeit weiter zunähme. Auch die Quartalsveränderungen der Ausweitung der Produktion waren ungleich, wobei das erste Quartal des Jahres besonders schwach war, was teilweise auf die widrigen Wetterverhältnisse in Europa zurückzuführen war. Dagegen fiel das Wirtschaftswachstum in den beiden Schlußquartalen unerwartet kräftig aus – vor allem, wenn man bedenkt, daß in diese Zeit die Kurseinbrüche an den Aktienmärkten fielen. Anfänglich unterschätzten zahlreiche Beobachter die Dynamik von Nachfrage und Produktion im vierten Quartal, weil sie sie vor allem der substantiellen Aufstockung der Vorräte (rund ein Viertel des BIP-Wachstums im Falle der sieben größten Länder) zuschrieben, so daß die Vorhersagen für das reale Wirtschaftswachstum von 1988 um  $\frac{1}{2}$ –1 Prozentpunkt nach unten revidiert wurden. Nachdem jedoch die Indikatoren für die laufende und die zukünftige Entwicklung auf eine anhaltende Stärke der Wirtschaftstätigkeit hindeuten, sind die Prognosen für 1988 inzwischen im Durchschnitt wieder zu gleichen oder höheren Werten als vor dem Börsenkrach zurückgekehrt.

Lebhafteres  
Wachstum in  
den Industrie-  
ländern...



Entwicklung der Produktion weltweit <sup>1</sup>								
Ländergruppe/Region	BIP von 1985 in Mrd. US-Dollar	1976–81	1982	1983	1984	1985	1986	1987
		Prozentveränderung des realen BIP, Jahresrate						
Sieben größte Länder	7 694	2,9	-0,6	2,9	5,2	3,3	2,8	3,1
Übrige Industrieländer <sup>2</sup>	1 183	2,1	0,8	1,6	3,6	3,1	2,6	3,0
Entwicklungsländer	2 302	4,4	1,7	2,0	4,5	3,1	4,1	3,1
Größte Ölförderländer <sup>3</sup>	882	2,9	-0,3	-2,0	0,9	-0,9	0,5	-0,6
Übrige Entwicklungsländer	1 420	5,5	3,1	4,6	6,7	5,4	6,3	5,4
Afrika und Nahost	168	4,3	6,3	3,9	-0,5	1,7	3,4	1,0
Asien	832	6,5	4,8	7,6	9,2	6,8	6,7	7,3
darunter: Schwellenländer <sup>4</sup>	195	9,3	4,4	8,3	9,0	3,5	10,7	12,2
Lateinamerika	420	4,1	-1,5	-1,2	4,7	4,2	6,5	3,3
Osteuropa <sup>5</sup>	1 066	3,8	2,7	3,8	3,5	3,4	4,2	2,4
Insgesamt	12 200	3,2	0,3	2,8	4,8	3,2	3,2	3,0

<sup>1</sup> Für die Industrieländer wurden die Gruppendurchschnittswerte anhand der BIP-Gewichte und Wechselkurse vom jeweils vorangegangenen Jahr errechnet. Für die anderen Ländergruppen und die Länder insgesamt anhand der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1985. Folgende Länder blieben wegen fehlender Angaben unberücksichtigt: Afghanistan, Angola, Kambodscha, Laos, Mongolei, Mozambique, Nordkorea und Vietnam. <sup>2</sup> In der Tabelle auf S. 17 aufgezählte Länder sowie Island und Luxemburg. <sup>3</sup> OPEC-Mitglieder, Mexiko und Trinidad und Tobago. <sup>4</sup> Hongkong, Singapur, Südkorea und Taiwan. <sup>5</sup> Materielle Produktion (netto).  
Quellen: IMF World Economic Outlook, OECD National Accounts, UN Yearbook, World Bank Atlas und nationale Quellen.

Die geringere Produktionsausweitung in den Entwicklungsländern beruhte teilweise auf den Vorgängen in Lateinamerika, wo aufgrund vorangegangener Verschlechterungen in der Leistungsbilanz und eines verstärkten Preisauftriebs eine Reihe von Ländern zu restriktiven Maßnahmen gezwungen worden war. Die geringere Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung beschränkte sich jedoch nicht allein auf Lateinamerika. In den Nahoststaaten und den afrikanischen Ländern erreichte das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts – hauptsächlich wegen der ungünstigen Entwicklung der Rohstoffpreise in der ersten Jahreshälfte und widriger Witterungsverhältnisse – nur noch 1%. Das Pro-Kopf-Einkommen der afrikanischen Länder südlich der Sahara, zu denen die Mehrzahl jener Länder gehört, die ein Pro-Kopf-Einkommen von unter US-\$ 400 aufweisen, sank auf ein Niveau, das nahezu 6% unter dem von 1980 lag. Die Ölförderländer erlitten einen Produktionsrückgang als Folge der schwachen Nachfrage auf den internationalen Ölmärkten sowie restriktiver Maßnahmen zur Verringerung der Importe und Schonung der Devisenreserven. Demgegenüber beschleunigte sich das Produktionswachstum im asiatischen Raum, wobei die vier Schwellenländer im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr zweistellige Zuwachsraten erzielten.

... aber Verlangsamung in den Entwicklungsländern

## Entwicklung von Produktion und Nachfrage: Industrieländer

Das durchschnittliche Produktionswachstum der sieben bedeutendsten Industrieländer beschleunigte sich etwas im vergangenen Jahr, obwohl sich die Ausweitung der Inlandsnachfrage abschwächte. Eine ähnliche Entwicklung läßt sich im Durchschnitt für die drei größten Länder feststellen, doch beruhte dieses Ergebnis auf sehr unterschiedlichen Tendenzen in den drei Ländern: In

Die sieben bedeutendsten Länder

den Vereinigten Staaten blieb das Produktionswachstum konstant, da eine Verlangsamung der Zunahme der Inlandsnachfrage durch die Verbesserung des realen Außenbeitrags kompensiert wurde; in Japan verstärkte sich das Wachstum der Inlandsnachfrage, und die Abnahme der realen Nettoexporte war nicht so stark ausgeprägt wie 1986; in Deutschland schwächte sich das Wachstum von Produktion und Inlandsnachfrage ab, während der Beitrag der Veränderung des realen Außenbeitrags dieselbe Größenordnung wie 1986 hatte.

Abflachung der  
US-Nachfrage  
geringer als...

Hauptursache des langsameren Wachstums der realen Inlandsnachfrage in den USA war die geringere Ausgabenneigung der privaten Haushalte infolge einer schwächeren Zunahme des verfügbaren Realeinkommens. Gleichzeitig war jedoch bei den Anlageinvestitionen der Unternehmen eine gewisse Erholung festzustellen; überdies trug die insbesondere im Schlußquartal kräftige Aufstockung der Läger ein Drittel zur Gesamtausweitung der inländischen Verwendung bei. Wahrscheinlich war auch das mit mehr als 7% anhaltend hohe Tempo des Importwachstums, das weitere Marktanteilsverluste im Inland brachte, teilweise auf die Vorratsinvestitionen zurückzuführen. Die private Ersparnis sank (gemessen in Relation zum Bruttosozialprodukt) im vergangenen Jahr – auf einen absoluten Tiefstand – möglicherweise aufgrund von aus dem Kursanstieg an den Aktienmärkten herrührenden Vermögenseffekten, aber auch als Folge der üblichen Phasenverschiebung zwischen Ausgaben und Einkommen der privaten Haushalte und eines nur geringen Anstiegs der Ersparnis der Unternehmen. Zusammen mit dem Lageraufbau bewirkte dies eine starke Verschlechterung des Finanzierungssaldos des privaten Sektors, so daß sich die Verbesserung des Finanzierungssaldos des öffentlichen Sektors anders als in früheren Perioden nicht in einem entsprechenden Rückgang des Zuflusses ausländischer Ersparnis niederschlug. Mit anderen Worten: Es blieben Zweifel bestehen, daß das Nachfragewachstum in den USA so stark zurückgegangen war, wie es der Anpassungsprozeß erfordert hätte.

... der Auf-  
schwung in Japan

In Japan nahm dagegen die Inlandsnachfrage kräftig zu und wurde von einer deutlichen Belebung bei den Anlageinvestitionen namentlich im Wohnungsbau angeführt, worin sich der Einfluß einer expansiven Geldpolitik und niedriger Nominalzinsen, Steuererleichterungen sowie deutlich verbesserte Unternehmensgewinne niederschlugen. Die Nachfragedynamik war im zweiten Halbjahr – im Anschluß an die parlamentarische Zustimmung zu einem Bündel wirtschaftsstimulierender haushaltspolitischer Maßnahmen im Juli – besonders stark ausgeprägt und ging mit einem kräftigen Anstieg der Importe einher, obwohl auch zahlreiche japanische Unternehmen es lohnend fanden, einen größeren Teil ihrer Produkte am heimischen Markt abzusetzen.

Wachstum in  
Deutschland  
schwach

In Deutschland trugen sämtliche Komponenten der Inlandsnachfrage (ausgenommen die Vorratsinvestitionen) zur geringeren Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung bei. Besonders enttäuschend war die Schwäche der Unternehmensinvestitionen, namentlich in Ausrüstungen und Bauten, da die Gewinnquote inzwischen wieder das Niveau der frühen siebziger Jahre erreicht hat, was es den Unternehmen im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr ermöglichte, 94% ihrer Investitionen aus eigenen Mitteln zu finanzieren. Vermutlich lagen die Ertragserwartungen der Unternehmen wegen der Unsicherheit über



# Veränderung des realen BSP/BIP und der Nachfragekomponenten<sup>1</sup>

Land	1976–81 <sup>2</sup>	1982	1983	1984	1985	1986	1987 <sup>3</sup>	1987 <sup>3,4</sup>
	Veränderung in Prozent, Jahresrate							
<b>USA</b>								
Privater Verbrauch	2,3	1,3	4,7	4,8	4,6	4,2	1,8	1,0
Staatsverbrauch	1,6	1,9	1,1	4,4	7,3	3,8	2,3	2,2
Anlageinvestitionen (brutto)	3,9	-9,6	8,2	16,8	5,5	1,8	0,7	2,6
darunter: Private Investitionen (ohne Wohnungsbau)	6,3	-7,2	-1,5	17,7	6,8	-2,3	1,0	5,1
Vorratsinvestitionen <sup>5</sup>	0,0	-1,4	0,6	2,1	-1,7	0,1	0,8	1,9
Inlandsnachfrage	2,4	-1,9	5,1	8,7	3,6	3,9	2,5	3,4
Ausfuhr	7,4	-7,8	-3,8	6,8	-1,7	3,3	12,8	16,9
Einfuhr	3,8	-2,2	9,6	23,9	3,9	10,5	7,3	9,1
Bruttoinlandsprodukt	2,8	-2,5	3,6	6,8	3,0	2,9	2,9	4,0
<b>Japan</b>								
Privater Verbrauch	3,7	4,1	3,3	2,7	2,7	3,2	3,9	4,2
Staatsverbrauch	4,3	1,9	3,0	2,8	1,7	6,5	-0,6	-10,2
Anlageinvestitionen (brutto)	4,2	0,8	-0,3	4,9	5,6	6,6	10,1	14,8
darunter: Private Investitionen (ohne Wohnungsbau)	6,2	2,5	2,6	11,5	12,7	6,2	8,2	11,5
Vorratsinvestitionen <sup>5</sup>	0,0	-0,1	-0,4	0,4	0,4	-0,3	-0,3	0,6
Inlandsnachfrage	3,9	2,8	1,8	3,8	3,9	4,0	5,1	6,7
Ausfuhr	9,7	3,7	4,0	17,5	5,4	-5,0	3,6	5,6
Einfuhr	4,0	1,7	-5,2	11,1	-0,1	2,8	9,1	14,8
Bruttoinlandsprodukt	4,7	3,1	3,2	5,0	4,8	2,5	4,2	5,3
<b>Deutschland</b>								
Privater Verbrauch	2,5	-1,3	1,7	1,5	1,8	4,3	3,1	4,1
Staatsverbrauch	2,6	-0,8	0,2	2,4	2,1	2,3	1,5	1,6
Anlageinvestitionen (brutto)	2,6	-5,3	3,1	0,8	0,1	3,1	1,7	1,2
darunter: Private Investitionen (ohne Wohnungsbau)	4,1	-4,5	4,9	0,7	5,5	4,2	3,3	2,4
Vorratsinvestitionen <sup>5</sup>	-0,5	0,0	0,6	0,5	-0,5	0,2	0,5	0,1
Inlandsnachfrage	2,0	-2,0	2,3	2,0	1,0	3,7	2,9	3,0
Ausfuhr	5,1	3,2	-0,5	9,0	6,7	-0,1	0,8	4,5
Einfuhr	4,4	-0,1	0,6	5,3	3,7	3,7	4,7	7,2
Bruttoinlandsprodukt	2,3	-1,0	1,9	3,3	2,0	2,5	1,7	2,3
<i>Nachrichtlich:</i>								
Inlandsnachfrage, Durchschnitt <sup>6</sup>	2,6	-0,9	4,0	6,9	3,4	3,9	3,3	4,3
BIP, Durchschnitt <sup>6</sup>	3,1	-1,1	3,3	6,0	3,4	2,8	3,1	4,1
<b>Frankreich</b>								
Privater Verbrauch	2,5	3,5	0,9	1,0	2,4	3,4	2,4	3,1
Staatsverbrauch	3,5	3,8	2,1	1,2	2,3	2,7	3,0	2,6
Anlageinvestitionen (brutto)	1,5	-1,4	-3,6	-2,3	2,8	3,0	3,7	5,0
darunter: Private Investitionen (ohne Wohnungsbau)	2,6	0,6	-4,2	-1,4	3,3	3,3	4,4	7,0
Vorratsinvestitionen <sup>5</sup>	-0,4	1,0	-0,9	0,1	-0,2	0,8	0,6	0,2
Inlandsnachfrage	2,0	3,5	-0,7	0,5	2,2	3,7	3,3	3,6
Ausfuhr	4,9	-1,7	3,7	7,1	1,5	-0,6	1,7	6,0
Einfuhr	3,3	2,6	-2,7	2,8	4,2	7,3	6,4	10,1
Bruttoinlandsprodukt	2,3	2,5	0,7	1,4	1,7	2,1	2,2	2,6

## Veränderung des realen BSP/BIP und der Nachfragekomponenten<sup>1</sup> (Forts.)

Land	1976–81 <sup>2</sup>	1982	1983	1984	1985	1986	1987 <sup>3</sup>	1987 <sup>3,4</sup>
	Veränderung in Prozent, Jahresrate							
<b>Großbritannien</b>								
Privater Verbrauch	1,8	0,8	4,0	2,1	3,9	6,0	5,2	6,1
Staatsverbrauch	0,9	0,8	1,9	0,8	0,1	1,2	1,2	2,0
Anlageinvestitionen (brutto)	-2,3	5,2	5,2	8,2	2,9	-0,2	3,5	5,2
darunter: Private Investitionen (ohne Wohnungsbau)	2,6	8,4	-1,1	12,8	12,7	-2,6	7,2	9,1
Vorratsinvestitionen <sup>5</sup>	-0,3	0,6	0,8	-0,2	0,1	0,0	0,1	-0,4
Inlandsnachfrage	0,5	2,2	4,5	2,7	2,9	3,7	4,2	4,7
Ausfuhr	2,1	0,7	2,4	7,0	5,9	3,1	5,5	3,4
Einfuhr	1,7	5,0	6,4	9,8	2,8	6,2	7,6	7,8
Bruttoinlandsprodukt	0,7	1,1	3,5	2,0	3,9	2,9	3,6	3,4
<b>Italien</b>								
Privater Verbrauch	3,5	1,1	0,7	2,4	3,0	3,5	4,3	3,4
Staatsverbrauch	2,2	2,9	2,9	2,6	3,5	3,1	3,4	3,2
Anlageinvestitionen (brutto)	3,6	- 5,7	-0,1	5,3	2,5	1,4	5,2	4,9
darunter: Anlageinvestitionen (ohne Wohnungsbau)	3,9	- 6,0	-1,8	7,2	4,3	2,5	8,4	8,0
Vorratsinvestitionen <sup>5</sup>	0,4	0,6	-0,6	0,9	0,2	0,2	0,3	1,1
Inlandsnachfrage	3,6	0,3	0,2	4,0	3,1	3,2	4,7	4,9
Ausfuhr	5,7	- 1,1	2,3	7,6	3,8	3,4	3,6	9,5
Einfuhr	7,4	- 0,7	-1,6	11,0	4,7	4,7	10,0	17,1
Bruttoinlandsprodukt	3,3	0,2	1,1	3,2	2,9	2,9	3,1	2,8
<b>Kanada</b>								
Privater Verbrauch	2,8	- 2,6	3,5	4,3	5,2	3,8	4,5	5,5
Staatsverbrauch	2,4	2,4	1,5	1,5	2,7	0,9	2,4	2,8
Anlageinvestitionen (brutto)	6,9	-11,0	-0,7	1,6	8,1	5,1	9,8	15,2
darunter: Private Investitionen (ohne Wohnungsbau)	10,1	-11,6	-6,3	1,3	6,1	2,2	9,2	18,9
Vorratsinvestitionen <sup>5</sup>	-0,2	- 2,9	1,9	1,8	-0,4	0,3	-0,4	0,9
Inlandsnachfrage	3,4	- 6,6	4,1	4,9	4,9	3,9	4,8	8,1
Ausfuhr	6,9	- 2,2	6,4	18,8	6,0	4,7	5,6	7,7
Einfuhr	6,8	-15,2	9,0	16,6	8,3	7,2	9,0	15,8
Bruttoinlandsprodukt	3,4	- 3,2	3,2	6,3	4,2	3,3	3,9	5,7
<b>Sieben größte Länder<sup>6</sup></b>								
Privater Verbrauch	2,7	1,5	3,4	3,6	3,8	4,0	2,9	2,7
Staatsverbrauch	2,1	1,7	1,4	3,3	5,0	3,5	1,9	1,1
Anlageinvestitionen (brutto)	3,1	- 4,3	3,2	8,5	4,6	3,0	4,6	7,1
darunter: Private Investitionen (ohne Wohnungsbau)	5,5	- 2,8	-0,4	11,0	8,0	1,3	5,0	7,9
Vorratsinvestitionen <sup>5</sup>	-0,1	- 0,7	0,3	1,3	-0,8	0,1	0,5	1,1
Inlandsnachfrage	2,5	- 0,3	3,4	5,8	3,3	3,8	3,5	4,4
Ausfuhr	5,8	- 1,7	0,6	9,9	3,1	0,9	5,4	8,6
Einfuhr	4,2	- 0,5	3,0	13,6	3,7	6,9	7,4	10,6
BIP/BSP	3,0	- 0,6	2,9	5,2	3,3	2,8	3,1	4,0

<sup>1</sup> BSP für jene Länder (USA, Japan, Deutschland), welche die vom Ausland bezogenen und die an das Ausland gezahlten Faktoreinkommen den Aus- und Einfuhren hinzurechnen. <sup>2</sup> Für Frankreich 1977–81, für Italien 1976–80. <sup>3</sup> Vorläufig. <sup>4</sup> Veränderung vom vierten Quartal 1986 zum vierten Quartal 1987. <sup>5</sup> Veränderung in Prozent des BSP/BIP vom vorangegangenen Jahr. <sup>6</sup> Ausgabengewichte und Wechselkurse vom jeweils vorangegangenen Jahr.



die zukünftige Wechselkursentwicklung unter dem tatsächlichen Ergebnis. Gleichwohl läßt die jüngste Entwicklung in Deutschland Anzeichen einer „Wachstumsfalle“ erkennen, weil das geringe Nachfragewachstum die Sachkapitalbildung hemmt, und diese wiederum die Zunahme des Produktionspotentials bremst und den Spielraum für expansive wirtschaftspolitische Maßnahmen einschränkt.

Die Zunahme der Produktion in den anderen vier großen Ländern betrug zwischen 3,5–4% in Großbritannien und Kanada und nur 2% in Frankreich, während Italien ein Wachstum von 3% verzeichnete. Der kräftige Aufschwung in Großbritannien ließ das Bruttoinlandsprodukt auf ein Niveau ansteigen, das fast 20% über dem Tiefstwert von 1981 lag, womit die wirtschaftliche Erholung nahezu das Tempo jener in den USA erreichte. Obwohl das verfügbare Realeinkommen langsamer stieg, entfiel mehr als die Hälfte der Zunahme des Sozialprodukts auf die Ausgaben der privaten Haushalte, wobei die Sparquote auf 5,6% und damit auf den niedrigsten Wert seit nahezu dreißig Jahren zurückging. Weitere bemerkenswerte Entwicklungen in Großbritannien waren der kräftige Anstieg der Unternehmensinvestitionen und – wohl unter dem Einfluß der verbesserten Wettbewerbsposition – die relativ moderate Zunahme der Importe. Auch in Kanada waren die Anlageinvestitionen der Unternehmen der Wachstumsmotor, und die Einkommen erfuhren durch hohe Terms-of-trade-Gewinne einen weiteren Schub, wenngleich die Veränderung des realen Außenbeitrags einen negativen Einfluß hatte. In Frankreich und Italien hatten die Nettoausfuhren einen noch größeren negativen Einfluß, denn das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts fiel um 1–1½ Prozentpunkte geringer aus als das der Inlandsnachfrage. In Italien war dies wahrscheinlich das Ergebnis einer sich verschlechternden Wettbewerbsposition im Verein mit einer kräftigen Ausweitung des privaten Verbrauchs. Im Falle Frankreichs ist der negative Einfluß des Außenbeitrags schwieriger zu erklären. Die Wettbewerbsposition verbesserte sich im letzten Jahr gegenüber den meisten Handelspartnern als Folge maßvoller Lohnerhöhungen und einer starken Produktivitätszunahme, und die Ausgaben der privaten Haushalte erhöhten sich weniger kräftig als 1986. Da jedoch die Unternehmensinvestitionen in den Jahren 1981–85 praktisch stagniert hatten, könnten Kapazitätsengpässe die Unternehmen daran gehindert haben, ihre verbesserte Wettbewerbsfähigkeit voll zu nutzen. Zudem dürfte die lebhaftere Investitionstätigkeit des vergangenen Jahres die Importelastizität der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage vergrößert haben.

Spanien und Portugal wiesen bessere Ergebnisse auf als die meisten in der folgenden Tabelle enthaltenen Industrieländer, nämlich Wachstumsraten von 5% oder darüber für 1987. In beiden Ländern wurde der Aufschwung von der expandierenden Inlandsnachfrage angeführt, wobei die Anlageinvestitionen der Unternehmen besonders kräftig zunahmen. Zweifellos hat der Beitritt zur Europäischen Gemeinschaft das Vertrauen in der Wirtschaft gestärkt, das weiteren Auftrieb durch erhebliche Kapitalzuflüsse – weitgehend in der Form von Direktinvestitionen – bekam. Externe Faktoren waren auch für das relative Abschneiden der übrigen in der Tabelle ausgewiesenen Industrieländer von Bedeutung. So sahen sich Dänemark, Griechenland und Norwegen gezwungen, restriktive Maßnahmen zur Verbesserung ihrer Leistungsbilanzen zu ergreifen.

Wachstum in  
Großbritannien  
und Kanada  
steigt an...

...aber Netto-  
exporte bremsen  
Wachstum in  
Frankreich und  
Italien

Die kleineren  
Industrieländer

Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts, übrige Industrieländer								
Land	BIP von 1985 Mrd. US-\$	1976–81	1982	1983	1984	1985	1986	1987 <sup>1</sup>
		Veränderung in Prozent, Jahresrate						
Australien	160,0	2,6	0,0	0,8	7,3	5,5	1,8	4,4
Belgien	79,6	1,6	1,5	0,1	2,1	1,4	2,4	1,7
Dänemark	58,1	1,0	3,0	2,5	3,5	3,7	3,4	-1,5
Finnland	54,3	3,3	3,6	3,0	3,3	3,5	2,4	3,2
Griechenland	33,4	3,1	0,4	0,4	2,8	3,0	1,3	-0,5
Irland	18,3	5,0	2,3	-1,1	3,8	1,1	-0,3	2,9
Israel	22,9	3,0	0,9	2,6	1,7	2,5	2,4	4,6
Neuseeland	22,4	-0,2	0,0	5,0	4,1	2,7	1,7	0,9
Niederlande	125,4	1,5	-1,4	1,4	3,2	2,3	2,4	2,5
Norwegen	58,4	3,6	0,3	4,6	5,7	5,4	4,4	1,3
Österreich	65,5	2,5	1,1	2,2	1,4	2,8	1,7	1,3
Portugal	20,7	4,2	2,4	-0,3	-1,6	3,3	4,3	5,0
Schweden	100,1	1,1	0,8	2,4	3,9	2,1	1,2	2,8
Schweiz	92,8	2,3	-1,1	0,7	1,8	4,1	2,7	2,5
Spanien	163,8	1,3	1,2	1,8	1,9	2,3	3,3	5,2
Südafrika	54,8	3,3	-0,8	-2,1	5,1	-1,5	0,5	2,6
Türkei	52,8	2,0	5,0	3,7	5,7	5,1	7,9	6,8
Durchschnitt <sup>2</sup>		2,1	0,8	1,6	3,6	3,1	2,6	3,0

<sup>1</sup> Vorläufig. <sup>2</sup> BIP-Gewichte und Wechselkurse vom jeweils vorangegangenen Jahr.  
Quellen: OECD National Accounts, IMF International Financial Statistics und Angaben der einzelnen Länder.

Hohe außenwirtschaftliche Fehlbeträge nötigten auch Neuseeland und Australien zu einem restriktiven wirtschaftspolitischen Kurs; gleichwohl wies das Bruttoinlandsprodukt Australiens aufgrund der starken Zunahme der Exporte einen unerwarteten Wachstumsschub auf. Die Dynamik dieser Entwicklung ist indes schwer zu beurteilen, denn ein Drittel des Wachstums ist einer starken Umkehr in der statistischen Diskrepanz zurechenbar. Belgien und die Niederlande gingen andererseits mit einer soliden Zahlungsbilanzposition in das Jahr 1987, aber in beiden Ländern bremsten Bestrebungen, das Staatsdefizit zu reduzieren, das Wachstum der Binnennachfrage. Die Schweiz weist ebenfalls einen hohen Leistungsbilanzüberschuß auf und ist außerdem eines der wenigen Länder, das einen nahezu ausgeglichenen öffentlichen Haushalt vorweisen kann. Im vergangenen Jahr stieg die Inlandsnachfrage um 5%, doch wegen einer weiteren Verschlechterung des realen Außenbeitrags erhöhte sich die inländische Erzeugung nur um 2½%. Bemühungen um eine Konsolidierung des Staatshaushalts haben auch in Österreich die Produktion und Nachfrage beeinflusst; in Schweden bestand ein Hauptanliegen der Wirtschaftspolitik darin, einen weiteren Anstieg der Inflationsrate zu verhindern. Ein Anstieg der Unternehmensinvestitionen um 14% trug indes dazu bei, daß sich die Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsprodukts von 1986 auf 1987 mehr als verdoppelte. In Irland waren die Erholung im Agrarsektor und die lebhaft exportkonjunktur wichtige Bestimmungsfaktoren für das gesamtwirtschaftliche Wachstum, während Südafrika von einer kräftigen Ausweitung der Inlandsnachfrage namentlich des



privaten Verbrauchs profitierte. Israel und die Türkei verdanken ihr starkes Produktionswachstum zu einem großen Teil früher eingeleiteten Stabilisierungsprogrammen, die auch Maßnahmen zur Inflationsbekämpfung einschlossen, wengleich in der Türkei auch die jüngste ausgeprägte Verbesserung des realen Außenbeitrags eine Rolle spielte. Finnland, das von allen Ländern in der vorstehenden Tabelle die stabilste Wirtschaftsentwicklung erzielt hat, kehrte zu einem Wachstumstrend zwischen 3 und 3½% zurück; dies aufgrund der kräftigen Ausweitung sämtlicher Komponenten der inländischen Nachfrage und trotz eines negativen Einflusses von seiten des realen Außenbeitrags.

## Inflation: Verbraucherpreise und Entwicklung der Löhne

Der Anstieg der Verbraucherpreise in den Industrieländern erreichte Ende 1986 gegenüber dem entsprechenden Zeitraum des Vorjahres mit knapp 2½%

Verbraucherpreise							
Land	1985	1986	1987				1988
			März	Juni	Sept.	Dez.	
Veränderung gegen Vorjahr in Prozent <sup>1</sup>							
USA	3,6	1,9	3,0	3,7	4,3	4,4	3,9
Japan	2,0	0,6	-0,5	0,3	0,8	0,8	0,7
Deutschland (BR)	2,2	-0,3	-0,3	0,2	0,4	1,0	1,0
Frankreich	5,8	2,6	3,3	3,3	3,2	3,1	2,5
Großbritannien	6,1	3,4	4,0	4,2	4,2	3,7	3,5
Italien	8,6	6,2	4,2	4,1	5,0	5,1	4,9
Kanada	4,0	4,2	4,2	4,8	4,5	4,2	4,1
Australien	6,8	9,1	9,5	9,3	8,3	7,1	6,9
Belgien	4,9	1,3	1,3	1,7	1,7	1,5	1,0
Dänemark	4,7	3,7	5,3	3,4	3,6	4,1	4,7
Finnland	5,9	3,6	3,8	3,4	3,9	3,6	4,1 <sup>2</sup>
Griechenland	19,2	23,0	16,8	18,1	14,7	15,7	13,2
Irland	5,4	3,8	3,4	2,9	3,2	3,1	1,9
Israel	304,6	48,1	22,8	19,5	18,8	16,1	15,6
Neuseeland	15,4	13,2	18,3	18,9	17,0	9,6	9,0
Niederlande	2,2	0,2	-1,1	-0,8	0,2	-0,2	0,6
Norwegen	5,7	7,2	10,5	8,9	7,8	7,4	7,2
Österreich	3,2	1,7	0,5	1,9	1,9	1,7	2,3
Portugal	19,3	11,8	9,8	8,9	9,3	8,9	8,2
Schweden	7,4	4,2	3,8	3,3	5,0	5,2	5,5
Schweiz	3,4	0,8	1,0	1,3	1,6	1,9	1,9
Spanien	8,8	8,8	6,3	4,9	4,4	4,6	4,4
Südafrika	16,2	18,6	16,8	17,2	15,6	14,7	13,4
Türkei	45,0	34,8	34,7	37,7	39,7	55,1	69,8
Industrieländer insgesamt	5,4	2,8	3,0	3,4	3,8	3,8	3,6

<sup>1</sup> Jahresdurchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr für 1985 und 1986 und Veränderung über zwölf Monate (Australien, Irland und Neuseeland: über vier Quartale) für die übrigen Spalten. <sup>2</sup> Neue Reihe.  
Quellen: OECD Main Economic Indicators, IMF International Financial Statistics und Angaben der einzelnen Länder.

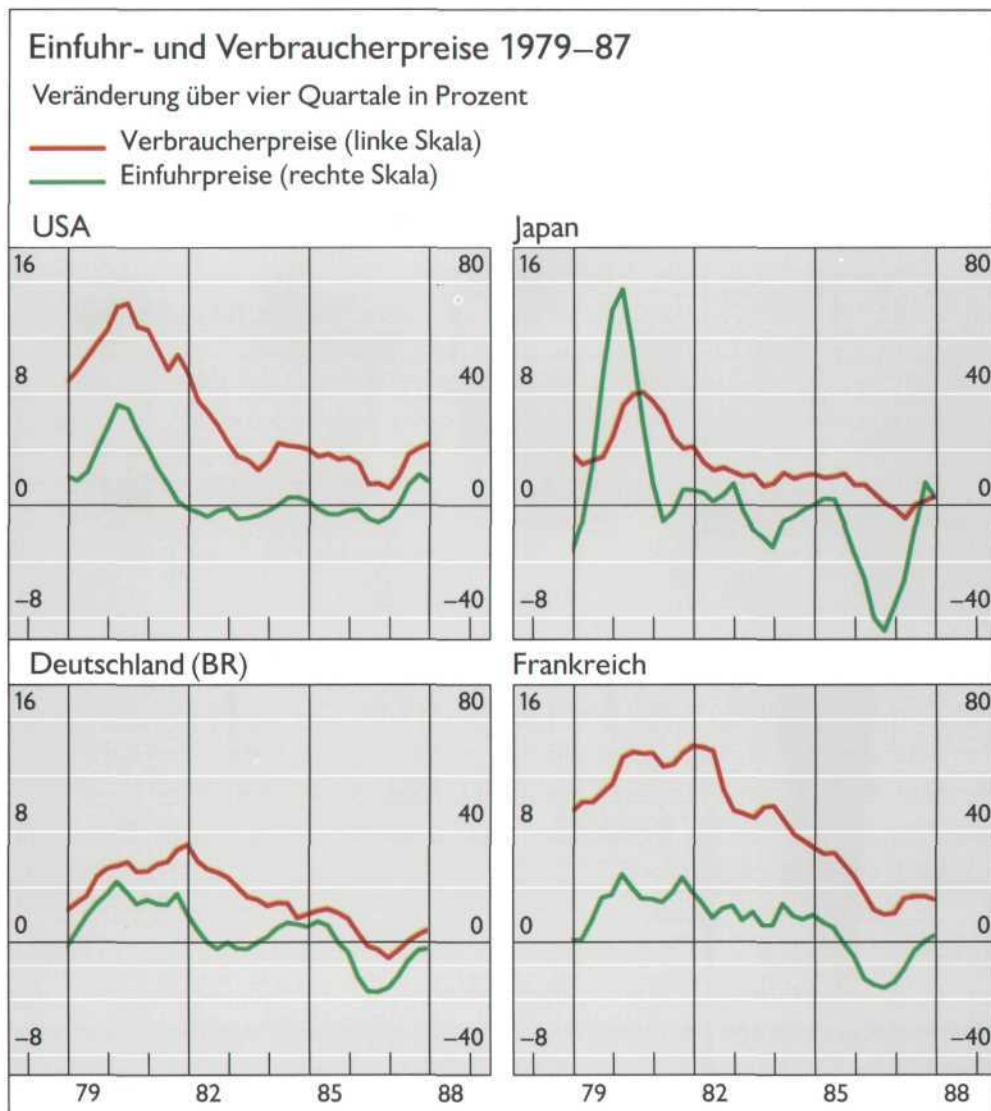
Preisanstieg von einem niedrigen Niveau aus

einen Tiefstwert, beschleunigte sich dann jedoch bis zum Jahresende 1987 auf fast 4%. Da jedoch der inländische Kostenanstieg unter Kontrolle blieb, deutete im letzten Jahr wenig auf die Gefahr eines baldigen Wiederauflebens der Inflation in den Industrieländern hin.

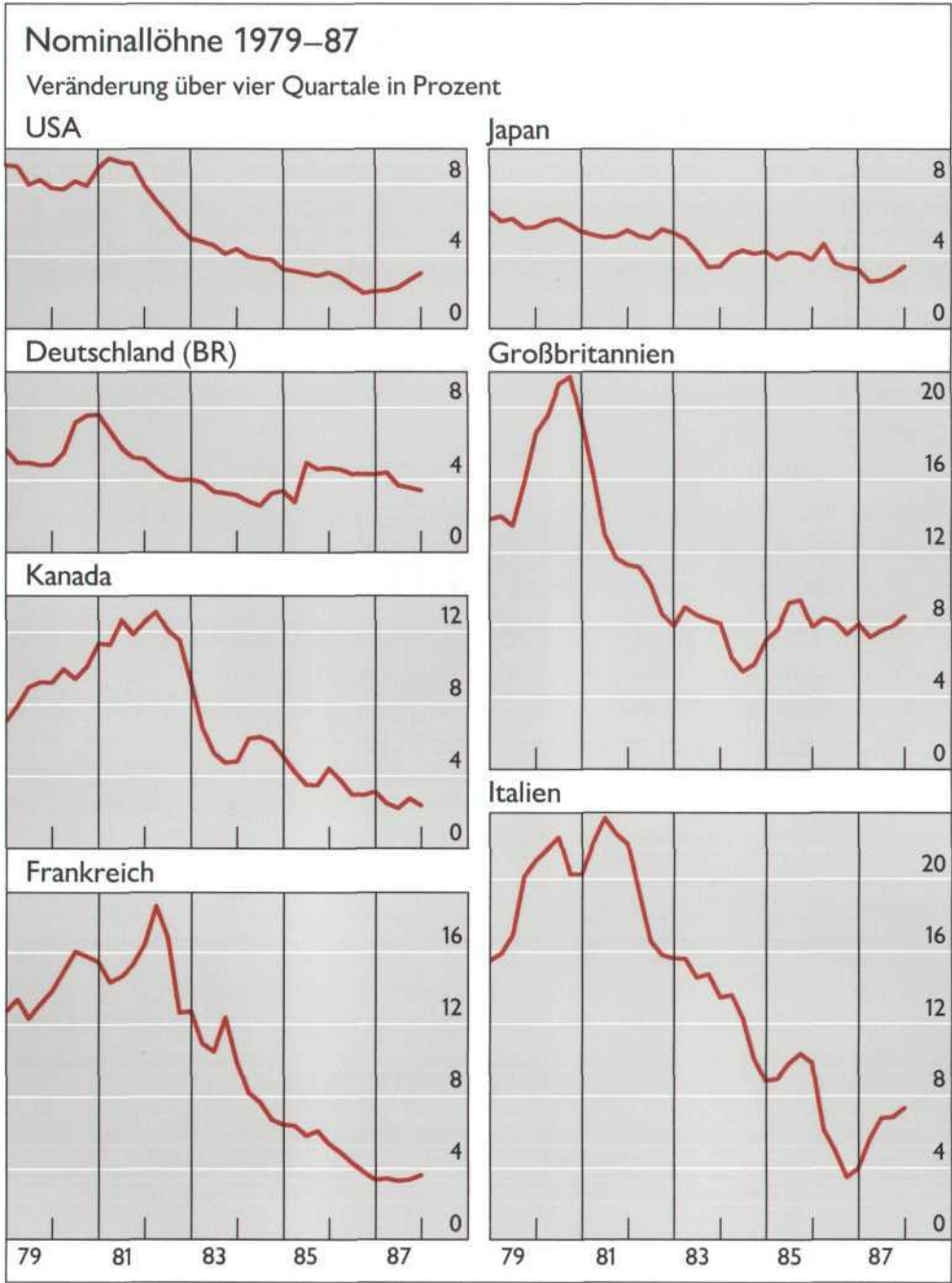
Externe Faktoren

Bei diesen jüngsten Preisveränderungen spielte die Entwicklung der Rohstoffpreise die bei weitem wichtigste Rolle, besonders der Rückgang der Ölpreise zu Beginn des Jahres 1986 und ihre nachfolgende, teilweise Erholung bis zur Jahresmitte 1987. (Die Entwicklung der Rohstoffpreise ist im einzelnen auf S. 43 ff. beschrieben.) Für die meisten Länder schlugen sich diese Vorgänge zusammen mit den wechselkursbedingten Preiseinflüssen in den Einfuhrpreisen nieder, deren Veränderung für ausgewählte Länder in der untenstehenden Grafik gezeigt wird.

Den stärksten Umschwung bei den Einfuhrpreisen erlebte Japan, wo im Sommer letzten Jahres Steigerungen bis zu 15% zu verzeichnen waren, nach rückläufigen Preisen im Jahr 1986 um bis zu 50% im Vorjahresvergleich. Das Ausmaß des vorangegangenen Preisrückgangs war natürlich durch den hohen Anteil der Rohstoffe an den japanischen Einfuhren sowie die Höherbewertung







des Yen in den Jahren 1985 und 1986 beeinflusst. Die damit einhergehende Veränderung der Verbraucherpreise fiel jedoch angesichts des vergleichsweise geringen Anteils der Importe an der inländischen Verwendung sehr viel moderater aus, zumal sich das Tempo der Lohnerhöhungen seit einiger Zeit nicht merklich verändert hat.

In den USA veränderte sich der Anstieg der Importpreise trotz der 1986 sinkenden Ölpreise wenig, vermutlich wegen der kompensierenden Preiseinflüsse der Dollarabwertung auf andere Importgüter. Der jüngste Preisauftrieb blieb jedoch gedämpft, denn ausländische Anbieter von Industrieerzeugnissen fingen einen Teil der Auswirkungen des anhaltenden Dollarkursrückgangs durch die Inkaufnahme einer Schmälerung ihrer Gewinnspannen auf (s. Kapitel III).

Allgemein  
mäßige Lohn-  
erhöhungen...

Unbeschadet der Veränderungen bei den Einfuhrpreisen blieb auch im letzten Jahr in den meisten Ländern die stetige Abflachung der Lohnzuwächse, die nun schon seit mehreren Jahren zu beobachten ist, der Haupteinflußfaktor für die Entwicklung der Preise auf mittlere Sicht. Sicherlich mag sich aus dem Rückgang der Rohstoffpreise im Jahr davor ein vorübergehender günstiger Lohneffekt ergeben haben, so daß die Grundtendenz der Lohnentwicklung durch die Lohnabschlüsse von 1986 etwas unterzeichnet war. Dessen ungeachtet wurde im vergangenen Jahr der Trend bei den Löhnen in den meisten Ländern nicht als besonders problematisch empfunden. Ein besonders ermutigendes Beispiel lieferten die USA: Zwar beschleunigte sich der Lohnauftrieb im zweiten Halbjahr etwas, doch blieb er unter dem Anstieg der Verbraucherpreise, obwohl die Arbeitslosigkeit weiter abnahm und auf ein Niveau absank, von dem viele annahmen, daß es die Inflation tendenziell wieder beschleunigen könnte. Auch

Nominallohne in den kleineren Industrieländern*							
Land	1979-84	1985	1986	1987			
				1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
Veränderung gegen Vorjahr in Prozent							
Australien	10,3	5,0	7,8	5,4	6,2	4,8	5,5
Belgien	6,9	3,6	2,8	0,1	3,0	1,8	2,4
Dänemark	8,4	4,8	4,7	7,7	9,9	9,7	10,0
Finnland	11,1	7,7	6,1	6,9	6,6	9,2	9,2
Griechenland	26,6	19,9	12,8	10,5	10,4	8,6	10,4
Irland	15,0	7,9	7,2	5,5	5,4	4,7	n.v.
Israel	176,6	252,4	61,3	32,3	33,9	30,4	n.v.
Neuseeland	10,3	11,0	15,8	8,0	7,4	7,4	8,5
Niederlande	4,3	2,7	3,3	2,3	2,6	1,9	n.v.
Norwegen	9,3	8,0	10,3	18,7	18,3	14,0	13,9
Österreich	5,9	6,1	4,4	2,4	2,7	3,3	4,1
Portugal	20,8	21,1	16,8	16,2	16,6	10,6	n.v.
Schweden	8,9	7,6	7,4	5,9	7,0	6,4	6,3
Schweiz	5,0	3,1	3,6	2,0	2,6	2,9	2,1
Spanien	16,5	10,0	11,0	5,1	10,7	5,5	5,5
Südafrika	17,4	11,2	14,2	14,7	12,5	15,2	n.v.

\* Stundenverdienst, außer für Israel und Portugal (Tagesverdienst), Australien (Wochenverdienst), Österreich (Monatsverdienst), Neuseeland (tariflicher Wochenverdienst) und Südafrika und die Schweiz (Durchschnittsverdienst je Beschäftigten).

Quellen: OECD Main Economic Indicators und OECD Economic Outlook, IMF International Financial Statistics und Angaben der einzelnen Länder.

in Kanada und Frankreich verlief die Lohnentwicklung recht maßvoll, wenngleich in Frankreich dieses Ergebnis vor dem Hintergrund der anhaltend hohen Arbeitslosigkeit zu sehen ist; was Kanada betrifft, so machte sich gegen Jahresende ein zunehmender Nachfrageüberhang auf dem Arbeitsmarkt bemerkbar. Australien ist gemessen an herkömmlichen Maßstäben insofern ein ungewöhnlicher Fall, als die Lohndynamik bereits seit einigen Jahren durch zwei zwischen der Regierung und den Gewerkschaften ausgehandelte „Absprachen“ erfolgreich in Schach gehalten werden konnte.



Am anderen Ende des Spektrums finden sich Länder wie Großbritannien und Italien, in denen zwar wenig Anzeichen für eine unmittelbar bevorstehende Lohnexplosion zu erkennen waren, aber doch Besorgnis über die Lohnentwicklung laut wurde. In Großbritannien waren offenbar die Lohnsteigerungsraten vor einigen Jahren trotz eines absoluten Höchststands der Arbeitslosigkeit auf einem recht hohen Niveau eingerastet. Eine Zeitlang glich das hohe Produktivitätswachstum, jedenfalls in der verarbeitenden Industrie, einen Teil des Stückkosteneffekts dieser übersteigerten Lohnzuwächse aus, doch im letzten Jahr machte sich bei stark sinkender Arbeitslosigkeit und einem wahrscheinlich nicht mehr durch zyklische Faktoren begünstigten Produktivitätswachstum eine leichte Tendenz zu einer sich im Jahresverlauf beschleunigenden Lohninflation bemerkbar. In Italien, wo die Arbeitslosigkeit hoch blieb und zyklisch bedingte Produktivitätsgewinne offenbar ausliefen, war die Dynamik des Lohnauftriebs stärker ausgeprägt, freilich ausgehend von der 1986 verzeichneten Zuwachsrate, die im Vergleich zum vorangegangenen Jahr erheblich niedriger lag (s. die Grafik auf S. 20). In einigen skandinavischen Ländern verstärkte sich, nominal betrachtet, der Aufwärtsdruck auf die Löhne ebenfalls, z.B. in Dänemark, aber vor allem in Norwegen, wo sich beide Sozialpartner Anfang des Jahres auf ein Einfrieren der Löhne einigten. Andererseits gelang es in Neuseeland, den Lohnanstieg trotz stark steigender Verbraucherpreise weiter zurückzuführen. Offenbar waren die Tarifparteien bereit, die Senkung der direkten Steuern in Rechnung zu stellen, die das Pendant der beträchtlichen, in der Steuerreform enthaltenen Erhöhung der indirekten Steuern war.

... mit einigen Ausnahmen

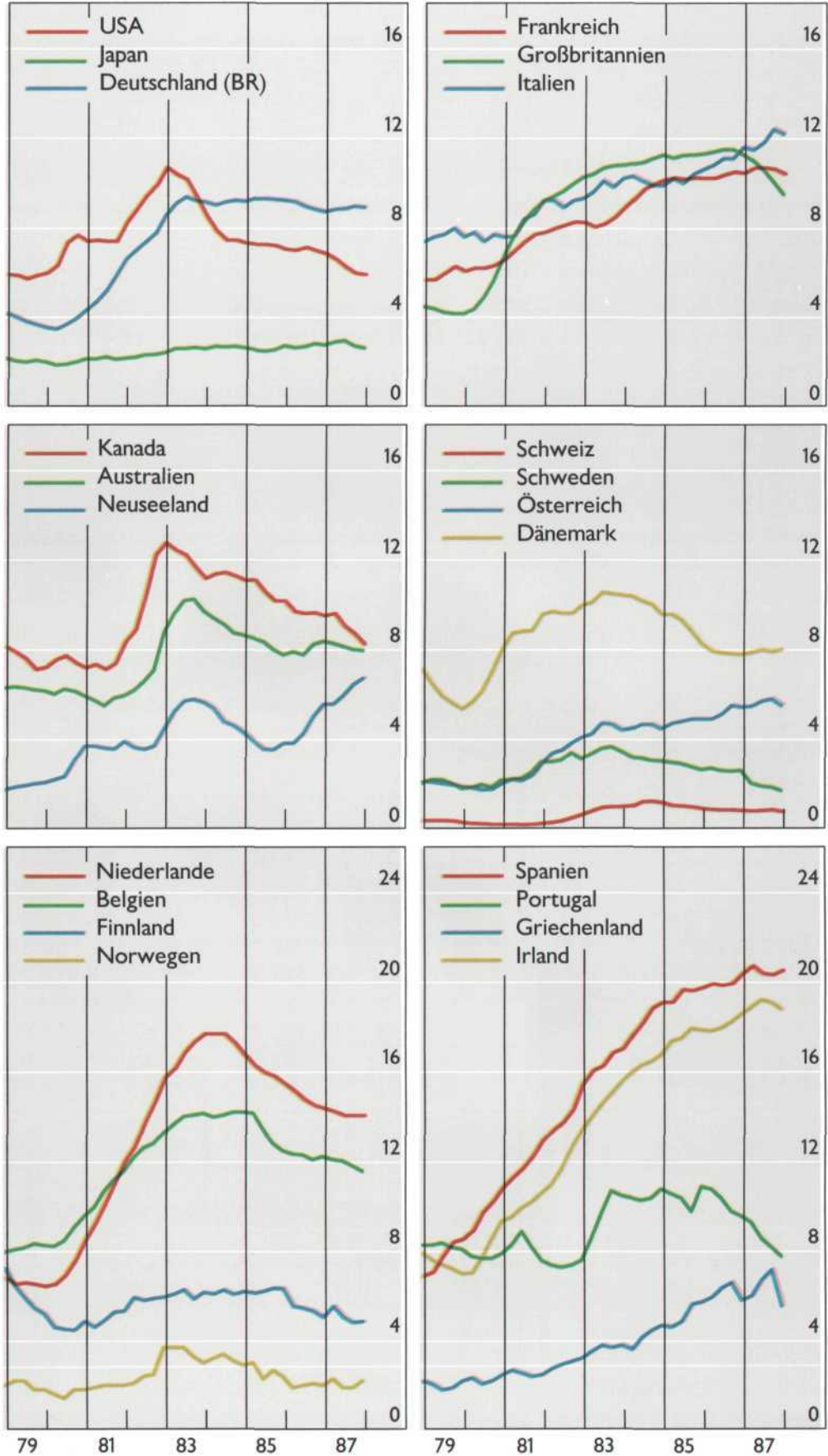
## Beschäftigung und Arbeitslosigkeit

Ganz allgemein läßt sich sagen, daß die nun schon seit einigen Jahren feststellbaren gegensätzlichen Trends an den Arbeitsmärkten von Nordamerika einerseits und Europa andererseits auch für 1987 kennzeichnend waren. In den USA und Kanada nahm die Arbeitslosigkeit weiter ab, obschon die Zahl der Erwerbspersonen nochmals beträchtlich anstieg. In einigen Ländern Kontinentaleuropas blieb hingegen trotz langsamer wachsender oder sogar abnehmender Erwerbsbevölkerung die Arbeitslosigkeit hoch. Bestenfalls kann man sagen, daß sich das europäische Arbeitslosenproblem in absoluten Zahlen gemessen kaum verschlimmerte, sicherlich aber in qualitativer Hinsicht: Die starke Verbreitung langfristiger Arbeitslosigkeit verschlechterte die Beschäftigungsaussichten der Betroffenen tendenziell immer mehr.

Arbeitslosigkeit in Nordamerika weiter fallend, in Europa aber hoch

Der Beschäftigungsanstieg hat sich letztes Jahr in den Vereinigten Staaten auf 2¾% beschleunigt. Die Kehrseite dieser Entwicklung ist jedoch, daß für die Wirtschaft als Ganzes die Produktion je Beschäftigten kaum gestiegen ist. Dies kann mehr oder weniger damit erklärt werden, daß die Beschäftigungszunahme überwiegend im Dienstleistungssektor auftrat, in dem die Produktivität vergleichsweise eher niedrig ist. Neuere Trends deuten aber generell darauf hin, daß gerade dieser Sektor derzeit bezüglich der Schaffung neuer Arbeitsplätze am vielversprechendsten ist. In ähnlicher Weise waren auch in Kanada, Australien, Italien, Norwegen, Spanien und in geringerem Umfang in Japan und

## Arbeitslosenquoten 1979–87\*



\* Angaben und Definitionen der einzelnen Länder.



Großbritannien in den letzten Jahren relativ hohe Wachstumsraten bei der Beschäftigung im Dienstleistungsbereich zu verzeichnen. Außer in Italien, wo die Beschäftigung im Industriesektor zurückging, führte dies zu einer relativ starken Zunahme der Gesamtbeschäftigung. In einigen europäischen Ländern wie Deutschland und Frankreich hat demgegenüber die Beschäftigung im Dienstleistungssektor zwar stärker als in der Industrie, aber doch relativ langsam zugenommen. Andererseits stieg die Produktion je Beschäftigten in diesen Ländern eher schneller als in Nordamerika; die „Beschäftigungsintensität“ des Wirtschaftswachstums war in Europa niedriger.

Zunahme der Beschäftigung konzentriert sich auf den Dienstleistungsbereich

In Großbritannien war freilich dieses Phänomen kein Hindernis für einen deutlichen Rückgang der Arbeitslosigkeit seit Herbst 1986. Anfang dieses Jahres lag die Arbeitslosenquote rund 2½ Prozentpunkte unter ihrem Höchststand.

Beschäftigungswachstum 1973–87				
Land	1973–79	1979–85	1986	1987 <sup>1</sup>
	Jahresveränderungsrate in Prozent			
USA	2,5	1,4	2,3	2,7
Japan	0,7	1,0	0,8	1,0
Deutschland (BR)	-0,5	-0,3	1,0	0,6
Frankreich	0,3	-0,3	0,2	-0,1
Großbritannien	0,2	-0,7	0,5	1,6
Italien	0,9	0,4	0,8	0,4
Kanada	2,9	1,4	2,9	2,8
Australien	0,8	1,6	4,0	2,4
Belgien	0,0	-0,6	1,0	0,2
Dänemark	0,4	0,6	2,0	0,5
Finnland	0,7	1,3	-0,1	-0,3
Griechenland	0,6	1,3	0,6	-1,0
Irland	1,1	-1,1	-0,4	-1,1
Israel	2,1	1,6	1,4	2,4
Neuseeland	1,7	0,8	-0,7	-0,8
Niederlande <sup>2</sup>	0,3	-0,7	1,7	0,9
Norwegen	2,1	1,2	3,6	1,9
Österreich	0,5	-0,2	1,4	0,0
Portugal	0,9	0,7	0,2	1,8
Schweden	1,3	0,5	0,6	0,9 <sup>3</sup>
Schweiz	-0,9	0,4	1,5	1,2
Spanien	-1,2	-1,6	2,4	3,5
Südafrika	1,6	0,8	0,5	0,7
Türkei	1,4	0,8	2,0	1,9

<sup>1</sup> Vorläufig. <sup>2</sup> In jährlicher Arbeitsleistung pro Person. <sup>3</sup> Neue Reihe.  
 Quellen: OECD Employment and Labour Force Statistics, OECD Economic Outlook, ILO Labour Statistics und Angaben der einzelnen Länder.

Während in den ersten Monaten des Rückgangs noch Faktoren wie Umschulungsprogramme, Änderungen im Sozialversicherungssystem und statistische Neudefinitionen eine Rolle spielten, bewies das Ausmaß des Beschäftigungswachstums im letzten Jahr, daß in der Grundtendenz eine erhebliche Verbesserung eingetreten war. Ein weiterer Faktor ist der langsamere Anstieg der

Starker Rückgang der Arbeitslosigkeit in Großbritannien

Erwerbspersonen in den letzten zwei Jahren. Das Endergebnis ist im übrigen ohne grundsätzliche Kompromisse bei der mittelfristigen Gesundheit der öffentlichen Finanzen erzielt worden, wenn auch gegen Jahresende die ohnehin schon hohen Lohnzuwachsrate eine leichte nach oben zeigende Tendenz aufwies.

In Frankreich und Deutschland verlangsamte sich dagegen letztes Jahr der Beschäftigungsanstieg, so daß die Arbeitslosigkeit leicht zunahm – in Frankreich sogar bei gleichzeitiger Stagnation der erwerbstätigen Bevölkerung. Auch in Italien genügte die anhaltende, wenn auch langsamere Zunahme der Beschäftigung nicht, um ein weiteres Ansteigen der Arbeitslosenzahlen zu verhindern.

Wie aus der nebenstehenden Tabelle ersichtlich, verlangsamte sich die Beschäftigungszunahme im letzten Jahr auch in vielen der kleineren europäischen Länder, was beispielsweise für die Niederlande, Belgien, Norwegen und Dänemark bedeutete, daß sich der Rückgang der Arbeitslosigkeit nicht im bisherigen Tempo fortsetzte. In Österreich stieg die Arbeitslosigkeit wieder etwas an; in Australien konnte sich die jüngste Ausweitung der Beschäftigung wegen der starken Zunahme der erwerbsfähigen Bevölkerung nicht in einer geringeren Arbeitslosigkeit niederschlagen, während in Neuseeland der in Gang befindliche Anpassungsprozeß eine gewisse Verschlechterung der Arbeitsmarktsituation nach sich zog.

Im Gegensatz dazu weitete sich die Beschäftigung insbesondere in Spanien, aber auch in Portugal im vergangenen Jahr kräftig und zunehmend aus, da die Nachfrage weiter rasch expandierte. In Spanien konnte freilich diese Entwicklung, die angesichts sehr hoher Arbeitslosigkeit durch Arbeitsbeschaffungsprogramme und den Ausbau der Beschäftigung im öffentlichen Dienst gefördert wurde, kaum mehr als eine Stabilisierung der Lage am Arbeitsmarkt herbeiführen. Die Zahl der Erwerbspersonen nahm – möglicherweise durch die Nachfrage selbst stimuliert – beschleunigt zu. Das gleiche geschah in Portugal, aber weniger ausgeprägt, so daß sich hier der allgemeine Konjunkturaufschwung bei den Arbeitslosenzahlen auswirken konnte.

### Inlandsnachfrage und außenwirtschaftliche Anpassung

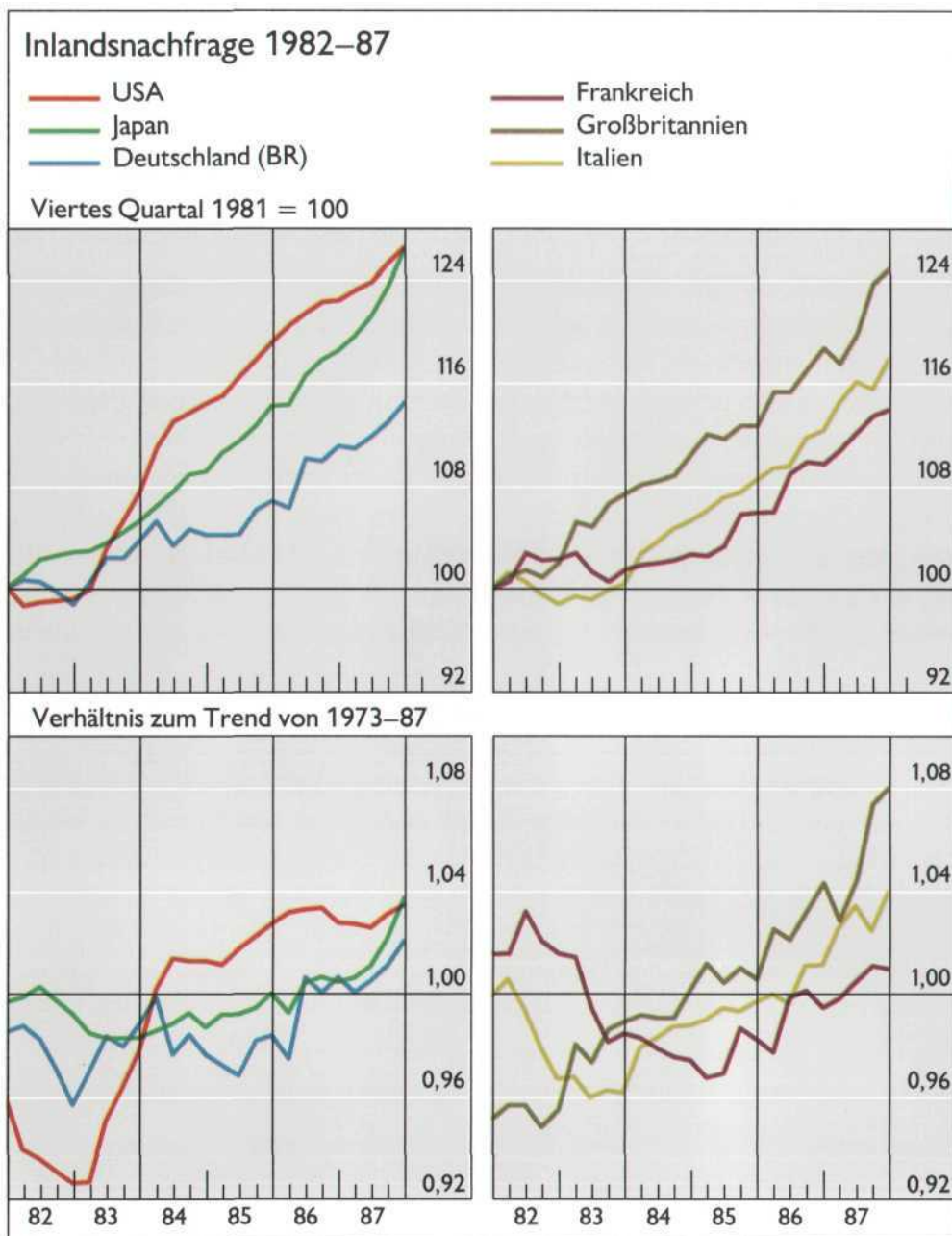
In den Industrieländern tendierte die reale Inlandsnachfrage im ersten Halbjahr des letzten Jahres sowohl in den Überschuß- als auch den Defizitländern zu einem sich abschwächenden Wachstum. Im zweiten Halbjahr war in den Vereinigten Staaten eine gewisse Beschleunigung zu beobachten, die freilich in Japan stärker ausfiel. Somit bewegten sich die relativen Wachstumsraten der Inlandsnachfrage für das Jahr als Ganzes gesehen in die Richtung, die einem besseren internationalen Gleichgewicht förderlich ist. In den Vereinigten Staaten schwächte sich die Zuwachsrate von fast 4 auf 2½% ab; in Japan beschleunigte sie sich von 4 auf 5% und im vierten Quartal auf 6¾% gegenüber dem Vorjahr. In Deutschland ergab sich indessen trotz einer leichten Erholung im zweiten Halbjahr eine Abschwächung von 3¾% auf knapp unter 3%.

Eine andere Sicht dieser Entwicklung vermittelt der untere Teil der umstehenden Grafik, wo das jeweilige Niveau der Inlandsnachfrage in Beziehung zu

Weiterer Anstieg der Arbeitslosigkeit in einigen Ländern

Veränderung der relativen Wachstumsraten der Nachfrage





dessen seit 1973 gemessenen mittelfristigen Wachstumspfad gesetzt wird. Deutlich ist das relative Anziehen der Inlandsnachfrage in Japan und Deutschland im Verlauf des letzten Jahres erkennbar, ebenso die Tatsache, daß die gegenläufige Bewegung in den USA sehr viel geringer ausfiel und im wesentlichen auf das erste Halbjahr beschränkt war. Ein anderes Merkmal ist freilich, daß die Inlandsnachfrage in einigen anderen großen, aber keine Überschüsse aufweisenden Ländern ebenfalls in jüngster Zeit verhältnismäßig dynamisch war, so vor allem in Großbritannien, aber auch in Italien und – weniger deutlich ausgeprägt – in Frankreich.

Es überrascht nicht, daß im letzten Jahr die Einfuhren (von Waren und Dienstleistungen) dieser Entwicklung im allgemeinen folgten, wie aus den Tabellen auf den Seiten 14 und 15 hervorgeht. Kräftig zogen die Importe in Japan an, so daß diese im vierten Quartal dem Volumen nach ihr Vorjahresniveau

um fast 15% übertrafen. Im selben Zeitraum stiegen die deutschen Einfuhren um 7¼%, verglichen mit etwas mehr als der Hälfte dieses Wertes für das Jahr 1986 als Ganzes. In den Vereinigten Staaten verlangsamte sich das Importwachstum, doch lag die Zuwachsrate im vierten Quartal gegen Vorjahr aufgrund des Aufschwungs vom ersten zum zweiten Halbjahr nicht sehr viel niedriger als die für das Jahr 1986 verzeichnete Rate. Für den Erfolg des internationalen Anpassungsprozesses wird es bedeutsam sein, daß sich die Nachfrage in den USA gemessen an den jüngsten Wachstumsraten erneut ermäßigt.

## Einige Merkmale der jüngsten Entwicklungen im verarbeitenden Sektor

Der verarbeitende Sektor ist von besonderer Bedeutung für die Beurteilung des Spielraums, der für den Abbau der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte bei Vermeidung eines Verlustes an realem Einkommenswachstum vorhanden ist. Die Produktion je Beschäftigten in der verarbeitenden Industrie liegt in der Regel höher als in anderen Sektoren, so daß sich eine Verbesserung der Handelsbilanz durch Verlagerung von Ressourcen zugunsten der Industrieerzeugnisse positiv auf das Wachstum des Volkseinkommens auswirken sollte. Zweitens ist das verarbeitende Gewerbe von maßgeblicher Bedeutung für die Gesamtentwicklung, obwohl es in den meisten Ländern weniger als 25% des Sozialprodukts auf sich vereinigt, denn die anderen Sektoren (namentlich das Transportwesen, der Handel und die verschiedenen kommerziellen und finanziellen Dienstleistungen) hängen unmittelbar von der produzierenden Wirtschaft ab. Drittens, und dies ist der wichtigste Punkt, sind gewerbliche Güter international handelbare Güter, wohingegen die Produkte der meisten Dienstleistungssektoren nicht handelbare Güter sind oder nicht dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt sind.

Aus diesen Gründen wird in diesem Abschnitt die verarbeitende Industrie eingehender analysiert, wobei das Schwergewicht auf den Entwicklungen in den USA liegt, aber auch Japan, Deutschland und Großbritannien werden für Vergleichszwecke herangezogen.

Es ist bemerkenswert, daß in den achtziger Jahren die Produktion des verarbeitenden Gewerbes in den Vereinigten Staaten schneller zugenommen hat als in den anderen Ländern der Zehnergruppe (Japan ausgenommen), obwohl die US-Industrie stärker unter der Rezession der Jahre 1981/82 litt als die der meisten anderen Länder und in der Folge einer sich stark aufwertenden Währung ausgesetzt war. Auch die Produktion des verarbeitenden Gewerbes in Großbritannien erholte sich 1987, wie die umstehende Grafik zeigt; allerdings kehrte sich diese Entwicklung in den ersten Monaten dieses Jahres um. In den kontinentaleuropäischen Ländern war hingegen die Produktionsausweitung der verarbeitenden Industrie gering, wobei in Deutschland die Produktion des verarbeitenden Gewerbes 1987 weniger als 10% über ihrem Niveau von 1980 lag.

Die kräftige Ausweitung der Produktion in den USA war von einer günstigen Produktivitäts- und Arbeitskostenentwicklung begleitet. Wie aus der

Der verarbeitende Sektor und der Anpassungsprozeß

Starke Produktionsausweitung in der US-Industrie



## Produktion im verarbeitenden Gewerbe 1980–87

Quartalsdurchschnitte, 1980 = 100

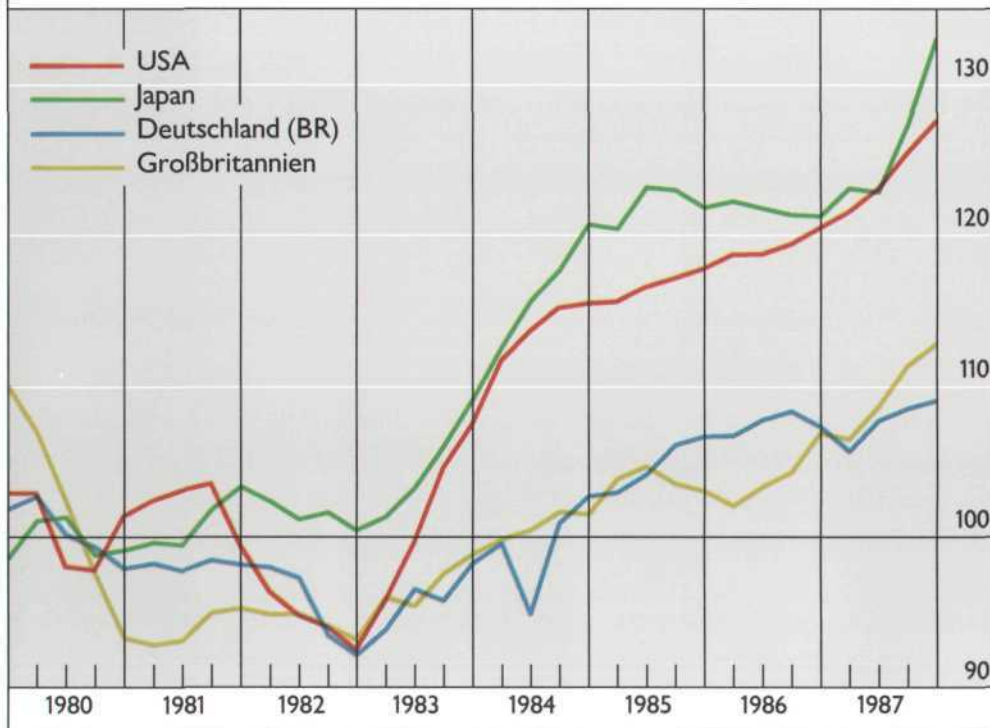


Tabelle auf S. 29 hervorgeht, kehrte sich die vorherige Verlangsamung des Produktivitätswachstums in den achtziger Jahren um, als sich der Zuwachs der Wertschöpfung je Beschäftigten auf mehr als 4% erhöhte, obgleich der Beitrag der Faktorsubstitution nicht höher war als in den siebziger Jahren. Für Großbritannien läßt sich ebenfalls ein Umschwung beim Wachstum der Arbeits- und der Gesamtproduktivität feststellen, wohingegen die Ausbringung je Beschäftigten in Japan seit 1973 mehr oder weniger konstant gestiegen ist. In Deutschland hat sich hingegen der Anstieg der Arbeitsproduktivität bei abnehmendem Beitrag sowohl der Gesamtproduktivität als auch der Substitution von Arbeit durch Kapital stark abgeflacht.

Eine andere positive Entwicklung in den USA war der deutlich verlangsamte Anstieg der Stundenlöhne. Zusammen mit dem verbesserten Produktivitätswachstum hat dies in den vergangenen zwei Jahren zu sinkenden Lohnstückkosten geführt. Während der zwischen 1973–80 und 1980–85 zu beobachtende geringere Anstieg der Stundenverdienste durch die höhere Arbeitslosigkeit und den schwächeren Anstieg der Verbraucherpreise beeinflusst war, ist die Entwicklung der letzten zwei Jahre besonders beeindruckend und kann allein durch einen ungewöhnlichen Grad der Mäßigung seitens der Lohnempfänger erklärt werden. In der Tat stiegen die Stundenverdienste im verarbeitenden Gewerbe im letzten Jahr, als die Arbeitslosigkeit auf den niedrigsten Stand seit 1979 zurückging und die Preissteigerungsraten wieder zunahmen, nur um 1,3%, verglichen mit 3% im Unternehmenssektor. Hinzu kommt, daß der maßvolle Anstieg der Lohnstückkosten nicht in höheren Ertragsspannen aufgefangen wurde; vielmehr sind die Erzeugerpreise gewerblicher Produkte relativ zum

Günstige Entwicklung der Lohnkosten in den USA...

Reale Wertschöpfung, Faktoreinsatz und Produktivität								
Land	Zeitraum	Wertschöpfung	Beschäftigung	Kapitalstock	Arbeitsproduktivität <sup>1</sup>	„beruhend auf“		Kapitalproduktivität <sup>2</sup>
						Gesamtfaktorproduktivität	Faktorsubstitution	
verarbeitender Sektor, Veränderung in Prozent, Jahresrate								
USA	1960–73	4,8	1,4	4,0	3,4	2,8	0,6	0,8
	1973–80	1,0	0,1	3,9	0,9	0,0	0,9	-2,8
	1980–87 <sup>3</sup>	3,5	-0,9	2,5	4,4	3,5	0,9	1,0
Japan	1964–73	13,0	2,8	15,3	9,9	6,8	3,1	-2,0
	1973–80	4,4	-0,8	5,4	5,2	3,7	1,5	-0,9
	1980–87 <sup>3</sup>	5,8	0,6	6,2	5,2	3,8	1,4	-0,4
Deutschland (BR)	1960–73	5,2	0,1	6,6	5,1	3,5	1,6	-1,0
	1973–80	1,5	-1,7	2,2	3,3	2,3	1,0	-0,7
	1980–87 <sup>3</sup>	0,9	-1,2	1,4	2,1	1,5	0,6	-0,5
Großbritannien	1960–73	3,0	-0,5	3,7	3,5	2,5	1,0	-0,7
	1973–80	-1,9	-1,9	2,2	0,0	-1,0	1,0	-4,1
	1980–87 <sup>3</sup>	1,3	-3,7	0,6	5,2	4,1	1,1	0,7

<sup>1</sup> Die Veränderung der Arbeitsproduktivität (Y/L%) kann unter der Annahme berechnet werden, daß die Veränderung der Wertschöpfung (Y%) die gewogene Summe von Veränderungen der Inputs Arbeit und Kapital ist ( $aL\% + (1-a)K\%$ , mit  $a = 0,75$  für alle Länder) zuzüglich des Wachstums der Gesamtfaktorproduktivität (r). Auf diese Weise kann (Y/L%) zerlegt werden in die Veränderung der Gesamtfaktorproduktivität (r) und in die der Relation Kapital/Arbeit ( $((1-a)K/L\%)$ ). <sup>2</sup> Als Veränderung der Produktion im Verhältnis zum Kapitalstock errechnet. <sup>3</sup> Die Zahlen für 1987 sind teilweise geschätzt.

Quellen: OECD Flows and Stocks of Fixed Capital, OECD National Accounts und Angaben der einzelnen Länder.

gesamtwirtschaftlichen Preisniveau gesunken und haben dadurch dazu beigetragen, daß die Inflationsrate insgesamt niedrig blieb und sich die Wettbewerbsposition der US-Unternehmen verbesserte.

... nicht jedoch in Großbritannien und Deutschland

Auch in dieser Hinsicht haben die USA sehr viel besser abgeschnitten als Großbritannien und Deutschland. In Großbritannien verharrten die Nominallohnzuwächse über mehrere Jahre bei rund 7½%, haben dann aber im letzten Jahr als Reaktion auf die sinkende Arbeitslosigkeit und stark verbesserte Unternehmensgewinne wieder zu steigen begonnen. In Deutschland hat sich der Lohnkostenauftrieb trotz hoher Arbeitslosigkeit und eines geringeren Anstiegs der Verbraucherpreise verstärkt. In Japan führten dagegen die bemerkenswert reibungslose Überwindung des zweiten Ölpreisschocks und ein weiter maßvolles Lohnverhalten während des gesamten Zeitraums von 1980 bis 1987 zu abnehmenden Lohnstückkosten, was die Anpassung der japanischen Wirtschaft an die reale Höherbewertung des Yen seit dem Frühjahr 1985 erleichterte.

Stabiles Gewicht der Produktion des verarbeitenden Gewerbes in den USA

Vor diesem Hintergrund erscheinen frühere Befürchtungen einer „De-industrialisierung“ der Vereinigten Staaten als einigermaßen übertrieben. So ist der Anteil der Bruttowertschöpfung der verarbeitenden Industrie am gesamten Bruttoinlandsprodukt während der letzten 25 Jahre mit rund 20% stabil geblieben. Auf der anderen Seite läßt die Stabilität der Produktionsquote der US-Industrie gewisse Zweifel aufkommen, inwieweit das Außenhandelsdefizit durch eine Ausweitung der industriellen Produktion relativ zu jener der



Lohnkosten und internationale Wettbewerbsfähigkeit					
Land	Jahre	Stunden- verdienst	Effektiv- verdienst	Lohnstückkosten	
				in nationaler Währung	in US-Dollar
verarbeitende Industrie, Veränderung in Prozent, Jahresrate					
USA	1960–73	5,0	1,4	1,8	1,8
	1973–80	9,8	–0,6	8,5	8,5
	1980–85	5,9	0,1	2,1	2,1
	1985–87	2,3	–0,8	–1,2	–1,2
Japan	1960–73	15,0	8,3	4,3	6,6
	1973–80	11,8	2,1	5,8	8,6
	1980–85	4,7	1,9	–1,1	–2,2
	1985–87*	3,4	3,0	–1,8	26,1
Deutschland (BR)	1960–73	10,3	6,8	4,3	8,0
	1973–80	9,3	4,5	5,4	11,2
	1980–85	5,3	1,4	1,8	–7,6
	1985–87*	4,8	4,8	3,3	31,8
Großbritannien	1960–73	9,3	4,1	4,8	3,7
	1973–80	19,5	3,0	18,5	17,6
	1980–85	9,2	1,9	3,3	–8,1
	1985–87*	7,9	3,9	3,1	15,9

\* Die Zahlen für 1987 sind geschätzt.  
 Quellen: US Bureau of Labour Statistics: International Comparison of Manufacturing Productivity and Labour Cost. Trends und Angaben der einzelnen Länder.

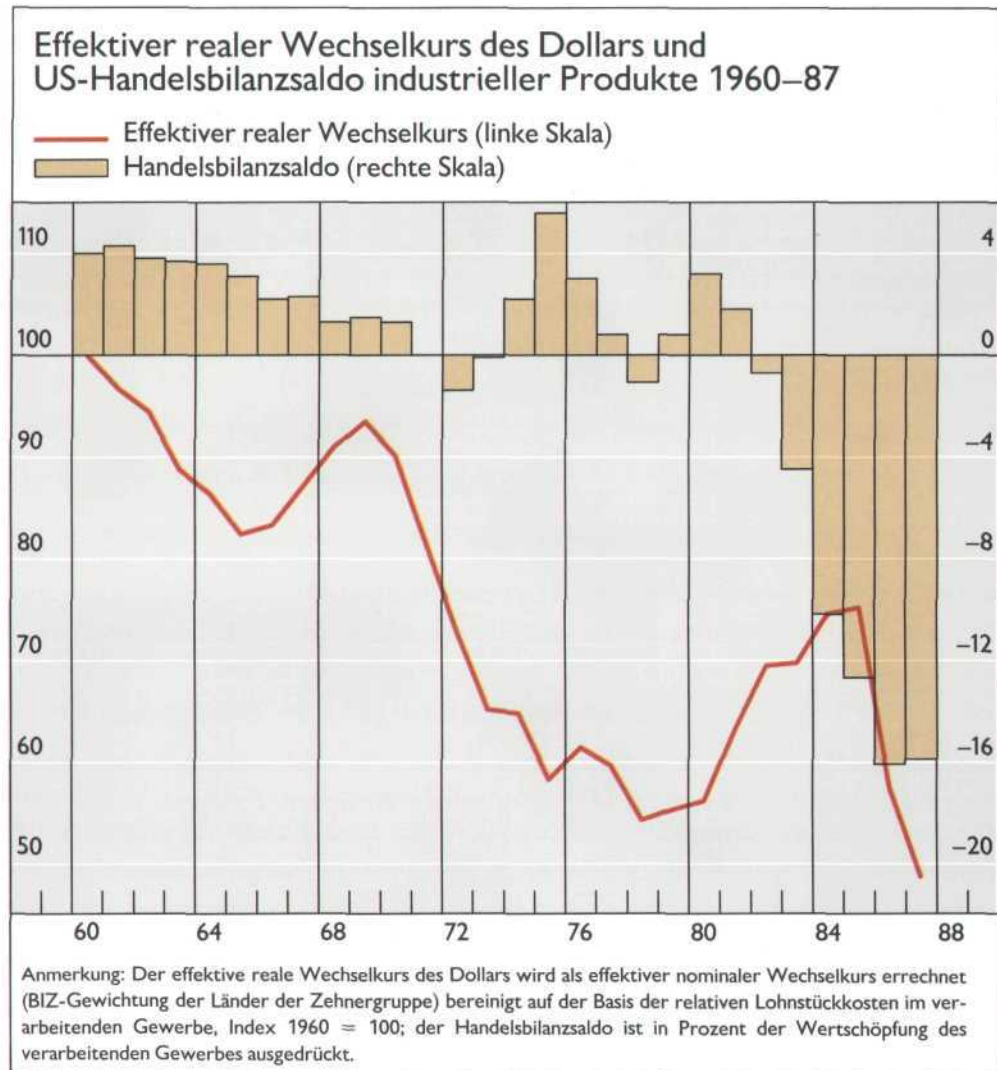
anderen Sektoren verringert werden kann. Hinzu kommt, daß einige andere neuere Entwicklungen eindeutig weniger ermutigend waren als die oben erörterten.

In den sechziger und siebziger Jahren lagen die US-Exporte von Industrieerzeugnissen zumeist über den Importen. In den achtziger Jahren wies hingegen die Handelsbilanz der Industriegüter einen hohen Fehlbetrag auf. Aus nebenstehender Grafik und der Tabelle auf S. 32 läßt sich ersehen, daß diese Verschlechterung mit der Höherbewertung des US-Dollars seit 1980 zusammenfiel und auf den Verlust von Exportmarktanteilen sowie das weitere Vordringen von Auslandsprodukten auf den amerikanischen Absatzmärkten zurückzuführen war. Als Folge der Liberalisierung des Handels, der Spezialisierung und der grenzüberschreitenden Integration der Produktion läßt sich für die meisten Länder ein Trend zu verstärkter Importdurchdringung feststellen. Die Zunahme der US-Importe von Industriegütern während der achtziger Jahre ist allerdings besonders augenfällig. Zudem setzte sich der Anstieg der Importe in Relation zum Angebot inländischer Erzeugnisse, auch dann noch fort, als der Dollarkurs 1985 seinen oberen Wendepunkt erreicht hatte; 1987 machte die Einfuhr industrieller Fertigerzeugnisse rund 35% der Wertschöpfung des verarbeitenden Gewerbes aus, verglichen mit nur 8,9% für die gesamte Wirtschaft (12,2% bei Einbeziehung der Dienstleistungen). Im Verlauf des letzten Jahres ergab sich eine gewisse Verbesserung in der Handelsbilanz, da, real betrachtet,

US-Handelsbilanz für Industriegüter: zunehmende Importdurchdringung



die Ausfuhr industrieller Produkte – nach einem Rückgang 1986 – stark zunahm. Die Importe stiegen indes trotz eines weniger dynamischen Wachstums der Inlandsnachfrage weiter kräftig, sicher unter dem Einfluß eines überraschend mäßigen Anstiegs der Importpreise. Folglich sind klare Anzeichen dafür erkennbar, daß die Anpassung an die starken Änderungen in den relativen Kostenpositionen ungewöhnlich langen Verzögerungen unterworfen war. Will man andererseits den für weitere Anpassungen vorhandenen Spielraum ermessen, so lohnt es sich, einige charakteristische Merkmale der US-Exporte und -Importe aufzuzeigen. Untersuchungsergebnisse haben in der Vergangen-



Lange Verzögerung der Anpassung und ungünstige Einkommenselastizitäten

heit zeigt, daß die Einkommenselastizität der US-Importe erheblich höher ist als die der Exporte in bezug auf das Einkommen der Handelspartner, so daß – unter ansonsten gleichen Bedingungen – in den USA der Zuwachs des Volkseinkommens niedriger als bei den wichtigsten Handelspartnern sein muß, wenn sich die Handelsbilanz nicht verschlechtern soll. Diese Voraussetzung war in den sechziger und siebziger Jahren gegeben, als das Jahreswachstum des Bruttoinlandsprodukts der USA um rund 1¼ Prozentpunkte unter dem in den anderen OECD-Ländern lag. Gleichwohl bedurfte es, wie aus der obenstehenden Grafik

ersichtlich ist, zusätzlich einer allmählichen realen Abwertung des US-Dollars, um einen Verlust an Marktanteilen zu verhindern.

Das zweite Problem, das mit der Herbeiführung einer nachhaltigen Verbesserung der US-Handelsbilanz gewerblicher Güter im Zusammenhang steht, betrifft die Größe der Produktionskapazitäten. Ende letzten Jahres hatte sich die Kapazitätsauslastung in der verarbeitenden Industrie der USA gegenüber dem Jahresende 1986 von 79,8 auf 82,2% erhöht. Damit lag sie noch unter dem 1973 erreichten Höchstwert von 87,3%; aber 1973 wird allgemein als ein Jahr konjunktureller Überhitzung angesehen, und einige Industriezweige,

Hohe Kapazitätsauslastung in den USA ein möglicher Engpass

Indikatoren zu Marktanteilen von Industrieerzeugnissen										
Land	1960	1973	1980	1985	1987 <sup>1</sup>	1960	1973	1980	1985	1987 <sup>1</sup>
	Einfuhr von Industrieerzeugnissen in Prozent der Wertschöpfung des verarbeitenden Gewerbes zu jeweiligen Preisen					Ausfuhr von Industrieerzeugnissen in Prozent des Weltexports von Industrieerzeugnissen <sup>2</sup> zu jeweiligen Preisen				
USA	4,6	13,8	21,5	31,0	35,1	22,3	14,8	15,6	15,2	12,7
Japan	7,5 <sup>3</sup>	8,0	10,4	10,2	9,6	6,2	11,5	13,5	17,9	16,3
Deutschland (BR)	24,6 <sup>4</sup>	25,1	39,0	47,1	43,0	17,4	19,9	18,1	16,9	19,5
Großbritannien	16,3	39,1	51,1	69,5	72,2	15,0	8,5	8,8	7,1	7,2

<sup>1</sup> Teilweise geschätzt. <sup>2</sup> Ohne Exporte von Entwicklungsländern und Osteuropa. <sup>3</sup> 1967. <sup>4</sup> 1970.  
 Quellen: UN Monthly Bulletin of Statistics, OECD National Accounts und Angaben der einzelnen Länder.

namentlich die Grundstoffindustrie, verzeichnen inzwischen einen über den Werten von 1973 liegenden Auslastungsgrad. Hinzu kommt, daß das gegenwärtige Kapazitätsniveau wegen großer Veränderungen der relativen Faktorpreise und der im Vergleich zu maschinellen Ausrüstungen stark gesunkenen Investitionen in Bauten und Betriebsanlagen als zu hoch angegeben sein könnte. Zahlreiche Firmen zögerten angesichts der in jüngster Zeit stark schwankenden Wechselkurse und aus Furcht vor einer künftigen Rezession sowie in Erwartung besonders niedriger Renditen, in neue Bauten und Betriebsanlagen zu investieren – mit dem Ergebnis, daß deren Anteil an den gesamten Anlageinvestitionen auf den geringen Wert von 20% zurückgegangen ist, verglichen mit 30% in früheren Jahren. Statt dessen haben es Unternehmen vorgezogen, verfügbare Mittel in Finanzaktiva anzulegen oder bestehende Ausrüstungen durch modernere und effizientere zu ersetzen, wodurch sich das Volumen maschineller Ausrüstungen je Beschäftigten innerhalb einer gegebenen Betriebsgröße erhöhte. Ein Großteil des günstigeren Produktivitätswachstums der letzten Zeit kann folglich mit dieser Verschiebung hin zu Investitionen mit kürzerer Nutzungsdauer und rascherer Amortisation erklärt werden. Diese günstige Entwicklung wird sich aber wohl nur dann fortsetzen lassen, wenn ihr höhere Investitionen in Bauten und Betriebsanlagen und ein kräftiger steigender Kapitaleinsatz pro Arbeitsplatz folgen.

In diesem Zusammenhang ist die Feststellung interessant, daß auch in Großbritannien, wo Produktion und Produktivitätsleistung ebenfalls bemerk-



kenswerte Verbesserungen aufweisen, die Sorge über unzureichende Sachkapazitäten größer geworden ist. Ende 1987 wies die Kapazitätsauslastung den höchsten Wert der letzten dreißig Jahre auf, und der Anteil der Investitionen in Bauten und Betriebsanlagen betrug nur noch 15%. Überdies erreichten die gesamten Investitionen des verarbeitenden Gewerbes trotz einer Erholung im letzten Jahr nur 75% der schon 1970 verzeichneten höchsten Zuwachsrate, und das Wachstum des Bruttoanlagevermögens war mit einer seit 1980 gerechneten durchschnittlichen Jahresrate von 0,6% das niedrigste aller vier Länder.

Günstige Beurteilung, aber mehr Investitionen nötig

Insgesamt gesehen geben die jüngsten Entwicklungen in der verarbeitenden Industrie der USA mit Blick auf die Reduzierung der internationalen Ungleichgewichte Anlaß zu Hoffnungen: Das Produktivitätswachstum liegt höher, die Nominallöhne steigen mäßig, und sinkende Lohnstückkosten haben zusammen mit einem sinkenden Währungsaußenwert eine deutliche Verbesserung der Wettbewerbsposition der US-Unternehmen gebracht. Unzureichende Sachkapazitäten könnten allerdings weitere inflationsfreie Produktionssteigerungen in Frage stellen. Einige der in jüngster Zeit erzielten Produktivitätsgewinne könnten sich ebenfalls als nicht aufrechterhaltbar erweisen, wenn kapazitätserweiternde Investitionen in Bauten und Betriebsanlagen ausbleiben.

## Finanzpolitik

### *Kurzfristige Entwicklungen*

Finanzpolitik eingeeengt...

Die Finanzpolitik in den Industrieländern stand auch im vergangenen Jahr unter dem Zwang der Bemühungen um Einhaltung mittelfristiger Pläne zur Haushaltskonsolidierung. Die fast durchgängige Verschlechterung des Verhältnisses der öffentlichen Verschuldung zum Bruttosozialprodukt seit Mitte der siebziger Jahre hat die politischen Entscheidungsträger in ihrer Entschlossenheit bestärkt, den Gefahren, die sie in finanzpolitischer Feinsteuerung sehen, auszuweichen. Zudem haben mittelfristige, angebotsorientierte Zielsetzungen eine herausragende Rolle bei den ergriffenen finanzpolitischen Maßnahmen gespielt.

...dennoch in Japan mittelfristige Ziele vorübergehend geändert

Gleichwohl kam es im letzten Jahr angesichts der Notwendigkeit, die internationale Anpassung zu fördern, ohne das Risiko einer Rezession einzugehen, zu einigen Revisionen bei der mittelfristigen Finanzplanung – namentlich in Japan, aber bis zu einem gewissen Grad auch in Deutschland. Das Haushaltsdefizit der USA ging relativ stark zurück, doch war dies natürlich eine Veränderung, die gleichermaßen den binnenwirtschaftlichen wie den internationalen Erfordernissen entsprach. Bedauerlich ist indes, daß weitere Fortschritte in dieser Richtung auf sich warten lassen dürften.

Im Mai gab die japanische Regierung eine Reihe neuer finanzpolitischer Maßnahmen bekannt, mit der in den Haushaltsjahren 1987 und 1988 die Inlandsnachfrage angeregt und die Einfuhren begünstigt werden sollten. Diese Maßnahmen wurden dann im Juli Bestandteil eines Nachtragshaushalts. Hauptkomponente des Maßnahmenpakets waren zusätzliche Ausgaben in Höhe von rund Yen 5000 Mrd. (rund 1½% des Bruttosozialprodukts). Ferner wurden



Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte <sup>1</sup>							
Land	1973	1982	1983	1984	1985	1986	1987 <sup>2</sup>
	in Prozent des Bruttosozialprodukts						
USA	0,6	- 3,5	- 3,8	- 2,8	- 3,3	- 3,5	- 2,4
Japan <sup>3</sup>	0,5	- 3,6	- 3,7	- 2,1	- 0,8	- 1,1	- 0,3
	-2,7	- 6,9	- 6,8	- 5,8	- 4,1	- 4,2	- 1,4
Deutschland (BR)	1,2	- 3,3	- 2,5	- 1,9	- 1,1	- 1,2	- 1,7
Frankreich	0,9	- 2,8	- 3,2	- 2,7	- 2,9	- 2,9	- 2,3
Großbritannien	-2,6	- 2,4	- 3,4	- 3,8	- 2,8	- 2,6	- 1,4
Italien	-6,1	-11,3	-10,7	-11,5	-12,5	-11,4	-10,5
Kanada	0,9	- 6,1	- 7,1	- 6,8	- 7,2	- 5,7	- 4,8
Australien	1,8	- 0,3	- 4,0	- 3,2	- 2,9	- 2,8	- 1,0
Belgien	-5,5	-14,4	-14,9	-12,0	-11,3	-11,0	- 9,3
Dänemark	5,3	- 9,1	- 7,2	- 4,1	- 2,1	3,1	2,2
Finnland	5,8	- 0,6	- 1,6	0,3	0,1	0,6	- 1,4
Griechenland	n.v.	- 7,6	- 8,1	- 9,9	-13,5	-10,7	-10,4
Irland <sup>4</sup>	-3,8	-15,7	-13,9	-12,4	-13,0	-13,0	-10,1
Israel <sup>5,6</sup>	n.v.	- 7,8	- 6,2	-12,6	- 3,4	- 2,6	- 3,0
Neuseeland <sup>5,7</sup>	-2,5	- 6,9	- 9,1	- 7,2	- 4,2	- 3,7	0,8
Niederlande <sup>8</sup>	1,3	- 6,6	- 6,4	- 6,0	- 4,7	- 5,0	- 5,6
Norwegen	5,8	4,4	4,2	7,5	10,4	5,9	4,2
Österreich	1,3	- 3,4	- 4,0	- 2,7	- 2,5	- 3,6	- 4,7
Portugal	1,4	-11,8	-10,4	-13,4	-11,1	- 9,3	- 9,0
Schweden	4,1	- 6,5	- 5,0	- 2,6	- 3,8	- 0,7	3,9
Schweiz <sup>8</sup>	-1,1	- 0,7	- 0,9	- 0,3	- 0,0	1,0	- 0,6 <sup>9</sup>
Spanien	1,1	- 5,6	- 4,8	- 5,5	- 6,8	- 5,2	- 4,5
Südafrika <sup>7</sup>	-1,1	- 3,2	- 4,7	- 4,3	- 3,5	- 4,9	- 4,2
Türkei <sup>7</sup>	-1,8	- 1,8	- 3,3	- 5,3	- 2,8	- 3,6	- 4,4

<sup>1</sup> Einschl. Sozialversicherungen, aber ohne Kapitaltransaktionen zu Finanzierungszwecken. <sup>2</sup> Vorläufig. <sup>3</sup> Kurssive Zahlen einschl. Staatsbetrieben (Finanzierungsrechnung). <sup>4</sup> Finanzierungsbedarf des Schatzministers. <sup>5</sup> Haushaltsjahr. <sup>6</sup> Inländischer Staatshaushalt. <sup>7</sup> Nur zentraler Haushalt. <sup>8</sup> Ohne Sozialversicherungen. <sup>9</sup> Budgetiertes Ergebnis.

Quellen: OECD Economic Outlook, IMF International Financial Statistics, EG, Europäische Wirtschaft und Angaben der einzelnen Länder.

Ausgaben für öffentliche Arbeiten in die erste Hälfte des Haushaltsjahres vorgezogen und Steuersenkungen in Höhe von nahezu Yen 1 000 Mrd. beschlossen. Zusammen mit dem revidierten Ausgabenrahmen für das Finanzjahr 1988 dürften diese Maßnahmen auf eine – zumindest was den Zeitablauf angeht – beträchtliche Änderung früherer Pläne einer mittelfristigen Konsolidierung der öffentlichen Haushalte hinauslaufen. Sie waren zudem in der zweiten Hälfte des letzten Jahres von einer kräftigen Ausweitung der Produktion begleitet, wie ein elfprozentiger Zuwachs der Industrieerzeugung zwischen Mai und Dezember nach zwei Jahren der Stagnation in diesem Sektor belegt. Teilweise deshalb waren die öffentlichen Einnahmen viel höher als erwartet, und das Jahresdefizit des öffentlichen Haushalts nahm in der Tat trotz der stimulierenden Maßnahmen ab.

In Deutschland einigte sich die Regierung im Frühjahr letzten Jahres auf neue Steuersenkungsmaßnahmen für 1990. Aus dem Steuerentlastungspaket wurden etwas mehr als DM 5 Mrd. auf den 1. Januar 1988 vorgezogen. Weniger

Konjunkturbelebende Maßnahmen in Japan

als die Hälfte der für 1990 vorgesehenen Steuererleichterungen von mehr als DM 44 Mrd. soll durch ein höheres Aufkommen bei anderen Einnahmearten finanziert werden. Nach der fünfjährigen Finanzplanung sah die Bundesregierung einen Anstieg der Deckungslücke im Bundeshaushalt von revidierten DM 26,3 Mrd. (1,3% des Bruttosozialprodukts) im Jahr 1987 auf fast DM 30 Mrd. (1,4%) im Jahr 1988 vor und für 1991 einen Rückgang auf 1,1% des BSP. Wachstumsanstöße erhofft man sich somit vor allem von den Auswirkungen niedrigerer Steuersätze auf die Angebotsseite. Inzwischen haben sich jedoch die finanzpolitischen Aussichten verschlechtert. Zu den automatischen Auswirkungen des verhaltenen Wirtschaftswachstums, die sich bereits 1987 bemerkbar machten, und einem niedrigeren Bundesbankgewinn kommen nun wahrscheinlich höhere Zahlungen an die Europäische Gemeinschaft im Jahr 1989 hinzu. Gibt es keine weiteren Änderungen in der Finanzpolitik, könnte das Defizit im laufenden Jahr auf rund DM 40 Mrd. ansteigen, wobei die Regierung Maßnahmen erwägt, die zumindest die höheren Zahlungen an die EG im Jahr 1989 ausgleichen sollen. Ungeachtet dieser Probleme gab die Regierung Ende 1987 einige weitere wachstumsstimulierende Maßnahmen bekannt, die jedoch nur verhältnismäßig geringe direkte Auswirkungen auf das Haushaltsdefizit haben werden.

In den USA verringerte sich das Defizit des Bundeshaushalts – nach einem Rekordstand von über \$ 220 Mrd. im Jahr 1986 – auf \$ 150 Mrd. im Haushaltsjahr 1987. In Prozent des Bruttosozialprodukts (3,4%) war der letztjährige Fehlbetrag der niedrigste seit 1981. Dieses Ergebnis wurde durch das anhaltende Wirtschaftswachstum begünstigt, aber auch durch Mehreinnahmen im Zusammenhang mit Verkäufen von Vermögenswerten und durch vorübergehende Mehreinnahmen aus Einmaleffekten der Steuerreform von 1987. Das wahrscheinliche Ausbleiben oder gar die teilweise Verkehrung einiger dieser Faktoren im Jahr 1988 komplizierten die Aufstellung des Haushalts für das laufende Fiskaljahr, selbst nach der im September erfolgten Abänderung der im Gramm-Rudman-Hollings-Gesetz vorgesehenen Ziele für die Reduzierung des Defizits. Mit diesen Beschlüssen wurde der Zeitpunkt, zu dem schließlich ein ausgeglichener Haushalt erreicht werden soll, um zwei Jahre auf 1993 hinausgeschoben, und der Defizitplafond für das laufende Haushaltsjahr ist auf \$ 144 Mrd. festgesetzt worden, verglichen mit \$ 108 Mrd. nach den ursprünglichen Gesetzesvorhaben.

Gleichwohl vermochten sich Administration und Kongreß erst längere Zeit nach Beginn des laufenden Haushaltsjahres – und nach dem Börsenkrach – auf ein Maßnahmenpaket für 1988 zu einigen, das den gesetzlich vorgesehenen Kürzungsautomatismus bei den Ausgaben vermeidet. Für dieses Jahr ist nur eine kleine weitere Rückführung des Defizits – auf \$ 146,7 Mrd. – vorgesehen. Für das Haushaltsjahr 1989 wird nach den jüngsten Budgetvorschlägen eine etwas größere Reduktion auf knapp \$ 130 Mrd. offiziell vorausgeschätzt, wobei ein reales Wirtschaftswachstum von 3½% unterstellt wird. Einige Beobachter, beispielsweise das Budgetbüro des Kongresses, sind hier allerdings weniger optimistisch.

Die vier anderen großen Volkswirtschaften wiesen allesamt im letzten Jahr einen leichten Rückgang des Haushaltsdefizits in Relation zum Sozialprodukt auf.



In Frankreich entsprach die Verbesserung den Zielsetzungen der Regierung, zumindest was den zentralen Haushalt angeht, wengleich im Mai Sofortmaßnahmen gegen das wachsende Defizit im Sozialversicherungssystem ergriffen werden mußten. Wie in Großbritannien, dort allerdings spürbarer, spielten auch die Einnahmen aus Privatisierungen eine Rolle. In der Tat wurde im Vereinigten Königreich aufgrund des starken Wirtschaftswachstums und vorübergehend höherer Ölpreise aus dem Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors im abgelaufenen Haushaltsjahr eine Schuldentilgung, und so soll es nach dem neuen Haushalt auch im laufenden Fiskaljahr bleiben. In Kanada trug die dynamische Wirtschaftstätigkeit gleichfalls zu einem reduzierten Defizit bei; gleichzeitig wurden weitere Schritte zu einer restriktiveren Ausrichtung der Finanzpolitik unternommen. In Italien beschwor hingegen die kräftige Ausweitung der Inlandsnachfrage die Gefahr der Nichteinhaltung der haushaltspolitischen Zielsetzungen herauf. Als im Sommer der Druck auf die Lira zunahm, wurde ein Bündel steuerlicher Sofortmaßnahmen ergriffen. Zwar ging das Defizit des zentralen Haushalts im vergangenen Jahr in Relation zum Sozialprodukt zurück, aber doch nicht im ursprünglich geplanten Ausmaß. Vorschläge für eine weitere sofortige Rückführung des Fehlbetrags in diesem Jahr stießen im Winter auf politischen Widerstand, sind jedoch inzwischen in abgeänderter Form angenommen worden.

Andernorts war man weiterhin um die Haushaltskonsolidierung bemüht – mit unterschiedlichem Erfolg. Australien und Neuseeland gelang im vergangenen Jahr eine weitere Verringerung des Defizits, im letzteren Fall ergab sich sogar ein Überschuß im Haushalt. In Belgien wurde die Konsolidierung wieder aufgenommen, was zu einem leicht verlangsamten Wirtschaftswachstum beitrug; in Schweden wandelte sich das Finanzierungsdefizit der öffentlichen Haushalte in einen hohen Überschuß, was freilich teilweise darauf zurückzuführen war, daß Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds mit einer befristeten Sonderabgabe belegt wurden. Die öffentlichen Haushalte in Dänemark verblieben im vergangenen Jahr vor dem Hintergrund eines Außenhandelsdefizits im Überschuß, dessen Abnahme wahrscheinlich größtenteils auf den automatischen Auswirkungen des schwächeren Wirtschaftswachstums beruhte. In Spanien wurde die Verschärfung des finanzpolitischen Kurses nicht in dem vorgesehenen Ausmaß erreicht, doch half die starke Ausweitung der Nachfrage, das tatsächliche Defizit etwas zu senken. Die norwegische Regierung griff im letzten Jahr angesichts sinkender Einkünfte aus dem Ölgeschäft und eines hohen Leistungsbilanzdefizits zu restriktiven Maßnahmen, konnte aber gleichwohl einen weiteren Rückgang des Haushaltsüberschusses nicht verhindern. Der Regierung Irlands gelang hingegen unter dem Druck der hohen Staatsverschuldung eine weitere Verringerung des staatlichen Defizits.

In den Niederlanden milderten die staatlichen Behörden trotz der im Jahr 1986 verminderten Einnahmen aus dem Erdgasgeschäft die geplanten Ausgabenkürzungen im letzten Jahr, als sich erste Anzeichen einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums einstellten. In Griechenland kam es nicht zu dem erhofften Grad an finanzpolitischer Restriktion, während in Finnland befristete Steuerrückzahlungen an Private dazu beitrugen, daß die öffentlichen Haushalte trotz der Beschleunigung des Wirtschaftswachstums in ein Defizit gerieten. In

Rückgang der Haushaltsdefizite in anderen wichtigen Volkswirtschaften

Kleinere Industrieländer setzen ihre Bemühungen zur Haushaltskonsolidierung fort

Portugal gab es nach der Einführung der Mehrwertsteuer und weiterer Maßnahmen im Jahr 1986 im letzten Jahr nur wenig weitere Fortschritte bei der Rückführung des hohen Haushaltsdefizits. In Österreich besteht die mittelfristige Zielsetzung nunmehr darin, die Grundtendenz der Ausweitung des Defizits in diesem Jahr zum Stillstand zu bringen und deren Umkehrung im Jahr 1989 einzuleiten.

### *Zur Diskussion über die Finanzpolitik auf kurze Sicht*

Trotz überzeugender Argumente zugunsten einer mittelfristigen Konsolidierung der öffentlichen Haushalte und der Festlegung auf einen solchen Kurs in den meisten Ländern hielt im vergangenen Jahr die Diskussion darüber an, inwieweit diese Ausrichtung der Finanzpolitik vorübergehend modifiziert werden sollte, um dringlichere Probleme wie die internationalen Ungleichgewichte und die hohe Arbeitslosigkeit in Europa anzugehen. Nachdem Japan im letzten Jahr entsprechende Maßnahmen ergriffen hatte (s. auf S. 33f.), wandte sich die Aufmerksamkeit bezüglich beider Problembereiche Europa zu. Soweit beide Situationen gleichgerichtete Schritte zu erfordern schienen, stellte sich das Problem einer möglichen Inkompatibilität nicht. Allerdings kamen Zweifel auf, ob zusätzliche Maßnahmen in den Überschußländern angezeigt wären, solange es nicht zu einer noch stärkeren Reduzierung des US-Haushaltsdefizits gekommen sei.

In Europa wurde es indes noch deutlicher, daß das bedeutendste Überschußland, die Bundesrepublik Deutschland, nicht allein die „Lokomotivfunktion“ werde übernehmen können. Die Möglichkeiten eines Landes, das ungefähr ein Viertel des Sozialprodukts der Europäischen Gemeinschaft, aber nur etwa 8% des Sozialprodukts aller Industrieländer zusammengenommen erwirtschaftet, das Nachfragewachstum und die Arbeitslosigkeit in größerem Rahmen direkt zu beeinflussen, sind offensichtlich eher begrenzt. Hinzu käme, daß bei einer so offenen Volkswirtschaft wie der deutschen ein großer Teil der Wachstumsanstöße ohnehin im Ausland versickern würde. So sehr dies auch für andere Länder hilfreich wäre, würde es gleichzeitig bedeuten, daß Versuche, das Wachstum zu stimulieren, ihre Grenzen darin finden würden, in welchem Maße eine Verschlechterung der Leistungsbilanz für die deutschen Instanzen akzeptabel wäre. Diese könnten ohnehin mit einer gewissen Berechtigung darauf hinweisen, daß die Inlandsnachfrage in Deutschland bereits seit über zwei Jahren stärker wächst als die Produktion, wie die Abnahme des realen Außenbeitrags um rund 3 1/3% des Bruttosozialprodukts von Mitte 1985 bis Ende 1987 belegt.

Derartige Überlegungen brachten allerdings weder die Diskussion zum Abschluß, noch trugen sie in nennenswertem Maße dazu bei, Deutschland aus dem Rampenlicht der Öffentlichkeit herauszunehmen. Zwar wurde gesehen, daß das Argument zugunsten eines schnelleren Nachfragewachstums (oder zumindest der Verhinderung einer weiteren Abschwächung, die sich aus der Korrektur des US-Außenbeitrags bei den übrigen Ländern ergäbe) für Europa ganz allgemein gültig sei, doch wurde eingewendet, daß gegenwärtige oder zukünftige außenwirtschaftliche Zwänge Einzelmaßnahmen der meisten anderen europäischen Länder verhinderten. So sahen sich einige Länder mit

Weltweite  
Ungleichgewichte und hohe  
Arbeitslosigkeit  
stellen ein wirtschaftspolitisches  
Dilemma dar



relativ schnellem Wirtschaftswachstum wie Spanien und Portugal der Eventualität gegenüber, die Expansion wegen der Verschlechterung ihrer außenwirtschaftlichen Position bremsen zu müssen. Einigen anderen, die bereits trotz langsamen Wachstums ein Defizit aufwiesen, schienen die Hände gebunden. Ein Teil der vorgeschlagenen Lösung, wie sie beispielsweise in der „kooperativen Wachstumsstrategie“ der EG-Kommission dargelegt war, bestand darin, daß möglichst viele Länder, Deutschland eingeschlossen, (wahrscheinlich differenziert) leicht expansive Maßnahmen ergreifen sollten.

Eine „kooperative Wachstumsstrategie“ für Europa?

Es trifft natürlich zu, daß Europa als Gesamtheit eine nach außen hin weniger offene Volkswirtschaft ist als jedes einzelne seiner Mitglieder. Daraus folgt, daß jedes Land im Rahmen dieser Strategie für sich genommen eine geringere Verschlechterung seines Außenbeitrags (für ein gegebenes zusätzliches Nachfragewachstum) erfahren würde, als wenn es allein handelte. Ähnliche Überlegungen führen zu derselben Schlußfolgerung in bezug auf sein Haushaltsdefizit und seine staatliche Verschuldung relativ zum Bruttosozialprodukt. Eine kooperative Aktion ist offensichtlich hinsichtlich ihrer Auswirkungen auf Zahlungsbilanz und Staatsfinanzen weniger kostspielig.

Dies bedeutet freilich nicht, daß derartige Kosten nicht vorhanden sind. Besonders in bezug auf die öffentlichen Finanzen läßt sich mit Blick auf den säkularen Anstieg der öffentlichen Verschuldungsquoten behaupten, daß derartige Kosten unter den gegenwärtigen Umständen nur zu einem geringen Teil oder überhaupt nicht tragbar sind (s. den folgenden Abschnitt). Überdies hat sich die Furcht vor einem Wiederaufleben der Inflationserwartungen noch nicht in allen Ländern vollständig gelegt, und die Frage, was untergräbt das Vertrauen der Investoren mehr – anhaltend langsames Wirtschaftswachstum oder das Abweichen von stabilen finanzpolitischen Leitlinien –, ist nicht leicht zu beantworten. Deshalb überrascht es nicht, daß selbst die Befürworter von zusätzlichen Maßnahmen auf den begrenzten Handlungsspielraum verwiesen.

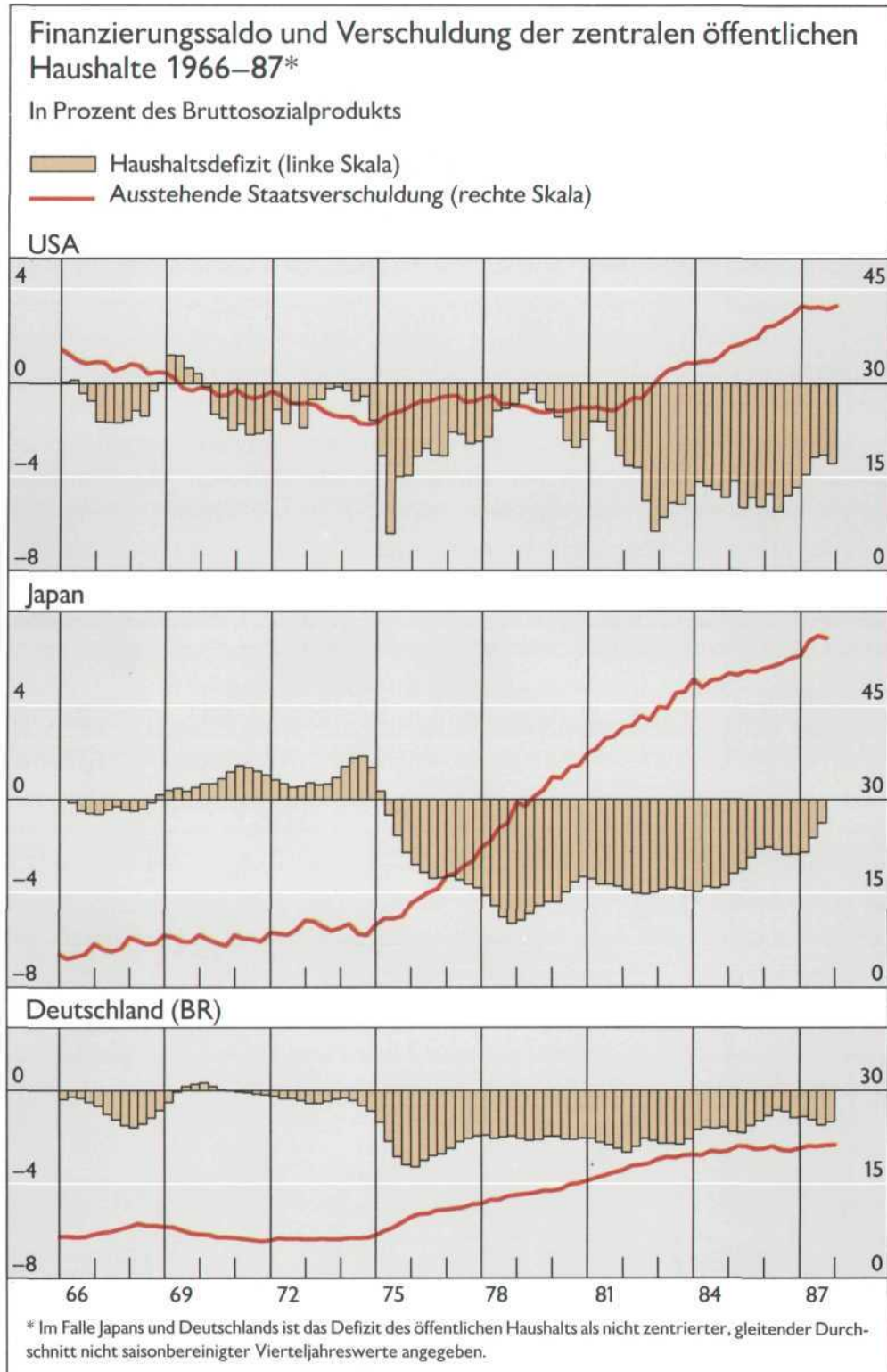
Begrenzter Handlungsspielraum

### *Begrenzter Handlungsspielraum als Folge der öffentlichen Verschuldung*

Seit dem ersten Ölpreisschub haben die meisten Länder ständig mit Schwierigkeiten zu kämpfen, ihre öffentlichen Finanzen solide im Griff zu behalten. Haushaltsdefizite waren groß und hartnäckig, und statt das Wirtschaftswachstum anzuregen, beruhten sie ihrerseits teilweise auf dem langsamen Wirtschaftswachstum. Gleichzeitig bedeutete dieses – in den letzten Jahren besonders nominal – langsame Wirtschaftswachstum, daß die tatsächlichen Defizite die Staatsverschuldung in Relation zum Bruttosozialprodukt stärker haben steigen lassen, als es sonst der Fall gewesen wäre. Die Verschlechterung dieser Relation geht – besonders in Zeiten steigender Zinsen – Hand in Hand mit einem tendenziellen Anstieg der relativen Kosten des Schuldendienstes. Angesichts der offenkundigen Notwendigkeit, das Gesamtdefizit mittelfristig zu senken, verstärkt eine solche Entwicklung noch den Zwang, innerhalb des Haushalts andere Ausgaben als Zinsen zu kürzen.

Anstieg der öffentlichen Verschuldung im Verhältnis zum BSP

Eines der Länder, das eine relativ hohe und rasch steigende öffentliche Verschuldungsquote aufweist, ist – vielleicht überraschenderweise – Japan, wenn diese auch von einer niedrigen Basis ausging (s. die nebenstehende Grafik).



Das japanische Beispiel

Zur Zeit der ersten Ölkrise betrug das Verhältnis der ausstehenden Verschuldung des zentralen Haushalts zum Bruttonationalprodukt rund 10%; Ende des letzten Jahres lag die Relation bei rund 55%. Der Anteil des Haushalts, der dem Schuldendienst dient, ist sogar noch stärker gestiegen, da andere Ausgabearten streng kontrolliert wurden. Zum Teil hängt dies damit zusammen, daß das nominale Wachstum des Bruttonationalprodukts besonders in den frühen achtziger



Jahren relativ zum Anstieg der Zinsen bedeutend niedriger war als in der Zeit vor 1973. Dieser Umstand, der auch für die meisten anderen Länder gilt, führte dazu, daß der Zinsaufwand im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt zunahm.

In Deutschland ist das Defizit der zentralen Haushalte trotz seines seit Mitte der siebziger Jahre chronischen Charakters nicht so hoch gewesen wie in Japan. Allerdings vermochte die Konsolidierung der letzten Jahre lediglich den seit 1974 leicht steigenden Trend der öffentlichen Verschuldungsquote zu stoppen, freilich auf einem deutlich niedrigeren Stand als in vielen anderen Ländern. Zudem entstand im letzten Jahr mit einem sich abschwächenden nominalen Wachstum des Sozialprodukts wieder ein positives Gefälle zwischen Zinsen und Wachstumsrate, was den Schluß nahelegt, daß, sollte es sich nicht umkehren, die Schuldendienstlast eher weiter zunehmen könnte.

Die Lage in den USA stellt sich in mancher Beziehung weniger problematisch dar, obwohl die politischen Hindernisse, die sich einer angemessenen Politik in den Weg stellen, mindestens genau so hoch sind wie andernorts. Das liegt hauptsächlich daran, daß die Wirtschaftstätigkeit in den USA auf einem hohen Niveau liegt. Da von einer weiteren Korrektur des Außenbeitrags eine weitere Nachfragedämpfung ausgehen kann, besteht somit kein Konflikt zwischen den Erfordernissen der Wirtschaft und dem Erfordernis gesünderer öffentlicher Finanzen.

Weiterer Abbau des US-Defizits erforderlich

Die Vereinigten Staaten gehören also zu den ganz wenigen Ländern, in denen die Verfolgung einer der Lage der Wirtschaft angemessenen Wirtschaftspolitik nicht durch fiskalpolitische Zwänge behindert wird. Andernorts besteht entweder ein echtes Dilemma oder die öffentliche Schuldenquote ist bereits so hoch, daß expansive Maßnahmen schlichtweg als ausgeschlossen gelten, unabhängig von der wirtschaftlichen Lage. Da der Geldpolitik die mittelfristige Sicherung der Geldwertstabilität als Hauptaufgabe zugeordnet ist und sie deshalb für den Versuch einer kräftigen Nachfrageankurbelung nicht zur Verfügung steht, überrascht es nicht, daß die wirtschaftspolitisch Verantwortlichen in der zunehmenden Verlagerung des Schwergewichts auf Maßnahmen zur Stimulierung der Angebotsseite der Wirtschaft den einzigen gangbaren und auch erwünschten Weg sehen, der aus ihrem Dilemma herausführt.

Andere Länder stehen vor einem politischen Dilemma

## Strukturelle Anpassung und mikroökonomische Reform

Im Gegensatz zu der zunehmend begrenzten Rolle der Haushaltspolitik auf der Nachfrageseite rücken steuerliche Maßnahmen bei dem Bemühen in den Mittelpunkt, das Angebotspotential der Wirtschaft wiederzubeleben. Nach den erheblichen Anstrengungen zur Rückführung des Anteils der von den öffentlichen Ausgaben beanspruchten Ressourcen (Anstrengungen, denen das langsame Wirtschaftswachstum als solches entgegenstand) standen Steuerreformen zunehmend im Mittelpunkt des Interesses. Generell ging es darum, Verwerfungen und Unausgewogenheiten im Steuergefüge zu verringern, um so Leistungsbereitschaft, Ersparnis und Investitionen zu stärken. Daneben wurde in einigen Fällen auch eine Verbreiterung der Einnahmenbasis als Teil der Bemühungen um eine Rückführung der Haushaltsdefizite angestrebt. Das auffälligste

Die Aufgabe der Steuerreform in der angebotsorientierten Wirtschaftspolitik

Merkmal der Steuerreformen war die Senkung der Steuersätze, namentlich der hohen marginalen Sätze der Einkommenssteuer. Es bestand auch die Tendenz, die Steuerlast stärker dem Verbrauch aufzubürden, teilweise in der Hoffnung, damit die Spartätigkeit anzuregen. Da eine zunehmende Ersparnisbildung ohne eine zumindest gleichgroße Zunahme der Investitionen allenfalls nur die Nachfrage schwächen und die Haushaltsdefizite verschlimmern könnte, war auch die Körperschaftssteuer Gegenstand von Reformbemühungen in Gestalt einer Herabsetzung der Steuersätze und einer Verbreiterung der Steuerbasis. Gleichzeitig wurden frühere, auf spezifische Investitionsbereiche zielende Maßnahmen zurückgenommen oder aufgehoben. Vielfach herrschte indes mit Blick darauf, daß die makroökonomische Wirtschaftspolitik allein kein Garant für ein nachhaltiges, inflationsfreies Nachfragewachstum sein kann, die Ansicht vor, daß auch auf anderen Feldern Maßnahmen erforderlich sind, namentlich solche, die die Rentabilität neuer Investitionen abstützen.

Das weite Feld  
der strukturellen  
Anpassungsmaß-  
nahmen

So wurden insbesondere umfassende Reformen mit dem Ziel in Angriff genommen, den Wettbewerb und die Flexibilität auf den Produktmärkten zu fördern und die Funktionsfähigkeit der Arbeitsmärkte zu erhöhen. Von Bedeutung waren Deregulierung und Privatisierung ebenso wie der Abbau von Subventionen sowie – auf dem Arbeitsmarkt – Anpassungen der gesetzlichen Bestimmungen betreffend Mindestlöhne und Beschäftigungsschutz sowie Reformen bei der Sozialversicherung. Die Deregulierung der Finanzmärkte wurde besonders energisch betrieben, wobei ein wichtiges Ziel war, sowohl die Kapitalallokation als auch die Effizienz des Finanzsektors zu verbessern.

Ein allgemeines Problem, das sich auch bei Maßnahmen zur Ausweitung der Liberalisierung des Welthandels stellt, besteht darin, daß die möglichen Vorteile umfassender mikroökonomischer Reformen groß sein können und weiten Teilen der Bevölkerung zugute kommen, die entsprechenden Kosten aber häufig einen kleinen Kreis belasten. Dieser Umstand läßt gelegentlich die Ansicht aufkommen, daß eine mikroökonomische Reform ähnlich wie Versuche zur Förderung der privaten Investitionen um so leichter zu verwirklichen ist, je günstiger das Klima für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ist. Soweit dies zutrifft, muß man von realistischen Annahmen ausgehen, wie viel und wie schnell durch angebotsseitige Maßnahmen allein erreicht werden kann. Gleichwohl dürften derartige Maßnahmen angesichts der in diesem Kapitel angesprochenen engen Grenzen, die der makroökonomischen Wirtschaftspolitik gesetzt sind, am ehesten zu der Hoffnung berechtigen, daß das Wirtschaftswachstum direkt gesteigert werden kann und das herkömmliche makroökonomische Instrumentarium auf längere Sicht wieder in gewissem Umfang verwendbar wird.

## Das Wirtschaftsgeschehen in den Entwicklungsländern

Wie bereits erwähnt, schwächte sich das Produktionswachstum in den Entwicklungsländern im abgelaufenen Jahr auf 3% ab, wobei in Afrika, dem Nahen Osten und in den Ölförderländern besonders niedrige Zuwachsraten zu verzeichnen waren. In Lateinamerika weitete sich die Produktion ebenfalls langsamer aus, wohingegen die Gruppe der asiatischen Länder ihre durchschnittliche Wachstumsrate auf 7% anheben konnte, obwohl in Indien der Produktionszuwachs

Ein enttäuschendes Jahr  
1987



Produktionswachstum in den Entwicklungsländern								
Land/ Ländergruppe	1976–81	1982	1983	1984	1985	1986	1987	Pro-Kopf- Erzeugung 1981–87
Veränderung in Prozent, Jahresrate								
Afrika	2,2	1,5	-1,7	0,3	2,7	1,0	0,4	-1,9
Nigeria	-0,2	-3,2	-6,3	-5,2	5,3	-3,3	1,2	-6,4
Länder südlich der Sahara	2,8	1,6	-0,6	1,1	3,5	3,6	2,2	-1,1
Naher Osten	2,8	-0,4	0,0	0,4	-1,5	2,0	-1,0	-3,4
Ägypten	8,1	5,5	9,0	-2,9	9,4	5,9	3,1	2,1
Asien	6,7	4,5	7,2	8,9	6,3	6,3	7,0	5,0
China	6,5	6,3	8,7	16,7	12,5	7,6	9,4	9,8
Indien	4,4	3,7	7,8	3,8	6,3	4,4	2,4	1,9
Philippinen	5,5	1,9	1,0	-7,1	-4,2	2,0	4,9	-2,8
Schwellenländer	9,3	4,4	8,3	9,0	3,5	10,7	12,2	6,5
Lateinamerika	4,3	-1,2	-2,4	3,7	3,4	3,7	2,6	-0,6
Brasilien	4,5	0,9	-2,4	5,7	8,3	8,2	3,0	1,7
Mexiko	7,4	-0,6	-4,2	3,6	2,6	-3,8	1,4	-2,6
Argentinien	0,5	-5,3	2,4	2,3	-4,7	5,4	1,6	-1,1
Chile	7,9	-13,1	-0,5	6,0	2,4	5,7	5,7	-0,9
Entwicklungs- länder insgesamt	4,4	1,7	2,0	4,5	3,1	4,1	3,1	1,0

Quellen: IMF World Economic Outlook, UN Commission for Latin America and the Caribbean und Angaben der einzelnen Länder.

aufgrund ungünstiger Witterungsbedingungen in der Landwirtschaft deutlich geringer war. Die Wachstumsdifferenzen vergrößerten sich demnach im letzten Jahr, doch ist aus der obenstehenden Tabelle zu ersehen, daß große Disparitäten der gesamtwirtschaftlichen Leistung nahezu während der gesamten achtziger Jahre typisch waren.

Die asiatischen Länder erzielten von den Entwicklungsländern nicht nur die höchste, sondern auch die stabilste durchschnittliche Wachstumsrate. Die durchschnittliche Zunahme des Pro-Kopf-Einkommens der vier NICs (Hongkong, Singapur, Südkorea und Taiwan) von 6½% ist Ausdruck der energischen Bemühungen, ihren verarbeitenden Sektor zu vergrößern und dessen Wettbewerbsfähigkeit zu stärken; ihr ging eine rasche Ausweitung der Exporte und ein hoher Zugewinn an Exportmarktanteilen namentlich in Nordamerika voraus. Die noch höhere Wachstumsrate in China ist hingegen im wesentlichen „hausgemacht“, und inländische Kräfte waren es auch, die das unregelmäßige Wachstum in den Philippinen bestimmten.

In den lateinamerikanischen Ländern hat sich das Wachstum gegenüber dem Zeitraum 1976–81 im Durchschnitt stark verlangsamt. Dort treten auch große Schwankungen in bezug auf die relative Produktionsleistung der einzelnen Länder auf. Die stärkste Wachstumsverlangsamung trat im letzten Jahr in Brasilien und Argentinien auf, die zusammen etwa 40% des Bruttoinlandsprodukts der Region erwirtschaften. In Mexiko war hingegen eine leichte

Die asiatischen Schwellenländer sind herausragende Ausnahmen

Lateinamerika

Erholung zu verzeichnen, die freilich nicht ausreichte, um das Pro-Kopf-Einkommen anzuheben, das seit 1981 um 2½% jährlich zurückgegangen ist. Auch in Chile ist das Pro-Kopf-Einkommen hauptsächlich aufgrund eines starken Rückgangs in den frühen achtziger Jahren gesunken, während das Sozialprodukt in jüngerer Zeit kräftig und kontinuierlich gestiegen ist.

Afrika und Naher Osten

In Afrika und dem Nahen Osten war das Wirtschaftswachstum niedrig und instabil. Für die Nahostländer war die Entwicklung auf dem internationalen Ölmarkt der dominierende Faktor, und dasselbe gilt auch für Nigeria. Allerdings war das Wirtschaftswachstum, von einigen wenigen Ausnahmen abgesehen, in der gesamten Region schwach, wobei der Rückgang des Pro-Kopf-Einkommens in Ländern auftrat, die bereits zu den ärmsten der Welt zählen.

Die Rolle der Wirtschaftspolitik bei der Wachstumsverlangsamung

Bis zu einem gewissen Grad läßt sich die verhaltenere Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung auf die mit der Auslandsverschuldung zusammenhängenden Probleme (die in Kapitel V ausführlicher erörtert werden) zurückführen, denn hochverschuldete Länder sahen sich gezwungen, eine restriktive Wirtschaftspolitik zur Reduzierung der hohen außenwirtschaftlichen Defizite einzuschlagen. Die Auswirkungen wirtschaftspolitischer Maßnahmen, namentlich die der Geldpolitik, sind schwer zu messen. Es scheint jedoch, daß die asiatischen Länder eine eher expansive, die Länder Lateinamerikas hingegen eine restriktive Geldpolitik betrieben haben. Zur Finanzpolitik ist zu sagen, daß sich die öffentlichen Defizite im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt nicht nach Maßgabe der ursprünglichen Pläne oder Leitlinien zurückgebildet haben. So sind denn auch die Defizite (außer in den asiatischen Ländern) nunmehr höher als 1982. Berücksichtigt man allerdings die geringeren Einnahmen aus der Ölförderung, die staatlichen Nettozinszahlungen an das Ausland und den Einfluß der automatischen Stabilisatoren, so dürfte der diskretionäre Effekt der Finanzpolitik in den meisten Ländern negativ gewesen sein.

Weitere Einflüsse auf das Wachstum

Staatliche Maßnahmen waren freilich nicht der einzige, vielleicht noch nicht einmal der wichtigste Einfluß auf die relative Produktionsleistung. Außenwirtschaftliche Faktoren wie die Preisentwicklung bei Erdöl und anderen Rohstoffen und Veränderungen der Exportnachfrage wirkten sich markant auf die Realeinkommen aus. Ihre indirekten Auswirkungen über die Schwankungen der für Importe verfügbaren Devisenbestände könnten ebenfalls von großer Tragweite gewesen sein, nicht zuletzt für die Inlandsinvestitionen. In der Tat hat die Dynamik der Investitionsausgaben den Wachstumstrend in den Entwicklungsländern maßgeblich beeinflußt, und sie bildet zusammen mit der Veränderung der Ersparnis und der Finanzierungssalden einen Gradmesser dafür, inwieweit diese Länder sich auf externe oder interne Probleme eingestellt haben, ohne das langfristig mögliche Wachstum zu gefährden oder Inflationsgefahren heraufzubeschwören.

#### *Rohstoffpreise und andere außenwirtschaftliche Einflüsse*

Die Entwicklung der Rohstoffpreise beeinflusste das Einkommen innerhalb der Gruppe der Entwicklungsländer, indem sie das reale Wirtschaftswachstum in Ländern mit einem hohen Industriegüteranteil an der Produktion stärkte und das Realeinkommen in jenen Ländern, deren Ausfuhren stark auf Rohstoffe



konzentriert sind, verringerte. Die Abwärtsbewegung der in US-Dollar gerechneten Rohstoffpreise (ohne Öl) hielt im ersten Halbjahr 1987 an; danach kam es aber im zweiten Halbjahr zu einer spektakulären Erholung, wobei besonders Metalle und landwirtschaftliche Rohstoffe besonders starke Preissteigerungen aufwiesen. Dieser Umschwung stand mit der lebhafteren Inlandsnachfrage in den Industrieländern und relativ geringen Lagerbeständen im Zusammenhang, war aber wohl auch ein Reflex der verzögerten Reaktion auf die vorherige Abwertung des US-Dollars. Gleichwohl sanken die Rohstoffpreise über das gesamte Jahr 1987 gesehen wegen des vorangegangenen steilen Rückgangs und trotz eines 30prozentigen Anstiegs des Spot-Preises von Rohöl in SZR gerechnet durchschnittlich um mehr als 5% und um rund 1½%, wenn man Öl und übrige Energieprodukte herausnimmt (s. folgende Tabelle). Hinzu kommt, daß real gerechnet die Rohstoffpreise (ohne Öl) für die Entwicklungsländer um über 6% zurückgingen und damit einen absoluten Tiefstand erreichten, nachdem sie bereits 1986 die vorherige Talsohle von 1932 berührt hatten.

Zunächst weiterer Rückgang, dann kräftige Erholung der Rohstoffpreise (ohne Öl)

Rohstoffpreise bleiben real niedrig

Entwicklung der Rohstoffpreise						
Hauptrohstoffgruppen	1983	1984	1985	1986	1987	1980–87 Durchschnitt
Veränderung der in SZR gerechneten Preise in Prozent						
Rohstoffe insgesamt <sup>1</sup>	-5,4	2,2	- 2,9	-37,1	- 5,5	- 5,7
Energieträger <sup>1</sup>	-8,5	1,0	- 1,1	-44,2	- 6,4	- 6,5
darunter: Öl <sup>2</sup>	-6,8	1,4	- 1,4	-57,1	14,4	-10,0
Rohstoffe (ohne Öl) <sup>3</sup>	9,7	6,6	-12,4	-16,7	- 1,5	- 3,2
darunter: Nahrungsmittel	12,3	3,5	-14,7	-23,9	- 7,1	- 5,4
Genußmittel	11,7	21,1	-10,9	- 0,2	-34,7	- 4,3
Landwirtschaftliche Rohstoffe	5,1	11,9	-14,2	-12,0	21,2	0,8
Metalle	8,4	-1,2	- 5,1	-18,5	8,1	- 3,2
Entwicklungsländer <sup>3, 4</sup>	10,5	8,5	-12,1	-14,3	- 6,2	- 3,5
Real <sup>5</sup>	10,5	6,7	-12,4	-13,3	- 6,2	- 4,9

<sup>1</sup> HWWA-Index. <sup>2</sup> Spot-Preis von „Arabian Light Crude“. <sup>3</sup> IWF-Index. <sup>4</sup> Durchschnittswert, ohne Öl.  
<sup>5</sup> Deflationiert mit dem Durchschnittspreis der Ausfuhr industrieller Fertigerzeugnisse der Industrieländer.  
 Quellen: HWWA und IMF International Financial Statistics.

Ein weiteres Entwicklungsmerkmal des Jahres 1987 war, daß die Rohstoffpreise in den Entwicklungsländern aufgrund einer ungünstigen Zusammensetzung der Rohstoffe stärker fielen als das durchschnittliche Rohstoffpreisniveau. Überdies waren wegen der ungewöhnlich großen Preisdisparitäten zwischen den einzelnen Rohstoffgruppen Gewinne und Einbußen sehr ungleich auf die verschiedenen Gruppen von Entwicklungsländern verteilt. Die Länder Lateinamerikas, bei denen Nahrungsmittel und tropische Genußmittel einen hohen Anteil der Exporte ausmachen, mußten Preisrückgänge von über 16% hinnehmen, obgleich Länder wie Bolivien, Chile und Peru von einer kräftigen Erholung der Metallpreise profitierten. Ferner mußten die kleinen südlich der Sahara gelegenen afrikanischen Entwicklungsländer, in denen Kaffee und Kakao

Verteilung der Gewinne und Verluste aus Veränderungen der Rohstoffpreise

Rohstoffzusammensetzung der Nichtölexporte					
Entwicklungsländer nach Regionen:	Nahrungs- und Ge- nußmittel	Landwirt- schaftliche Rohstoffe	Metalle	Durchschnittspreise der Nichtölrohstoffe in SZR	
				1986/87	1980–87, Durch- schnitt
	Prozentanteil an den Nicht- ölexporten insgesamt, auf der Basis von Angaben von 1985			Veränderung in Prozent	
Afrika und Nahost	32,2	15,0	4,1	2,8	-2,3
Asien	12,5	10,6	1,3	6,5	-3,7
Lateinamerika	40,8	10,0	6,3	-16,3	-3,8
Entwicklungsländer insgesamt	23,2	10,9	3,2	- 6,2	-3,5

Quellen: UN Monthly Bulletin of Statistics und IMF World Economic Outlook.

wichtige Exportgüter sind, Preisrückgänge und eine Verschlechterung der Terms of trade hinnehmen, während der Gruppe der asiatischen Entwicklungsländer der hohe Anteil der landwirtschaftlichen Rohstoffe zugute kam.

Die durchschnittliche Zunahme des Exportvolumens der Entwicklungsländer schwächte sich von etwa 11% im Jahr 1986 auf rund 7% im letzten Jahr ab. Auch hier gab es beträchtliche Unterschiede zwischen Ländern und Regionen, in denen sich der Einfluß effektiver realer Wechselkursbewegungen, Veränderungen bei den für Exporte verfügbaren Produktionskapazitäten und der Regionalstruktur der Exporte niederschlugen. So wirkte sich das langsame Wirtschaftswachstum in Europa ungünstig auf die afrikanischen Länder aus (s. die Tabelle auf S. 46). Demgegenüber kam den asiatischen Ländern, deren Ausfuhren zu einem großen Teil nach Nordamerika und Japan sowie in die übrigen asiatischen Entwicklungsländer gehen, die anhaltend kräftige Wirtschaftsexpansion in diesen Regionen zugute. Freilich fiel der Exportzuwachs gegenüber der extrem kräftigen Ausweitung des Jahres 1986 hauptsächlich unter dem Einfluß protektionistischer Maßnahmen und eines weniger raschen Rückgangs der effektiven realen Wechselkurse etwas ab. Die lateinamerikanischen Länder erzielten gegenüber 1986 die spektakulärste Verbesserung. Die anhaltend starke Zunahme der Einfuhren der USA aus diesen Ländern war hier zweifellos ein günstiger Umstand; mehrere Länder erlebten zudem trotz des markanten Auftriebs der inländischen Inflationsraten eine reale Abwertung ihrer Währung. Die Beschleunigung des Exportwachstums war freilich sehr ungleich verteilt, denn zum überwiegenden Teil trat sie in Brasilien und Mexiko auf. Diese beiden Länder vereinigen über die Hälfte der lateinamerikanischen Exporte auf sich, und ihre Ausfuhren stiegen 1987 real um 33 bzw. 10 Prozentpunkte stärker.

Trotz des Rückgangs der realen Rohstoffpreise (ohne Öl) verbesserten sich 1987 die Terms of trade der Entwicklungsländer – nach einer kumulativen Verschlechterung von rund 30% in den Jahren 1980–86. Der Gesamteffekt von Veränderungen der Terms of trade und der Exportvolumina kann für 1987 auf

Geringeres  
Exportwachstum  
der Entwick-  
lungsländer als  
Gruppe, aber  
starke regionale  
Unterschiede



etwa 3½% des Inlandsprodukts veranschlagt werden. Den günstigsten außenwirtschaftlichen Einfluß verspürten die Länder des Nahen Ostens und Asiens, doch gab es 1987 verglichen mit den vorangegangenen sechs Jahren für alle Gruppen eine Verbesserung. Außenwirtschaftliche Faktoren prägten zwar nachhaltig die Gestaltung des Umfangs und der zeitlichen Struktur der Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts, sie waren aber offensichtlich nicht die einzigen Einflußgrößen. Analysiert man beispielsweise die Schwankungen der Produktionswachstumsraten innerhalb der 17 lateinamerikanischen Länder zwischen 1980–87, so können Änderungen bei den realen Ausfuhren und den realen Austauschverhältnissen als wesentliche Ursache ermittelt werden. Veränderungen der realen Anlageinvestitionen sind allerdings statistisch gesehen von noch größerem Gewicht und übten in vielen Ländern einen negativen Einfluß aus. Zudem entfallen auf diese drei Komponenten nur 50% der Veränderung des Produktionswachstums, während die restlichen 50% durch andere inländische Nachfragekomponenten und Maßnahmen zu erklären sind.

Insgesamt positive Auswirkungen der außenwirtschaftlichen Einflüsse

Außenwirtschaftliche Einflüsse auf die Produktion in den Entwicklungsländern							
Entwicklungsländer nach Regionen	Terms of trade		Exporte		Empfängerregion der Exporte der Entwicklungsländer <sup>1</sup>		
	1986/87	1980–87	1986/87	1980–87	Nordamerika und Japan	Europa	Entwicklungsländer
	Veränderung der Exportvolumen und Terms of trade in Prozent des BIP						
Afrika	0,5	– 8,1	–0,4	– 1,1	13,9	65,5	13,0
Naher Osten	5,2	–18,9	–0,4	–18,8	27,0	23,3	45,1
Asien	0,9	– 1,9	3,5	23,2	46,1	15,8	29,3
Lateinamerika	0,4	– 2,3	0,8	5,1	43,9	21,4	22,9
Entwicklungsländer insgesamt <sup>2</sup>	2,3	– 8,7	1,2	2,0	35,7	26,0	29,1

<sup>1</sup> Basierend auf den Handelsströmen von 1985 (einschl. Öl). <sup>2</sup> Die Durchschnitte wurden unter Verwendung der Exportgewichte und Wechselkurse von 1985 errechnet.  
 Quellen: UN Monthly Bulletin of Statistics, UN Commission for Latin America and the Caribbean und IMF World Economic Outlook.

### Sachkapitalbildung

Das geringe oder negative Investitionswachstum war nicht auf Lateinamerika beschränkt, auch war der negative Einfluß im Zeitraum 1980–87 nicht immer gleich stark. Am ausgeprägtesten war er in den frühen achtziger Jahren, als der Anteil der Investitionen am Inlandsprodukt im Falle aller Entwicklungsländer um 2 Prozentpunkte abnahm (s. folgende Tabelle). Nach einer gewissen Erholung im Jahr 1986 sank die Sachkapitalbildung weiter, und in Afrika und Lateinamerika liegt ihr Anteil am Inlandsprodukt inzwischen ungefähr 4–6 Prozentpunkte unter dem Durchschnittswert aller Entwicklungsländer. Der Einfluß der schwachen Investitionstätigkeit beschränkte sich nicht allein auf das Wachstum

Schwache Investitionstätigkeit in den achtziger Jahren

von Produktion und gesamtwirtschaftlicher Nachfrage. Wie in vielen Industrieländern haben Jahre niedrigen Investitionswachstums die Produktionskapazitäten und das Produktionspotential in Mitleidenschaft gezogen. Dies wurde Anfang des letzten Jahres deutlich, als eine wieder stärkere Inlandsnachfrage in mehreren lateinamerikanischen Ländern rasch auf Produktionsengpässe stieß und es dadurch zu einem Druck auf die Preise kam, obwohl das Pro-Kopf-Einkommen bei weitem noch nicht das frühere Niveau erreicht hat. Eine geringere Zunahme des Produktionspotentials reduziert zudem die Möglichkeiten, die außenwirtschaftliche Position, ohne die Nachfrage im Inland zu drosseln, längerfristig zu verbessern und das Pro-Kopf-Einkommen zu erhöhen. In diesem Zusammenhang ist es besonders bedauerlich, daß die Sachkapitalbildung in Afrika und Lateinamerika, wo das Bevölkerungswachstum am stärksten und das Pro-Kopf-Einkommen entweder das niedrigste oder das am meisten zurückgegangene ist, am schwächsten ausgeprägt war.

Investitionsquote und Investitionseffizienz							
Nach Ländergruppen	1976–81 <sup>1</sup>	1982	1983	1984	1985	1986	1987
	Prozent						
<b>A. Investitionen/Bruttoinlandsprodukt</b>							
Afrika	24,0	24,1	21,3	19,0	18,3	19,7	18,6
Naher Osten	24,0	26,5	30,1	28,5	27,1	26,0	25,0
Asien	29,5	27,1	26,9	27,3	28,1	28,3	27,3
Lateinamerika	23,4	20,7	17,0	17,1	17,6	18,3	17,5
Entwicklungsländer insgesamt	25,7	24,8	24,2	23,7	23,8	24,0	23,0
Industrieländer	23,6	20,8	21,0	22,4	21,9	22,2	22,5
<b>B. Investitionseffizienz<sup>2</sup></b>							
Afrika	10,0	5,0	3,8	3,2	3,3	8,2	10,0
Naher Osten	11,2	-4,1	-3,1	0,2	-0,2	0,9	2,0
Asien	22,0	24,0	24,9	25,2	25,3	24,5	23,8
Lateinamerika	18,2	6,1	3,9	8,3	11,8	16,4	17,3
Entwicklungsländer insgesamt	17,3	10,8	10,7	12,5	13,6	15,4	15,9
Ölförderländer	20,5	-3,0	-2,8	-0,2	-0,5	1,3	2,9
Nichtölförderländer	15,3	18,0	17,9	20,0	21,5	24,0	23,9
Industrieländer	11,8	9,3	11,3	11,6	15,0	14,4	11,4

<sup>1</sup> 1979 für Investitionsquote. <sup>2</sup> Berechnet als Quotient aus der prozentualen Veränderung des Bruttoinlandsprodukts (gleitender Fünfjahresdurchschnitt) und der Investitionsquote.  
Quellen: IMF World Economic Outlook und OECD National Accounts.

Geringe Effizienz der Investitionen besonders in Afrika

Ein weiteres ungünstiges Merkmal vieler Entwicklungsländer war die niedrige oder sinkende Effizienz der Investitionen, was zum Teil das Fehlen von Investitionsanreizen erklären mag. Man kann sie aber wohl auch auf das schwächere Wirtschaftswachstum und – in einigen Fällen – eine ineffiziente Allokation knapper Kapitalressourcen zurückführen. Besonders besorgniserregend ist die Lage in Afrika, wo der Effizienzgrad trotz eines leichten Wiederanstiegs in den



Jahren 1986/87 weniger als halb so hoch ist wie in den nichtölproduzierenden Entwicklungsländern zusammengenommen und damit privaten Kapitalzuflüssen nur geringe Anreize bietet. In Lateinamerika hat hingegen die Effizienz der Investitionen fast ihr früheres Niveau wieder erreicht, und die asiatischen Länder können inzwischen eine Effizienz aufweisen, die nahezu zweimal so groß ist wie die in den Industrieländern.

### *Ersparnis und Finanzierungssalden*

Das ungenügende Investitionsniveau hängt auch eindeutig mit dem Problem der hohen Auslandsverschuldung zusammen. Mit der Notwendigkeit konfrontiert, ihre Zahlungsbilanzen zu verbessern, mußten die hochverschuldeten Länder die nationale Ersparnisbildung relativ zu den Investitionen erhöhen oder die Investitionen im Verhältnis zum inländischen Sparaufkommen reduzieren. Natürlich wäre die Verringerung des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts über eine

Ersparnis und Finanzierungssalden								
Ausgewählte Ländergruppen	1979	1982	1983	1984	1985	1986	1987	Veränderung 1982-87
	in Prozent des Bruttoinlandsprodukts							
<b>Lateinamerika</b>								
Leistungsbilanz	-3,7	-5,6	-1,5	-0,3	-0,6	-1,9	-1,1	4,5
Finanzierungssaldo*	-3,0	0,7	4,3	3,7	3,0	3,2	4,6	3,9
Gesamtwirtschaftliche Ersparnis	19,7	15,1	15,5	16,8	17,0	16,4	16,4	1,3
<b>Asien</b>								
Leistungsbilanz	-1,4	-2,1	-1,7	-0,5	-1,5	0,5	2,1	4,2
Finanzierungssaldo*	2,2	2,2	1,6	2,4	1,6	4,6	6,3	4,1
Gesamtwirtschaftliche Ersparnis	28,1	25,0	25,2	26,8	26,6	28,8	29,4	4,4
<b>Afrika</b>								
Leistungsbilanz	-3,2	-7,3	-4,6	-2,4	-1,0	-4,7	-3,8	3,5
Finanzierungssaldo*	2,8	1,0	4,6	3,4	3,9	1,5	5,2	4,2
Gesamtwirtschaftliche Ersparnis	20,8	16,8	16,7	16,6	17,3	15,0	14,8	-2,0
<b>Entwicklungsländer insgesamt</b>								
Leistungsbilanz	1,4	-2,9	-2,4	-1,2	-0,9	-1,8	0,0	2,9
Finanzierungssaldo	3,6	2,9	3,5	3,8	3,6	4,8	6,3	3,4
Gesamtwirtschaftliche Ersparnis	27,1	21,9	21,8	22,5	22,8	22,2	23,0	1,1
<i>Nachrichtlich:</i>								
Gesamtwirtschaftliche Ersparnis in den Industrieländern	23,2	20,4	20,8	21,7	21,3	22,0	22,1	1,7

\* Privater Sektor einschl. Gliedstaaten, Gemeinden und öffentlicher Unternehmen.  
Quelle: IMF World Economic Outlook.

Außenwirtschaftliche Anpassung zu Lasten der Investitionen

höhere Ersparnis unter dem Gesichtspunkt, das Wachstum von Investitionen und Produktionspotential aufrechtzuerhalten, wünschenswert gewesen. Andererseits ist der Spielraum für eine Zunahme der privaten Ersparnis angesichts der in vielen Ländern nahe am Existenzminimum liegenden Einkommen begrenzt. Aus denselben Gründen ist die Erhöhung der Staatsersparnis über Steuererhöhungen oder Kürzungen der laufenden Ausgaben häufig keine realistische politische Option. Angesichts des hohen Einfuhranteils bei den Investitionsgütern und der Dringlichkeit, die außenwirtschaftlichen Defizite zu reduzieren, ist es vielleicht nicht überraschend, daß die privaten Investitionsausgaben einen wesentlichen Teil der außenwirtschaftlichen Anpassungslast zu tragen hatten und die staatlichen Investitionsvorhaben in jenen Ländern die meisten Abstriche erfuhren, die das öffentliche Haushaltsdefizit senken mußten.

Aus der nebenstehenden Tabelle geht hervor, inwieweit die außenwirtschaftliche Anpassung erreicht werden konnte, ohne die inländische Wachstumspolitik in Frage zu stellen. Neben den Veränderungen in der Leistungsbilanz gibt die Tabelle die Entwicklung von zwei Ersparnisindikatoren wieder: den Finanzierungssaldo des privaten Sektors und die gesamtwirtschaftliche Ersparnis, letztere gemessen als die für Investitionen und Nettokapitalabflüsse zur Verfügung stehenden finanziellen Ressourcen. Bei allen Entwicklungsländern hat sich die Leistungsbilanz seit 1982 um rund 3% des Bruttoinlandsprodukts verbessert, und da die staatlichen Finanzierungsdefizite im Durchschnitt steigen, ist diese Veränderung mehr als ganz der Verbesserung der privaten Finanzierungssalden zuzuschreiben. Da indes die gesamtwirtschaftliche Sparquote nur um 1,1 Prozentpunkte gestiegen ist, läßt sich über die Hälfte der Veränderung in der Leistungsbilanz auf die niedrigeren Investitionen zurückführen.

Große Unterschiede bei den Anpassungsmustern

Dieses Ergebnis ist freilich das Resultat sehr unterschiedlicher Anpassung in den drei in der Tabelle enthaltenen Ländergruppen. In Asien reichte die Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis aus, um die Verbesserung in der Leistungsbilanz zu „finanzieren“; zudem deutet die Veränderung des – nicht die zentrale Regierung enthaltenden – Finanzierungssaldos an, daß der überwiegende Teil des Anstiegs vom privaten Sparaufkommen alimentiert wurde. Die lateinamerikanischen Länder konnten die größte Leistungsbilanzverbesserung aufweisen, wobei der überwiegende Teil der Veränderung dem günstigeren privaten Finanzierungssaldo zuzuschreiben war. Da jedoch die Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis viel geringer ist als die Veränderung in der Leistungsbilanz, muß die außenwirtschaftliche Anpassung größtenteils auf Kosten der Investitionsausgaben erfolgt sein. In Afrika ist das Fehlen jeglicher binnenwirtschaftlicher Anpassung noch ausgeprägter. Der Anstieg des Finanzierungssaldos des privaten Sektors lag weit über der Veränderung in der Leistungsbilanz, und zwar allein aufgrund niedrigerer Investitionen, denn die Bruttosparquote ging im selben Zeitraum zurück.

Insgesamt gesehen ist es den Entwicklungsländern gelungen, mit dem Verschuldungsproblem auf sehr kurze Sicht fertig zu werden, in dem Sinne nämlich, daß sich die Leistungsbilanzdefizite seit 1982 deutlich verringert haben. Diese außenwirtschaftliche Anpassung wurde allerdings außer im Falle der asiatischen Ländergruppe durch niedrige Inlandsinvestitionen und geringe zukünftige Wachstumsmöglichkeiten teuer erkaufte.



## Inflation und Antiinflationpolitik

Eines der weniger günstigen Merkmale des jüngsten Geschehens in den Entwicklungsländern war die scharfe Wiederbeschleunigung der Inflation 1987. Der nachstehenden Tabelle ist zu entnehmen, daß die Beschleunigung hauptsächlich auf den Entwicklungen in Lateinamerika beruht, aber auch in Afrika und im Nahen Osten waren die Preissteigerungsraten höher. In Asien war die Inflationsrate bei knapp 9% relativ stabil, aber in China geben neuerdings die überhöhte Nachfrage und eine beschleunigte Preissteigerung den Politikern Anlaß zur Sorge. In Lateinamerika waren die neuerlichen Preisauftriebstendenzen sehr stark ausgeprägt und betrafen die meisten Länder der Region, wenn auch am spürbarsten Brasilien, Argentinien und Mexiko. Sie können größtenteils auf die Aufhebung früherer, antiinflationärer Maßnahmen zurückgeführt werden. In Argentinien und Brasilien setzte das Ende des Austral- bzw. Cruzado-Plans (s. unten) inflationäre Kräfte frei, die sich 1986 unter dem Einfluß von Preiskontrollen und einer expansiven Nachfragepolitik aufgestaut hatten. Eine weitere Maßnahme, die die Preise namentlich in Mexiko und in Brasilien in die Höhe trieb, war der Abbau von Subventionen und die Anpassung der öffentlichen Tarife als Teil der Bemühungen, die Defizite des öffentlichen Sektors in den Griff zu bekommen. Überdies führten Währungsabwertungen, mit denen die Wettbewerbsfähigkeit der Exportindustrie verbessert werden sollte, zu höheren Einfuhr- und Verbraucherpreisen. In einigen Regionen mag auch der Mangel an Importgütern dem Preisanstieg zusätzlichen Auftrieb gegeben haben. Als letztes kommt in Ländern mit einer langjährigen Tradition hoher Inflationsraten

Kräftiges  
Wiederaufleben  
der Inflation 1987

Inflation in den Entwicklungsländern							
Land/ Ländergruppe	1976–81	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Veränderung der Verbraucherpreise in Prozent, Jahresrate							
Afrika und Naher Osten	15,6	12,6	15,2	17,7	12,3	12,0	16,3
Ägypten	6,2	14,8	16,1	17,1	13,3	22,6	19,7
Nigeria	17,0	7,7	23,2	39,6	5,5	5,4	11,0 <sup>1</sup>
Asien	8,7	6,3	6,6	7,2	7,1	8,0	8,7
China	3,1	2,0	2,0	2,7	11,5	6,0	7,3
Indien	6,5	7,9	11,9	8,3	5,6	8,7	9,4 <sup>2</sup>
Philippinen	12,8	10,2	10,0	50,3	23,1	0,7	3,8
Südkorea	18,4	7,3	3,4	2,3	2,5	2,3	3,2
Lateinamerika	49,2	66,8	108,2	131,9	143,2	88,4	130,8
Argentinien	132,5	164,8	343,8	626,7	672,0	90,0	131,0
Brasilien	62,8	98,0	142,0	196,7	227,0	150,0	219,0
Mexiko	23,7	58,9	101,8	65,5	57,7	86,2	131,8
Bolivien	21,9	133,3	269,0	1281,4	11750,0	276,0	10,0 <sup>1</sup>
Entwicklungsländer insgesamt <sup>3</sup>	22,4	25,5	38,2	46,0	47,4	32,1	45,8

<sup>1</sup> Zweites Quartal. <sup>2</sup> Drittes Quartal. <sup>3</sup> Durchschnitte berechnet unter Verwendung der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1985.  
Quellen: IMF International Financial Statistics und IMF World Economic Outlook.

hinzu, daß Maßnahmen, durch die Marktverzerrungen beseitigt und die relativen Preise zugunsten einer effizienteren Ressourcenallokation geändert werden sollen, häufig zumindest in der Anfangsphase mit einem Druck auf die Preise einhergehen.

Es gibt allerdings Lichtblicke in diesem ansonsten eher trüben Bild. Das auffallendste Beispiel ist Bolivien, wo der Preisanstieg im letzten Jahr dank der Schocktherapie der Regierung nur 10% betrug – nach einer Hyperinflationsrate von nahezu 12.000% im Jahr 1985. Kern des Stabilisierungsprogramms war eine Währungsreform, flankiert von einer extrem restriktiven Finanzpolitik, durch die innerhalb von drei Jahren ein öffentliches Defizit, das nahezu 30% des Bruttoinlandsprodukts ausmachte, beseitigt wurde. Andere Stabilisierungsprogramme waren weniger erfolgreich. Der Austral-Plan in Argentinien reduzierte anfänglich mit Hilfe eines totalen Lohn- und Preisstopps die Inflationsrate von über 1000% auf das niedrigste Niveau (82%) dieses Jahrzehnts; die nachfolgende Lockerung der Politik ließ dann jedoch die Inflationserwartungen wieder aufleben, und am Ende des letzten Jahres lag die Rate des Verbraucherpreisanstiegs bereits wieder bei 175%. Der Cruzado-Plan in Brasilien, mit dem vorübergehend sämtliche Indexierungsformen aufgehoben wurden, bewirkte anfänglich ebenfalls einen Rückgang der Inflation, doch bald entwickelte sich als Folge beträchtlicher Reallohnsteigerungen ein zu starker Nachfragedruck. Der Plan wurde Anfang 1987 offiziell aufgegeben, als die Regierung sämtliche Preiskontrollen in dem Bestreben aufhob, die entstandene überschüssige Nachfrage durch eine einmalige Anpassung des Preisniveaus abzuschöpfen. Mit der Wiedereinführung der Indexierung wurde indes eine Lohn-Preis-Spirale in Gang gesetzt, so daß sich bis zum Jahresende 1987 die Inflationsrate auf 365% hinaufgeschraubt hatte, eine Rate, die die höchste dieses Jahrzehnts war und erheblich über der lag, die unmittelbar vor Inkraftsetzen des Plans bestanden hatte.

Der jüngste Versuch, die Inflation mit Mitteln einer umfassenden Einkommenspolitik unter Kontrolle zu bringen, stellt der in Mexiko geschlossene „wirtschaftliche Solidaritätspakt“ von Ende letzten Jahres dar. Da die gegenwärtige Inflationsrate durch einen befristeten Lohn- und Preisstopp beeinflusst ist, ist es noch zu früh, das neue Stabilitätsprogramm einer Bewertung zu unterziehen. Im langfristigen Rückblick ist die Inflationsentwicklung in Lateinamerika freilich nicht sehr ermutigend. In den fünf Jahren, die der Schuldenkrise vorangingen, betrug die durchschnittliche Inflationsrate in Lateinamerika fast das Vierfache der anderen Entwicklungsländer. In den Jahren 1982–87 erlebten die lateinamerikanischen Länder eine Verdoppelung der Geldentwertung, und lediglich in einem Jahr (1986) betrug der Preisanstieg weniger als 100%. Der Vorgang in Bolivien ist ein Hoffnungsschimmer, wenngleich abzuwarten bleibt, wie die Inflation reagieren wird, wenn das Sparprogramm der Regierung gelockert wird. Überdies sind die sozialen Kosten des bolivianischen Programms – Rückgang des Pro-Kopf-Einkommens um nahezu 30% und Anstieg der Arbeitslosigkeit auf 21,5% – hoch gewesen, weshalb derart radikale Maßnahmen, so sehr sie in einem von Hyperinflation geprägten Klima erforderlich sein mögen, in anderen Ländern vielleicht gesellschaftlich oder politisch nicht durchsetzbar sind.



### III. Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr

#### Schwerpunkte

Das weltweite Gefüge der nach Ländergruppen zusammengefaßten Leistungsbilanzsalden wies im letzten Jahr bedeutende Verschiebungen auf: eine Verschlechterung bei den Industrieländern von \$ 32 Mrd. und eine noch stärkere Verbesserung von \$ 41 Mrd. bei den Entwicklungsländern. Das erste Mal, seitdem solche Statistiken erstellt werden, verzeichnete die Gruppe der nicht-ölexportierenden Entwicklungsländer einen geringen Leistungsbilanzüberschuß. Innerhalb der Gruppe der Industrieländer erhöhten sich die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte der USA, Japans und Deutschlands nominal noch weiter. Darüber hinaus wurde ein bedeutender Anteil des Gegenpostens der verbesserten Außenwirtschaftsposition der Entwicklungsländer von den anderen als den drei obengenannten Industrieländern getragen.

Dieses Bild einer willkommenen Verlagerung der Leistungsbilanzdefizite weg von den Entwicklungsländern und hin zu den Industrieländern und der augenscheinlich ausgebliebenen außenwirtschaftlichen Anpassung der drei größten Industrienationen muß jedoch einer genaueren Betrachtung unterzogen werden. In der Verbesserung der gesamten außenwirtschaftlichen Lage der Entwicklungsländer spiegelten sich hauptsächlich die Erhöhung der Ölpreise, die im wesentlichen den Hauptölproduzenten zugute kam, und die dynamische Außenhandelsentwicklung der Schwellenländer Südostasiens wider. Die Hauptschuldnerländer, die im letzten Jahr teilweise lobenswerte Anpassungsanstrengungen unternahmen, verzeichneten als Gruppe insgesamt nur eine relativ bescheidene Verbesserung ihrer Leistungsbilanz, und ihre außenwirtschaftliche Lage blieb schwierig. Auf der anderen Seite verschleierten die andauernden, hohen nominalen Ungleichgewichte der USA, Japans und Deutschlands eine grundlegende Anpassung, die in einer beträchtlichen Verminderung der zu konstanten Preisen gerechneten Handelsbilanzungleichgewichte zum Ausdruck kam und die im Jahresverlauf zunehmend deutlicher wurde. Es gibt in der Tat Grund anzunehmen, daß die Anpassung im laufenden Jahr an Dynamik gewinnen wird.

Die Verschiebungen in den Zahlungsbilanzpositionen ergaben sich vor dem Hintergrund eines fortdauernden Welthandelswachstums, das nach einer zunächst trägen Phase bis zum Jahresende 1987 hin wieder spürbar an Fahrt gewann und im Gegensatz zu 1986 durch eine gleichmäßigere Außenhandelsexpansion in den meisten Ländergruppen getragen wurde.

Der internationale Kapitalverkehr und die Finanzierung der Leistungsbilanzungleichgewichte waren 1987 stark von den gesteigerten Devisenmarktinterventionen einer Vielzahl von Zentralbanken geprägt. Hieraus ergab sich eine Zunahme der Währungsreserven, die eine wesentlich größere Rolle bei der Finanzierung der Ungleichgewichte, insbesondere des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits, spielten als im Jahr zuvor. Die Verbesserung der außen-

wirtschaftlichen Position der Entwicklungsländer erlaubte diesen eine ansehnliche Aufstockung ihrer Devisenreserven. Sie konzentrierte sich jedoch auf einige wenige Länder, und die Reservenzuwächse bei Ländern mit Schuldenproblemen waren bescheiden. Da privaten Gläubigern an einer Verringerung ihres Engagements in Schuldnerländern gelegen war, wurden die Länder mit Schuldenproblemen noch mehr von der Bereitstellung offizieller Finanzierung abhängig als früher.

## Welthandel

Warenhandel  
verstärkt sich  
leicht...

Nach ersten Schätzungen beschleunigte sich das Wachstum des Welthandelsvolumens mit Waren im vergangenen Jahr leicht auf ungefähr  $4\frac{3}{4}\%$ . Gleichzeitig stieg die durchschnittliche Preissteigerungsrate gehandelter Güter in Dollar gerechnet um mehr als das Doppelte auf ungefähr 10%, so daß sich der Welthandel nominal um ca. 15% auf mehr als \$ 2 400 Mrd. ausweitete.

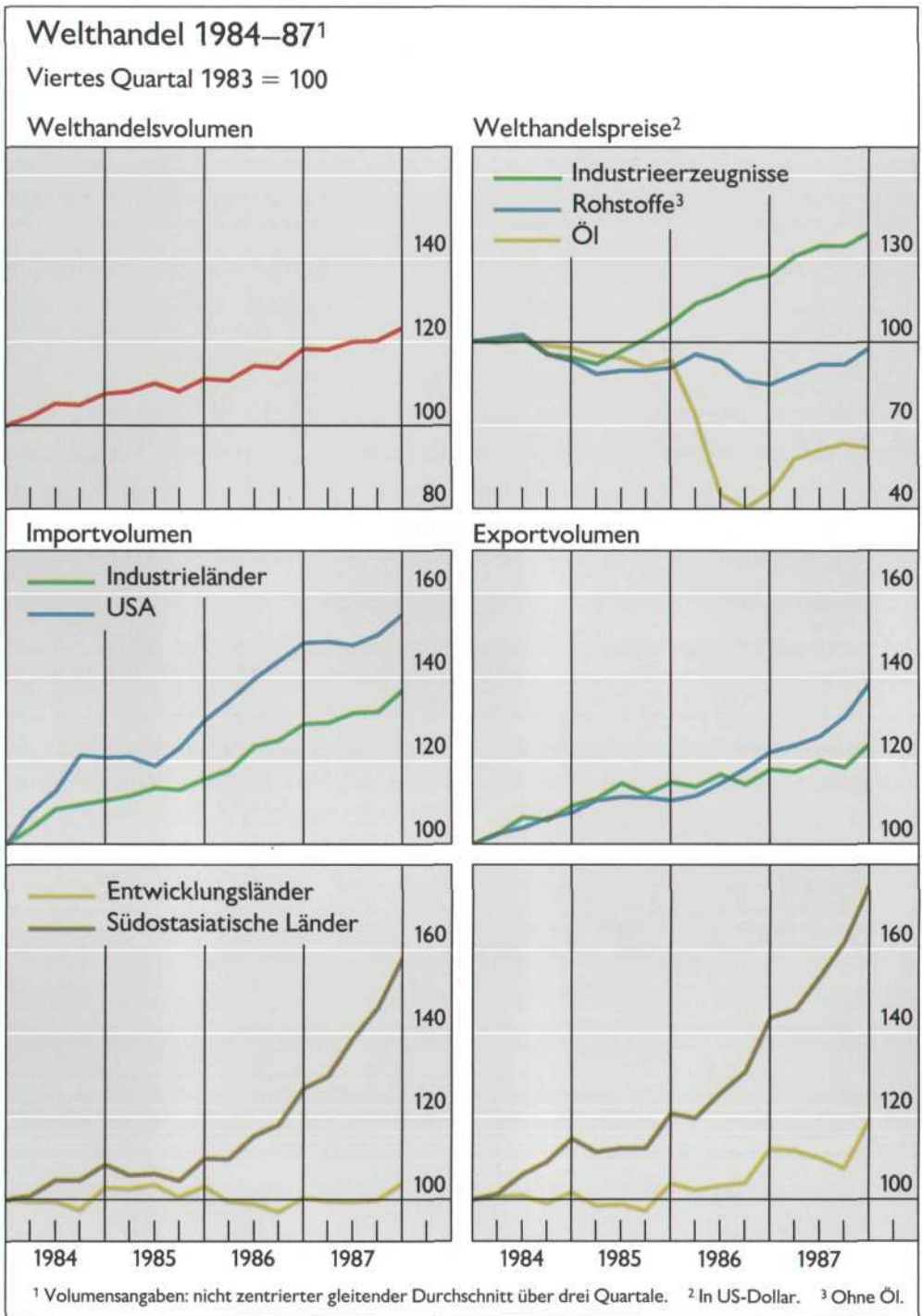
Drei Besonderheiten kennzeichneten die Entwicklung des Welthandels im Jahr 1987. Erstens war das Wachstum insgesamt gleichmäßiger auf die Hauptländergruppen verteilt als in den Jahren zuvor; zweitens gewann das Außenhandelswachstum im Jahresverlauf deutlich an Fahrt; drittens verzeichneten die Schwellenländer Südostasiens im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr außergewöhnlich hohe Zuwachsraten im realen Außenhandel und sind damit zu den bedeutendsten Handelsnationen innerhalb der Gruppe der Entwicklungsländer geworden.

...mit expandie-  
render Nachfrage  
nach Importen  
sowohl in den  
Industrie- als  
auch in den  
Entwicklungs-  
ländern

Auch wenn sich die Zunahme der Importgüternachfrage der Industrieländer von 9% im Jahr 1986 auf 6% im Jahr 1987 verlangsamt hat, so blieb sie doch die stärkste Triebkraft des Welthandelwachstums. Die Abschwächung spiegelte hauptsächlich den kräftigen Rückgang des realen Importwachstums der USA von fast 15% im Jahr 1986 auf 5% im letzten Jahr wider, während die anderen Industrieländer weiterhin durchschnittlich ungefähr 7% mehr Waren aus dem Ausland nachfragten. Der Vorjahresvergleich verdeckt jedoch die Dynamik des Einfuhrwachstums in der zweiten Jahreshälfte, als sich ein Anziehen der realen Inlandsnachfrage der Industrieländer schnell in einem auf Jahresrate hochgerechneten Einfuhrwachstum von mehr als 10% niederschlug.

In den Entwicklungsländern folgte 1987 auf einen noch nie dagewesenen Rückgang der Importnachfrage von mehr als 5% im Jahr zuvor eine Zunahme von ca.  $2\frac{1}{2}\%$ ; dies war erst die zweite Importausweitung seit 1981. Das positive Einfuhrwachstum beschränkte sich hauptsächlich auf die nichtölexportierenden Länder, deren Importvolumen um schätzungsweise 8% zunahm, nachdem es 1986 nur unwesentlich gestiegen war. Diese Gesamtentwicklung ging jedoch hauptsächlich auf eine lebhaftere Nachfrage Südostasiens nach ausländischen Produkten zurück. In anderen nichtölexportierenden Ländern, in denen die Einfuhren aus dem Ausland 1986 real abgenommen hatten, erlaubte eine Verbesserung der außenwirtschaftlichen Lage durch höhere Exporteinnahmen 1987 nur eine sehr bescheidene Ausweitung der Einfuhren. In den ölexportierenden Ländern nahmen die Importe weiter ab, aber der Rückgang von real 12% war nur etwa halb so groß wie ein Jahr zuvor.





Auf der Exportseite weiteten die Industrieländer ihr Mengenwachstum 1987 um rund 4% aus, nach 2½% im Jahr 1986. Ein Großteil dieser beschleunigten Zunahme ist den USA zuzurechnen, deren Exportwachstum sich von 8% im Jahr 1986 auf 12% im Jahr 1987 verstärkte, die bei weitem höchste Rate aller wichtigen Industrieländer. Mit dem Konjunkturaufschwung im zweiten Halbjahr wurde das Ausfuhrwachstum allgemein lebhafter, insbesondere auch in Europa.

Die Entwicklungsländer waren die Hauptnutznießer des Importwachstums der Industrieländer, die 60% der gesamten Lieferungen aus der dritten Welt abnehmen. Zwar ist das aggregierte Exportvolumenswachstum der Entwick-

Das Exportwachstum in den Industrieländern beschleunigt sich...

...verlangsamt sich aber in den Entwicklungsländern

lungsländer schätzungsweise von ca. 11% im Jahr 1986 auf 7% im Jahr 1987 zurückgegangen, doch war dies in vollem Umfang auf die schwache Ölnachfrage zurückzuführen. Während das Ausfuhrvolumen der ölexportierenden Länder 1987 stagnierte, nahm es bei den Nichtölexportierenden im zweiten Jahr hintereinander um ca. 10% zu; ein bedeutender Teil dieser Steigerung resultierte aus der dynamischen Exportentwicklung der südostasiatischen Volkswirtschaften.

Verschiebungen  
in der Waren-  
struktur...

Verschiebungen in der regionalen Verteilung der Handelsströme reflektierten vor allem Veränderungen in der Warenstruktur des Welthandels während der letzten zwei Jahre. Das reale Wachstum im Handel mit Industrieerzeugnissen beschleunigte sich 1987 um etwa 1½ Prozentpunkte auf 5%, mit einer spürbaren Erholung im Jahresverlauf. Auch im Handel mit landwirtschaftlichen Produkten kam es zu einer deutlichen Belebung; nach einer Stagnation im Jahr 1986 wuchs er 1987 mit schätzungsweise 4%, was die stärkste reale Zunahme seit 1981 war. Der Welthandel mit Öl und anderen mineralischen Rohstoffen sank 1987 um ca. 1%, nachdem er 1986 mit einer Expansion von 7½% die Triebfeder des Welthandels war.

... und im Preis-  
gefüge handelbarer  
Güter

Die Steigerungsraten der Dollarpreise für die Hauptgruppen von Handelswaren konvergierten 1987 etwas stärker. Die Weltmarktpreise für Öl erholten sich um 28½%, nachdem sie 1986 um rund 50% gefallen waren, und betragen im Jahresdurchschnitt ungefähr \$ 17 pro Barrel. Real betrachtet blieb der Durchschnittspreis 1987 ungefähr 4% unterhalb des Niveaus von 1978, dem Jahr vor dem zweiten Ölpreisschock. Die Preise der anderen Rohstoffe zogen in der zweiten Jahreshälfte beträchtlich an, aber für das Jahr insgesamt blieb der Zuwachs von 4½% weit hinter dem Anstieg der Preise für Industrieerzeugnisse von 12% zurück. Innerhalb der Gruppe der Rohstoffe ohne Öl blieben die Preise für tropische Nahrungs- und Genussmittel, die für viele Entwicklungsländer mit geringem Einkommen von Bedeutung sind, niedrig, während sich diejenigen von landwirtschaftlichen Rohstoffen und Metallen besonders lebhaft entwickelten.

Handel mit  
Dienstleistungen  
zunehmend  
bedeutender

Auch wenn Dienstleistungen in weit geringerem Umfang als Waren gehandelt werden, gewinnen sie für die internationalen Transaktionen und den Anpassungsprozeß der Zahlungsbilanzen in Zukunft vermutlich immer mehr an Bedeutung. Dies gilt nicht nur für die „klassischen“ Dienstleistungen wie Transporte und Reiseverkehr, sondern vielmehr auch für eine Fülle von Aktivitäten, wie z.B. finanzielle Dienstleistungen, Beratungsdienste, EDV-Dienstleistungen und Telekommunikation, Bereiche also, die sich aufgrund der großen Fortschritte in der Informationstechnologie und des verstärkten Trends zur Deregulierung der heimischen Dienstleistungsmärkte rasch ausweiten.

Wie die umstehende Tabelle zeigt, ist der Welthandel mit Dienstleistungen seit 1976 schneller gewachsen als derjenige mit Waren, so daß sein Anteil am gesamten Welthandel mit Gütern und Diensten von 24% im Jahr 1976 auf 30% im Jahr 1987 gestiegen ist. Dieser Aufschwung ist jedoch größtenteils auf die besonders starke Zunahme der Kapitalerträge zurückzuführen, die wiederum ein Ergebnis des sehr lebhaften grenzüberschreitenden Kreditgeschäfts und der im letzten Jahrzehnt phasenweise gestiegenen Zinsen sind. Die Dienstleistungen ohne Kapitalerträge haben sich hingegen bisher ähnlich entwickelt wie der Warenhandel. Dieses Ergebnis mag im Lichte der ausgeprägten Verlagerung der



Aktivitäten in reifen Volkswirtschaften hin zum Dienstleistungssektor überraschen, würde man doch erwarten, daß sich dieser Tatbestand in einem zunehmenden Außenhandel mit den übrigen Dienstleistungen niederschlägt. Die aggregierten Daten geben aber die Grundsituation möglicherweise nur unzureichend wieder. Daten über den Handel mit Dienstleistungen sind bekanntlich nicht sehr zuverlässig, wie beispielsweise die beträchtliche Diskrepanz zwischen den weltweiten Einnahmen und den weltweiten Ausgaben im Dienstleistungsverkehr zeigt. Daneben gab es auch beträchtliche Preisveränderungen, einmal zwischen verschiedenen Dienstleistungen, aber auch zwischen Dienstleistungen und Gütern, ein Umstand, der abweichende Wachstumsraten im realen Außenhandel mit Dienstleistungen und mit Waren verbergen könnte. Darüber hinaus ist der technologische Fortschritt, der den Außenhandel mit Dienstleistungen fördert, zum Teil ein neueres Phänomen, dessen Auswirkungen erst in Zukunft stärker zu spüren sein werden. Im übrigen könnte ein Abkommen zur Regulierung des Handels und der Investitionen im Dienstleistungsbereich weitere Anreize zu entsprechenden Handelsaktivitäten liefern – eine Tatsache, die durch das erstmalige Einbeziehen von Dienstleistungen in die laufenden GATT-Verhandlungen (Uruguay-Runde) erkannt worden ist.

Welthandel mit Waren und Dienstleistungen <sup>1</sup>				
Position	1976	1981	1986	1987 <sup>2</sup>
	Milliarden US-Dollar			
Insgesamt	1 185	2 592	2 777	3 218
Warenhandel	903	1 820	1 928	2 251
Dienstleistungen	282	772	849	967
Kapitalerträge	79	350	374	n.v.
Übrige Dienstleistungen	203	422	475	n.v.
<i>Anteil am gesamten Welthandel mit Waren und Diensten (in Prozent)</i>				
Dienstleistungen insgesamt	24	30	31	30
Dienstleistungen ohne Kapitalerträge	17	16	17	n.v.

<sup>1</sup> Ohne Osteuropa. <sup>2</sup> Vorläufige Schätzungen.  
Quellen: IMF Balance of Payments Yearbook und World Economic Outlook, April 1988.

Im Jahr 1987 gab es keine Anzeichen eines Nachlassens des weltweiten Protektionismus. Insbesondere die fortdauernden großen Handelsungleichgewichte und Schwierigkeiten in der Strukturanpassung haben vermutlich die Suche nach bilateralen Lösungen von Handelsunstimmigkeiten verstärkt und damit den Anteil des Welthandels vergrößert, der sich dem Wirkungskreis multilateraler Regeln und Vorschriften entzog. Trotz einer Verpflichtung der Vertragsparteien, während der Uruguay-Runde „stillzuhalten“, wucherten die Maßnahmen in der sogenannten „Grauzone“, wie die freiwilligen Exportbeschränkungen, Marktanteilsabkommen und andere nichttarifäre Handelshemmnisse, womit die GATT-Regeln umgangen werden sollen, weiter, so daß schätzungsweise etwa 50% des weltweiten Warenhandels auf die eine oder andere Weise reguliert

Protektionismusdruck nimmt zu

sind. So verzeichnete das GATT beispielsweise im ersten Jahr der Uruguay-Runde bis September 1987 251 neue, der „Grauzone“ zuzurechnende Maßnahmen.

Das Hauptaugenmerk galt nach wie vor den bilateralen Handelsungleichgewichten, und im Zusammenhang damit kam es zu einer signifikanten Zunahme des sogenannten „Verfahrensprotektionismus“, d.h. der vermehrten Androhung oder dem tatsächlichen Rückgriff auf Maßnahmen wie Anti-Dumping-Verfahren oder Ausgleichszollermittlungen mit dem Ziel, Einfuhren abzuwehren oder Exportbeschränkungen herauszufordern. Ein weiteres Beispiel für die Tendenz zum Bilateralismus ist die neuerliche Flut regionaler Handelsabkommen; der herausragendste Fall ist das Freihandelsabkommen zwischen den USA und Kanada, das im zweiten Halbjahr 1987 zustande kam. Das amerikanisch-kanadische Abkommen wies auf mehreren Gebieten, die bisher nicht durch GATT-Regeln erfaßt waren – namentlich auf dem Gebiet der Landwirtschaft, der Dienstleistungen und handelsbezogener Investitionen, alles Hauptta- gesordnungspunkte in der Uruguay-Runde –, neue Wege und wirkt per saldo wohl handelsstimulierend. Dennoch sind auch Bedenken über die Rolle bilateraler Vereinbarungen in einem offenen, weltweiten Handelssystem, das auf den Prinzipien der Nichtdiskriminierung und der Meistbegünstigung beruht, laut geworden.

### Außenwirtschaftliche Anpassung in den drei größten Industrieländern

Zunehmende, in Dollar gerechnete Ungleichgewichte verschleiern die tatsächliche Anpassung

Auf den ersten Blick scheint das Jahr 1987 in bezug auf die außenwirtschaftliche Anpassung in den drei größten Industrieländern enttäuschend verlaufen zu sein. Die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte nahmen weiter zu, wobei sich das amerikanische Leistungsbilanzdefizit um \$ 19,3 Mrd. ausweitete und die Überschüsse Japans und Deutschlands um \$ 1,2 und 5,4 Mrd. stiegen. Die in Dollar ausgedrückten Veränderungen der Leistungsbilanzpositionen liefern jedoch, wie die umstehende Tabelle zeigt, ein eher irreführendes Bild: In nationaler Währung oder in Prozent des BSP gemessen nahmen die Ungleichgewichte Japans und Deutschlands merklich ab; in den USA stieg das Leistungsbilanzdefizit 1987 weiter, und zwar sowohl absolut als auch in Relation zum BSP.

Nichtsdestoweniger unterliegen nominale Leistungsbilanzsalden, auch in nationaler Währung oder in Prozent des BSP gerechnet, verschiedenen vorübergehenden Einflüssen, und sie sind daher keine besonders aussagekräftigen Indikatoren für den eigentlichen Anpassungsprozeß. Der erste Grund hierfür ist, daß die Leistungsbilanzpositionen als Folge hartnäckiger Ungleichgewichte das Erbe früherer Ungleichgewichte widerspiegeln, denn die damit im Zusammenhang stehenden Änderungen der Nettoauslandsvermögen induzieren Nettokapitalertragsveränderungen, die insgesamt die Überschüsse respektive Defizite vergrößern. Zweitens können größere Ölpreisschwankungen angesichts des hohen Gewichts der Öleinfuhren die jährlichen Veränderungen der nominalen Leistungsbilanzsalden erheblich beeinflussen. Drittens verdecken Bewegungen der relativen Preise für handelbare Güter (ohne Öl),



Verschiedene Maße für die Leistungsbilanzsalden der drei größten Industrieländer					
Leistungsbilanzsalden	1985	1986	1987		
			Jahr	erstes Halbjahr*	zweites Halbjahr*
<b>USA</b>					
In Milliarden US-Dollar	-116,4	-141,4	-160,7	-156,5	-164,9
In Prozent des BSP	- 2,9	- 3,3	- 3,6	- 3,5	- 3,6
<b>Japan</b>					
In Milliarden US-Dollar	49,2	85,8	87,0	93,2	80,8
In tausend Milliarden Yen	11,5	14,2	12,5	13,8	11,2
In Prozent des BSP	3,6	4,3	3,6	4,0	3,3
<b>Deutschland (BR)</b>					
In Milliarden US-Dollar	17,1	39,7	45,1	46,8	43,4
In Milliarden D-Mark	48,4	85,0	80,5	85,0	76,2
In Prozent des BSP	2,6	4,4	4,0	4,2	3,8

\* Saisonbereinigte Werte auf Jahreswerte hochgerechnet.

die vor allem in Zeiten großer Wechselkursschwankungen häufig besonders ausgeprägt sind, möglicherweise einen beträchtlichen Teil der Veränderungen im realen Außenhandel.

Auch wenn das Leistungsbilanzdefizit der *Vereinigten Staaten* von \$ 141,4 Mrd. im Jahr 1986 auf \$ 160,7 Mrd. im Jahr 1987 anstieg, kamen mehrere Faktoren zusammen, die eine grundlegende und fortschreitende Aktivierungstendenz im Verlauf des letzten Jahres verschleierten. Erstens ging ein bedeutender Teil des zusätzlichen Leistungsbilanzdefizits auf einen Rückgang der Nettokapitalerträge von \$ 20,8 auf 14,5 Mrd. zurück, worin sich im wesentlichen die Verschlechterung des amerikanischen Auslandsvermögensstatus der letzten Jahre widerspiegelt. Die Nettokapitalerträge wären in der Tat noch geringer ausgefallen, wenn die Abwertung des US-Dollars nicht die Einnahmen aus Direktinvestitionen aufgebläht hätte, da nicht nur das Einkommen, sondern auch der amerikanische Kapitalstock im Ausland selbst in Dollar höher bewertet wurde. Der Saldo bei den übrigen Dienstleistungen und den Übertragungen verbesserte sich hingegen leicht und trug damit zu einem teilweisen Ausgleich des Rückgangs der Nettokapitalerträge bei. Zweitens war mehr als die Hälfte des Zuwachses des Handelsbilanzdefizits von \$ 144,3 Mrd. im Jahr 1986 auf \$ 159,2 Mrd. im Jahr 1987 auf höhere Einfuhren von Rohöl und Mineralölzeugnissen zurückzuführen; diese Importe stiegen der Menge nach nur um 3½%, so daß der Löwenanteil der zusätzlichen Ausgaben für Öl auf höhere Preise zurückging. Das Defizit der Handelsbilanz ohne Ölrechnung weitete sich nur um \$ 6,3 Mrd. aus, und dieser Anstieg beschränkte sich ausschließlich auf das erste Halbjahr. Drittens war die Verschlechterung der Handelsbilanz (ohne Öl) im Jahr 1987 einem Rückgang des realen Austauschverhältnisses für handelbare Nichtölprodukte von 4½% zuzurechnen, der die Verbesserung des auf der Basis der Durchschnittswerte von 1982 berechneten Außenhandelsdefizits mehr als ausglich.

Die Anpassung in den Vereinigten Staaten...

...beruht hauptsächlich auf dynamischer Ausfuhrentwicklung

Die bemerkenswerte Trendwende im realen Außenhandelsdefizit (ohne Öl) – von einem Anstieg in Höhe von \$ 21½ Mrd. im Jahr 1986 zu einer Verringerung um \$ 11½ Mrd. im Jahr 1987 – ist überwiegend der sehr dynamischen Ausfuhrentwicklung zu verdanken. Das Exportvolumen nahm im Jahresdurchschnitt um 12,2% oder 4½ Prozentpunkte mehr als im Vorjahr zu, mit besonders ausgeprägten Zuwachsraten des mengenmäßigen Absatzes von landwirtschaftlichen Gütern und Fertigwaren; letztere stiegen real um 16%, also um das Zweieinhalbfache des geschätzten Exportmarktwachstums für amerikanische Fertigerzeugnisse. Die lebhafte reale Ausfuhrentwicklung muß hauptsächlich der wechselkursbedingten Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit amerikanischer Exporteure zugeschrieben werden, die gemessen an den Lohnstückkosten von Ende 1985 bis Ende 1987 um 25% zunahm. Die verbesserte Wettbewerbslage hat aber nicht nur das Wachstum des Ausfuhrvolumens sukzessive von 7,6% im ersten Quartal bis 16,7% im letzten Quartal 1987 (jeweils gegenüber Vorjahresquartal) beschleunigt, sondern nach Ablauf des ersten Vierteljahres auch Spielraum für eine beträchtliche Erhöhung der Dollarpreise nicht landwirtschaftlicher Ausfuhrüter gegeben. Die amerikanischen Exporteure gewannen nicht nur in jenen Industrieländern an Boden, deren Währungen sich gegenüber dem US-Dollar am stärksten aufgewertet haben, sondern auch auf Drittmärkten in den Entwicklungsländern.

Veränderung in den Handelsbilanzen (ohne Öl) der drei größten Industrieländer			
Handelsbilanz (ohne Öl)	1985	1986	1987
	Milliarden US-Dollar		
USA			
zu laufenden Dollarwerten	-16,6	- 38,8	- 6,3
zu konstanten Dollarwerten <sup>1</sup>	-16	-21½	11½
Japan <sup>2</sup>			
zu laufenden Dollarwerten	2,4	20,2	0,3
zu konstanten Dollarwerten <sup>1</sup>	6	-20½	-14½
Deutschland (BR) <sup>2</sup>			
zu laufenden Dollarwerten	6,4	18,3	14,7
zu konstanten Dollarwerten <sup>1</sup>	5	- 6	- 5½

<sup>1</sup> Berechnet auf der Basis der Durchschnittswerte im Außenhandel in Dollar von 1982. <sup>2</sup> Angaben nach Außenhandelsstatistik.

Auf der Einfuhrseite waren die Anzeichen einer außenwirtschaftlichen Anpassung diffuser: Die Expansion der mengenmäßigen Nachfrage nach Nichtölprodukten aus dem Ausland verlangsamte sich 1987 gegenüber 1986 von 13 auf ca. 5%, was immer noch ein relativ starker Zuwachs war. Außerdem verlangsamte sich das reale Importwachstum nur im ersten Halbjahr 1987, als auch die reale Inlandsnachfrage schwach war; mit der Konjunkturbelebung im zweiten Halbjahr nahm auch das Einfuhrwachstum wieder recht kräftig zu. Die Nichtölimporte verteuerten sich, gemessen am Durchschnittswert, 1987 um 6%, verglichen mit 4% im Jahr 1986 – angesichts einer effektiven Dollarabwertung von 29% in den letzten zwei Jahren ein recht bescheidener Anstieg. Nach



Warengruppen betrachtet entfielen ca. drei Viertel des gesamten realen Einfuhrwachstums auf zusätzliche Investitionsgüterkäufe, wobei vor allem vermehrte Importe aus Südostasien zu Buche schlugen.

Japans Leistungsbilanzüberschuß stieg 1987 nur noch um \$ 1,2 auf 87 Mrd., nach einer Zunahme von \$ 36,6 Mrd. im Jahr zuvor. Dieser Zuwachs fiel zur Gänze in das erste Vierteljahr, während im letzten Quartal der Überschuß gegenüber der entsprechenden Vorjahrsperiode um \$ 3,5 Mrd. zurückging, ein Anzeichen für den eingeleiteten Anpassungsprozeß.

In Japan  
Fortsetzung der  
Anpassung...

Die außenwirtschaftliche Anpassung läßt sich am deutlichsten an der Handelsbilanz ohne Öl ablesen. Die Außenhandelsstatistik zeigt, daß der nominale Handelsbilanzüberschuß (ohne Öl) 1987 nicht weiter zunahm, nachdem er im Vorjahr um mehr als \$ 20 Mrd. gestiegen war. Noch eindrucksvoller ist jedoch die Verlangsamung der Zunahme des nominalen Überschusses vor dem Hintergrund der deutlichen Verbesserung der Terms of trade, so daß der Außenhandelsüberschuß zu Durchschnittswerten von 1982 gerechnet 1986 um \$ 20½ Mrd. und 1987 um weitere \$ 14½ Mrd. sank. Die scheinbare Verlangsamung in der Grundtendenz der Anpassung von 1986 auf 1987 läßt sich mit den außerordentlichen Goldeinfuhren im Jahr 1986 erklären. Läßt man diese spezielle Entwicklung außer Betracht, hat 1987 der Anpassungsprozeß erheblich an Tempo gewonnen.

Die Hauptantriebsfeder des japanischen Überschußabbaus im Außenhandel ohne Öl war die Belebung der realen Importnachfrage (ohne Öl) von 31% während der letzten zwei Jahre. Ohne die Sonderbewegung bei den Goldimporten, die 1986 das Einfuhrvolumenswachstum um ca. 3½ Prozentpunkte aufblähten, entfiel der größte Teil der Ausweitung auf das letzte Jahr. Vor allem die südostasiatischen Nachbarländer profitierten hiervon scheinbar erheblich, denn die Käufe aus dieser Region nahmen 1987 nominal um mehr als 30% zu, verglichen mit einem Anstieg der Nichtölimportwerte von insgesamt 20%. Auf der Ausfuhrseite trugen sowohl der Verlust der Wettbewerbsfähigkeit – der gewogene Außenwert des Yen stieg seit Mitte 1985 um real 50% – als auch das schwächere Nachfragewachstum auf einigen wichtigen Exportmärkten Japans zur außenwirtschaftlichen Anpassung bei. Während konjunkturelle und wechselkursbedingte Faktoren die Absatzmöglichkeiten für japanische Exporteure auf dem amerikanischen Markt scheinbar stark beeinträchtigt haben (die Lieferungen in die USA wuchsen nur um nominal 4%), hat der wesentlich weniger ausgeprägte Verlust der Wettbewerbsfähigkeit in Westeuropa und die florierenden Märkte Südasiens den japanischen Lieferanten dort einen zusätzlichen nominalen Absatz von 27 bzw. 22% und damit jeweils vergrößerte Marktanteile gebracht.

...hauptsächlich  
aufgrund  
lebhafter  
Nichtöleinfuhren

In Deutschland weitete sich der Leistungsbilanzüberschuß im letzten Jahr von \$ 39,7 Mrd. (im Jahr 1986) auf \$ 45,1 Mrd. aus; er nahm allerdings vom ersten zum zweiten Halbjahr ab. Dieser Rückgang im Jahresverlauf war jedoch in erheblichem Ausmaß einer Zunahme des traditionellen Defizits bei den unsichtbaren Transaktionen, vor allem im Reiseverkehr, und bei den offiziellen Übertragungen zuzurechnen.

Auch in Deutsch-  
land...

Zwar weist die Außenhandelsstatistik im Warenhandel ohne Öl einen Rekordüberschuß von \$ 82,6 Mrd. aus, doch die zugrundeliegenden Preis- und

Volumensbewegungen deuten auch in Deutschland auf einen fortschreitenden Abbau des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts hin. Im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr war die Ausweitung des Handelsbilanzüberschusses (ohne Öl) allein auf Terms-of-trade-Gewinne von 4% im Jahr 1987, nach 6% ein Jahr zuvor, zurückzuführen, die die Verringerung des realen Überschusses mehr als ausglich. In der Tat ist der Außenhandelsüberschuß ohne Öl zu Durchschnittswerten von 1982 in Dollar gerechnet jeweils um ca. \$ 6 Mrd. in den beiden letzten Jahren gefallen.

...Importwachstum (ohne Öl) wesentliches Element der Anpassung

Den Hauptanstoß für diese Anpassung gab das reale Einfuhrwachstum (ohne Öl) von 6% im Jahr 1986 und 7% im Jahr 1987. Die Nachfrage nach Industrieerzeugnissen aus dem Ausland war besonders lebhaft. Sie stieg seit 1985 mit einer Jahresrate von 8% und damit doppelt so schnell wie die reale Inlandsnachfrage. Ein Großteil dieser Entwicklung kann auf die wechselkursinduzierten Wettbewerbsverluste der heimischen Produzenten von substituierbaren Gütern zurückgeführt werden, vor allem gegenüber Anbietern, deren Währung sich gegenüber der D-Mark abschwächte. Schätzungen über die Veränderung der Importvolumina nach Regionen bestätigen, daß vor allem Anbieter aus Entwicklungsländern, die nicht der OPEC angehören, und Industrieländern außerhalb der EG in den deutschen Markt vorgedrungen sind. Auf der Ausfuhrseite hingegen ist der Anpassungsprozeß etwas schwächer ausgeprägt gewesen. Das Exportvolumen wuchs moderat: 1986 um 1½% und 1987 um 3%; dies bedeutet in beiden Jahren einen gewissen Verlust an Exportmarktanteilen. Im Verlaufe des Jahres 1987 erholte sich aber das reale Ausfuhrwachstum und betrug im letzten Quartal gegenüber Vorjahr 7½%. Im Jahresverlauf beeinflussten insgesamt sowohl konjunkturelle als auch wechselkursbedingte Faktoren die Struktur des realen Auslandsabsatzes deutscher Produkte. Da die Auslandsnachfrage vor allem von einem lebhaften privaten Verbrauch getragen war, entwickelten sich die Ausfuhren von Konsumgütern und Nahrungs- und Genußmitteln zufriedenstellend, während die Lieferungen von Investitionsgütern dem Volumen nach praktisch nicht mehr zunahmen. Die Ausfuhren in die EG-Partnerländer und – von einem niedrigen Niveau aus – nach Japan expandierten stark, während die Verkäufe in den Dollarraum schwach waren.

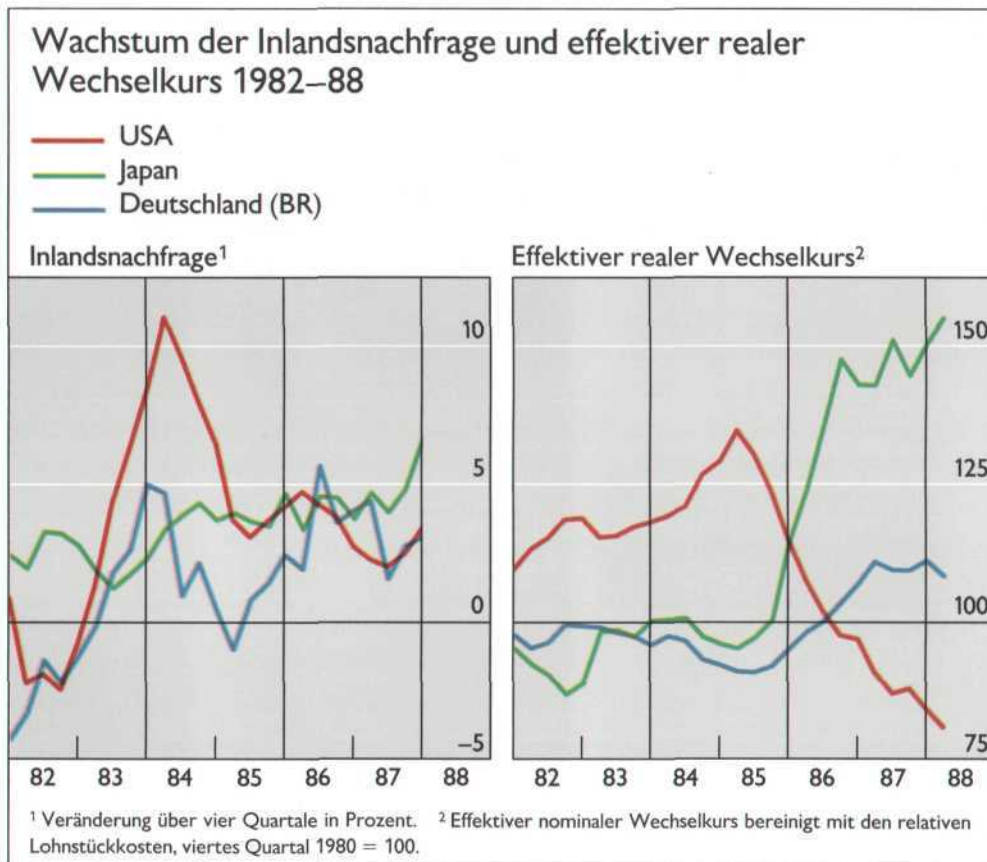
### Anhaltende Ungleichgewichte und Perspektiven für die Anpassung in den drei größten Industrieländern

Langsame Anpassungsgeschwindigkeit aufgrund...

Während sich 1987 Anzeichen einer grundlegenden Anpassung der außenwirtschaftlichen Positionen in allen drei großen Industrienationen zeigten, war die Anpassungsgeschwindigkeit und insbesondere das Tempo, mit dem sich die gewünschten Verschiebungen der Handelsvolumina in den Werten niederschlugen, bisher ziemlich langsam. Die Hartnäckigkeit der großen nominalen Zahlungsbilanzungleichgewichte ist in der Tat etwas erstaunlich, da die meisten empirischen Studien eine schnellere und kräftigere Reaktion auf die Änderung der Wachstumsraten der Inlandsnachfrage und der effektiven realen Wechselkurse, die seit 1985 stattgefunden hat, vorhersagten (s. umstehende Grafik).



Die Hartnäckigkeit der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte kann durch drei Haupteinflussfaktoren erklärt werden. Der erste und vielleicht wichtigste Punkt ist die verzögerte Reaktion des Außenhandels auf Wechselkursänderungen, eine Tendenz, die sich offensichtlich in den zurückliegenden Jahren noch verstärkt hat; zweitens haben Unterschiede vor allem in der Waren- und Regionalstruktur des Außenhandels den Anpassungsprozeß möglicherweise behindert; und drittens wurde der Anpassungsprozeß bisher nicht genügend von den notwendigen Verschiebungen im Gesamtbild der Wachstumsraten der Inlands-



nachfrage der drei wichtigsten Industrieländer getragen, obwohl es hier bereits zu beträchtlichen Veränderungen des Wachstumsgefälles gekommen ist.

Änderungen der Wechselkurse beeinflussen die Außenhandelsströme, indem sie den relativen Preis für handelbare Güter verändern. Normalerweise vergrößern diese relativen Preisbewegungen kurzfristig die nominalen Ungleichgewichte (J-Kurven-Effekt); sie sollten aber mit der Zeit so starke Mengenanpassungen hervorrufen, daß die Preiseffekte überkompensiert werden und dadurch die gewünschte Anpassung der Handelsbilanz erreicht wird. Die tatsächliche Anpassungsgeschwindigkeit hängt entscheidend davon ab, wie schnell Wechselkursveränderungen auf die Preise von handelbaren Gütern überwältigt werden.

Wie die nachstehende Grafik verdeutlicht, wies das Preisverhalten der ausländischen Anbieter in den USA sowohl im Zeitablauf als auch in bezug auf unterschiedliche Märkte starke Abweichungen auf. Vor allem die trotz kräftiger

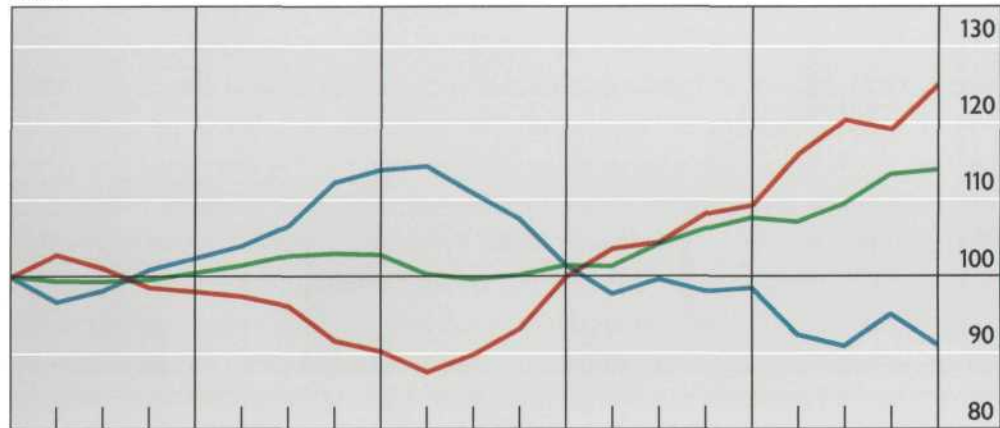
... verzögerter Wechselkurseffekte,...

## Produktionskosten und Gewinnspannen ausländischer Anbieter auf den Märkten der USA, Japans und Deutschlands 1983–87 (Schätzung)

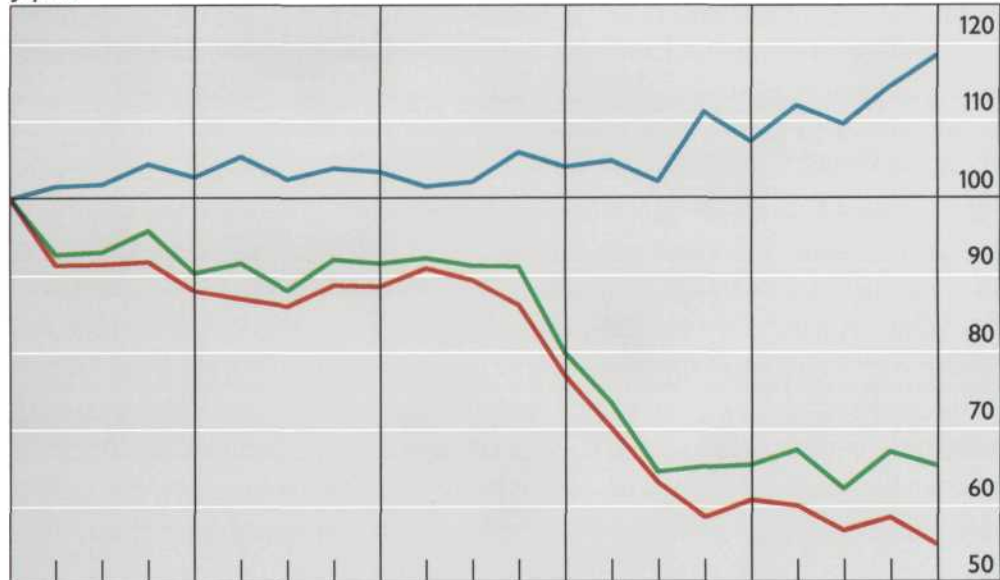
In der Währung des Importlandes, viertes Quartal 1982 = 100

- Produktionskosten ausländischer Anbieter<sup>1</sup>
- Einfuhrdurchschnittswerte<sup>2</sup>
- Gewinnspanne<sup>3</sup>

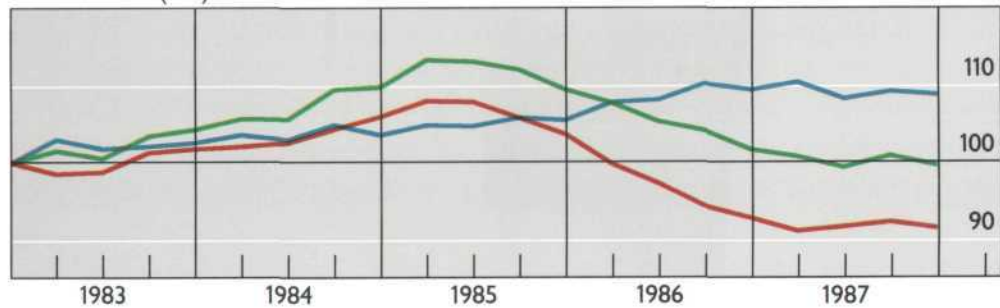
USA



Japan



Deutschland (BR)



<sup>1</sup> Geschätzt auf der Basis eines mit den Importanteilen gewogenen Durchschnitts der Lohnstückkosten (65%) und der Großhandelspreise für Rohstoffe (35%) in den anderen wichtigen Industrieländern. <sup>2</sup> USA: alle Güter, ohne Öl; Japan und Deutschland: Industrieerzeugnisse. <sup>3</sup> Verhältnis der Einfuhrdurchschnittswerte zu den Produktionskosten.



Dollarabwertung träge Anpassung der amerikanischen Einfuhrdurchschnittswerte ist besonders bemerkenswert. Die Produktionskosten der ausländischen Anbieter (ausgedrückt in Dollar) stiegen zwischen Anfang 1985 und Ende 1987 um schätzungsweise 45%, aber der amerikanische Einfuhrdurchschnittswert (ohne Öl) nahm in derselben Periode nur um ca. 11% zu. Daraus würde folgen, daß die ausländischen Anbieter ihre Preise in Dollar nur sehr zögernd anpaßten und statt dessen schwindende Gewinnspannen hinnahmen, um ihre Marktanteile in den USA zu verteidigen. Hierfür gibt es zwei mögliche Erklärungen. Erstens hatten sich die Gewinnmargen der ausländischen Anbieter, wie aus der Grafik zu ersehen ist, in den zurückliegenden Jahren der Dollaraufwertung kräftig ausgeweitet, so daß nun genügend Spielraum für eine Verengung vorhanden war. Zweitens reagierten vermutlich die ausländischen Anbieter angesichts starker Ausschläge des Dollarwechsellkurses seit Beginn der siebziger Jahre allgemein nur ungern mit schnellen Preisanpassungen und waren eher bemüht, Marktanteile zu halten, sogar wenn die Erlöse die Produktionskosten nicht deckten. Offensichtlich werden sich langfristig die Einflüsse der oben beschriebenen Faktoren abschwächen und können daher die Anpassung an eine dauerhafte Dollarabwertung zwar aufhalten, aber nicht verhindern. Bisher hat allerdings diese Preispolitik den J-Kurven-Effekt sowohl gedämpft als auch ausgedehnt und war ein wesentlicher Grund für die träge Korrektur des amerikanischen Außenhandelsdefizits.

Im Gegensatz hierzu haben ausländische Anbieter in Japan und in Deutschland, wo die Anpassung – wie bereits vorher beschrieben – auf der Importseite erheblich war, offenbar ihre Preise vorwiegend nach Maßgabe ihrer Produktionskosten gesetzt. In beiden Ländern folgten die Einfuhrdurchschnittswerte für Fertigwaren ziemlich genau den ausländischen Produktionskosten, und erst kürzlich scheinen die Anbieter, die diese beiden Märkte beliefern, angesichts der Yen- und der DM-Aufwertung ihre Gewinnmargen ausgeweitet zu haben.

Das Preisverhalten der Exporteure in jedem der drei größten Industrieländer wird in der gegenüberstehenden Grafik durch einen Vergleich der heimischen Produktionskosten mit den Exportdurchschnittswerten (in Landeswährung) verdeutlicht. Auch hier gibt es herausragende Unterschiede. Die amerikanischen Lieferanten haben scheinbar bis Mitte 1985 die Preise für nichtlandwirtschaftliche Ausfuhr Güter an den Wechselkursveränderungen ausgerichtet, dann aber ihre zunehmende internationale Wettbewerbsfähigkeit genutzt, um ihre Gewinnspannen auszuweiten. In Deutschland orientierten sich die Exportpreise bis 1986 im großen und ganzen an den Produktionskosten, aber 1987 hat scheinbar der zunehmende Wettbewerbsdruck die deutschen Lieferanten zu einer Verengung ihrer Gewinnspannen gezwungen. Im Gegensatz hierzu waren die japanischen Exporteure offensichtlich um die Verteidigung ihrer Marktanteile bemüht und daher seit Anfang 1986 zu erheblichen Preiszugeständnissen bereit. Dies mag teilweise auf die zunehmende Konkurrenz aus den südostasiatischen Ländern zurückzuführen sein, die in gewissem Umfang ähnliche Produkte anbieten und ebenfalls stark auf den amerikanischen Markt ausgerichtet sind.

Die Reaktionen im Anpassungsprozeß auf die veränderten makroökonomischen Gegebenheiten wurden sowohl durch die Warenstruktur als auch die regionale Aufteilung des Außenhandels beeinflusst. Erstens weisen die

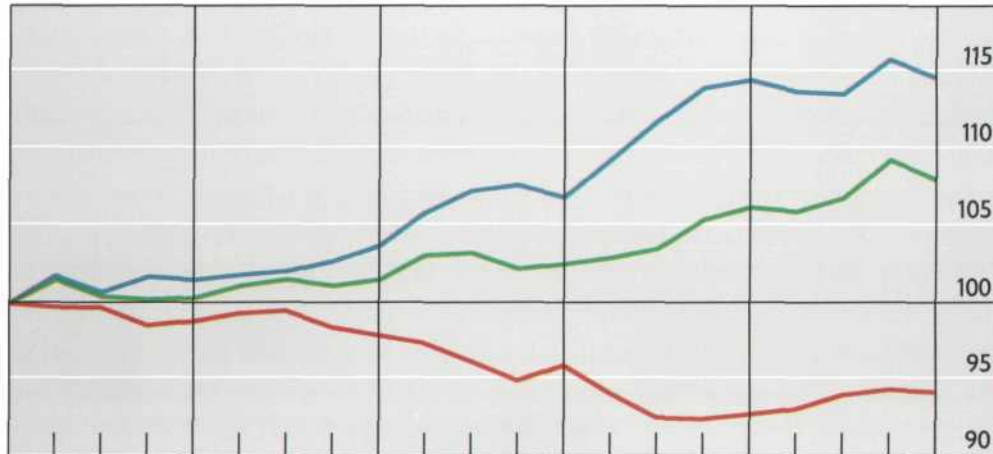
...struktureller  
Einflüsse und...

## Produktionskosten und Gewinnspannen der Exporteure der USA, Japans und Deutschlands 1983–87 (Schätzung)

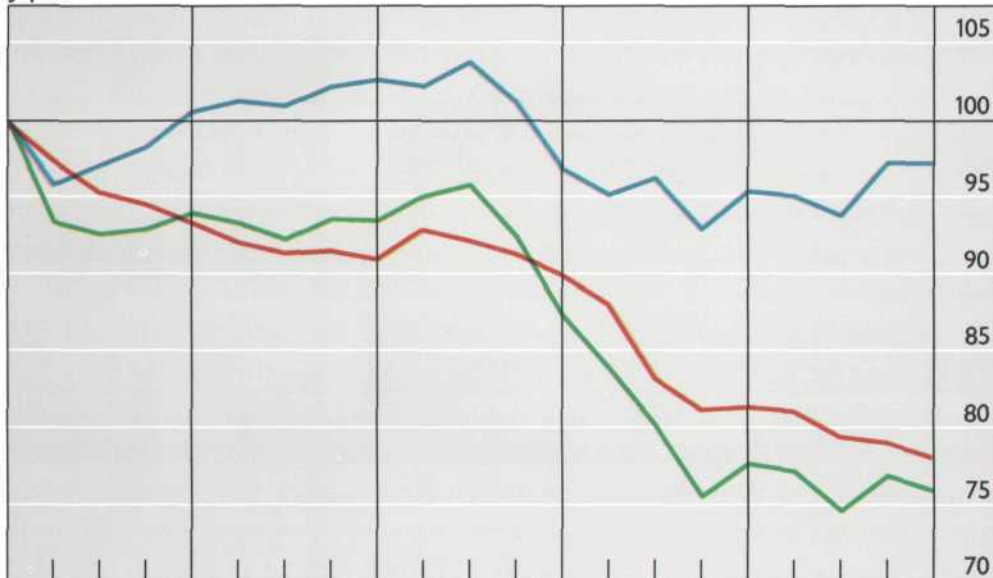
In Landeswährung, viertes Quartal 1982 = 100

- Produktionskosten der Exporteure<sup>1</sup>
- Ausfuhrdurchschnittswerte<sup>2</sup>
- Gewinnspanne<sup>3</sup>

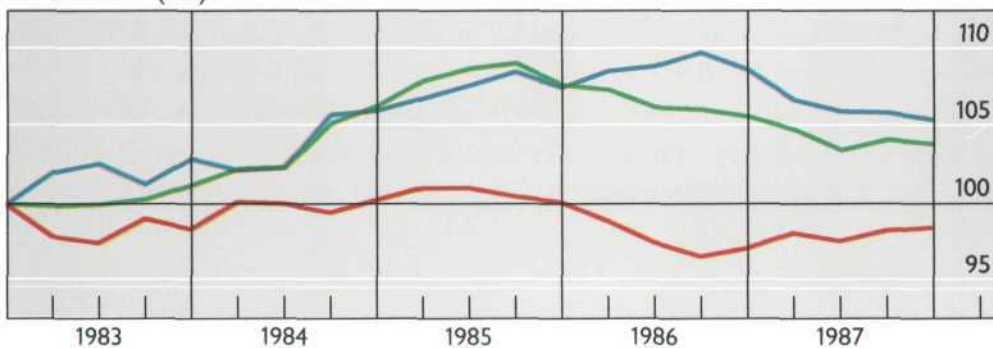
USA



Japan



Deutschland (BR)



<sup>1</sup> Geschätzt auf der Basis eines Durchschnitts der Lohnstückkosten (65%) und der Großhandelspreise für Rohstoffe (35%). <sup>2</sup> USA: nichtlandwirtschaftliche Produkte; Japan und Deutschland: Industrierzeugnisse. <sup>3</sup> Verhältnis der Ausfuhrdurchschnittswerte zu den Produktionskosten.



Ausfuhren der Vereinigten Staaten – im wesentlichen aufgrund ihres relativ kleinen Anteils an Industrieerzeugnissen – traditionell relativ geringe Einkommens- und Preiselastizitäten auf; andererseits sind die Elastizitäten auf der Einfuhrseite erheblich höher als diejenigen der Importe vieler anderer Industrieländer (s. Kapitel II). In Japan hingegen waren die Elastizitäten der Ausfuhren, die praktisch vollständig aus Industrieerzeugnissen bestehen, vergleichsweise sehr hoch, während die Einfuhren, die nur zu 40% aus Industrieerzeugnissen bestehen, in bezug auf Einkommens- und Preisveränderungen ziemlich unempfindlich sind. Die Tatsache so unterschiedlicher Außenhandelselastizitäten bedeutete 1987 einen relativ langsamen außenwirtschaftlichen Anpassungsprozeß, denn die Änderungen im Konjunkturgefälle zwischen Japan und den USA spiegelten eher das sich beschleunigende Nachfragewachstum in Japan als den Rückgang des amerikanischen Nachfragewachstums wider. Zweitens ging der Einfuhrnachfrageausfall der Schuldnerländer Lateinamerikas seit 1982 sehr stark zu Lasten der USA, des traditionell wichtigsten Handelspartners dieser Ländergruppe. Die amerikanischen Lieferungen in diese Region beliefen sich 1987 nur auf \$ 35 Mrd., verglichen mit \$ 43 Mrd. im Jahr 1981. Hätten sich die Schuldnerländer auch nur einen schwachen Anstieg ihres Einfuhrvolumens leisten können, so wäre das amerikanische Handelsbilanzdefizit 1987 vermutlich um \$ 20 bis 25 Mrd. geringer ausgefallen. Schließlich ist die beachtliche Größe der bestehenden Ungleichgewichte selbst ein Hindernis für eine unmittelbar sichtbare Anpassung, da zur Korrektur erhebliche Wachstumsunterschiede auf der Aus- und auf der Einfuhrseite nötig sind. Die US-Importe übersteigen beispielsweise zur Zeit die Exporte um etwa 65%, so daß ein schrumpfendes Handelsdefizit eine Ausfuhrwachstumsrate erfordern würde, die um mehr als zwei Drittel höher liegen müßte als die Einfuhrwachstumsrate. 1987 sind aber die Einnahmen und Ausgaben im Warenhandel praktisch mit derselben Rate gestiegen.

In Japan und Deutschland wuchs seit 1986 die reale Inlandsnachfrage schneller als das BSP, in den USA seit 1987 hingegen umgekehrt das BSP schneller als die reale Inlandsnachfrage, so daß alle drei Länder begonnen haben, die Struktur der realen inländischen Absorption von Gütern in die richtige Richtung anzupassen. Dem Wert nach waren jedoch die Unterschiede bei den Wachstumsraten von Ausgaben und Produktion teilweise aufgrund von Terms-of-trade-Verschiebungen, aber auch wegen unangemessener nachfragestimulierender Maßnahmen sehr viel weniger stark ausgeprägt. Tatsächlich hat, wie in Kapitel IV erörtert wird, in Japan und in Deutschland der gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo in Relation zum BSP etwas abgenommen (worin sich der entsprechende Rückgang des Leistungsbilanzsaldos in Prozent des BSP widerspiegelt). In den USA hat sich die Lücke zwischen gesamtwirtschaftlicher Ersparnis und gesamtwirtschaftlichen Investitionen im vergangenen Jahr noch weiter geöffnet, da die ansehnlichen Budgetkürzungen von einem Rückgang der Ersparnisse des privaten Sektors mehr als ausgeglichen wurden. Diese Entwicklung bestätigt allerdings nur, daß zumindest kurzfristig keine eindeutige Beziehung zwischen der Außenwirtschaftsposition und dem Budgetdefizit besteht und Änderungen in der öffentlichen Haushaltspolitik private Reaktionen hervorrufen können, die den finanzpolitischen Effekt auf das außenwirtschaft-

...unzureichende Verschiebungen in der Inlandsabsorption

liche Ungleichgewicht entweder verstärken oder abschwächen. Die Finanzpolitik bleibt jedoch das wichtigste wirtschaftspolitische Einzelinstrument, mit dem die Regierungen das Verhältnis von gesamtwirtschaftlicher Ersparnis und Investitionstätigkeit längerfristig beeinflussen kann. Eine dauerhafte und genügend umfassende Verbesserung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte kann nicht ohne das fortgesetzte Bemühen, die Budgetpositionen entsprechend anzupassen, erwartet werden – besonders nicht in den USA.

Verstärkte Anpassung in naher Zukunft wahrscheinlich

Das letzte Jahr hat möglicherweise den Wendepunkt im außenwirtschaftlichen Anpassungsprozeß der drei größten Industrieländer gebracht. In den beiden Überschußländern verminderte sich im Jahresverlauf das Leistungsbilanzungleichgewicht, und in den USA hat das nominale Defizit seinen Tiefpunkt im letzten Jahr erreicht und weist offenbar im ersten Quartal 1988 einen Rückgang auf. Es bestehen kaum Zweifel, daß 1988/89 eine weitere Anpassung der außenwirtschaftlichen Positionen aufgrund der jetzigen Wirtschaftspolitik und der derzeitigen Wechselkurse sichtbar werden sollte; es ist jedoch schwierig, ihr Ausmaß und ihren Zeitablauf vorauszusagen. Die meisten empirischen Studien lassen den Schluß zu, daß trotz einer mittelfristig erheblichen Verbesserung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte auch nach Abschluß der Anpassung an Wechselkursbewegungen und wirtschaftspolitische Maßnahmen in den USA ein beträchtliches Leistungsbilanzdefizit und in Japan sowie in Deutschland ziemlich große Überschüsse erhalten bleiben werden.

### Die Entwicklung der Leistungsbilanzen in den anderen Industrieländern

Weitgestreute Abschwächung der Leistungsbilanzen...

In einer großen Anzahl von Industrienationen schwächte sich die Leistungsbilanz 1987 ab; in den meisten Fällen nahm jedoch die Verschlechterung ihren Ausgang von einer relativ günstigen Außenwirtschaftslage und erforderte keine sofortigen Korrekturmaßnahmen. In einigen Ländern jedoch, in denen das Leistungsbilanzdefizit in Prozent des BSP ein hohes und nicht mehr tragbares Niveau erreicht hatte, wurden Anpassungsmaßnahmen ergriffen, und die Defizite verringerten sich. Die Leistungsbilanzposition aller Industrieländer (ohne USA, Japan und Deutschland) zusammengenommen rutschte im letzten Jahr von einer im Jahr 1986 ausgeglichenen Position in ein Defizit von \$ 20 Mrd. Dieser Rückgang ist auf eine Passivierung der Handelsbilanz um \$ 22½ Mrd. zurückzuführen, die durch ein verbessertes Ergebnis der Bilanz der unsichtbaren Transaktionen abgeschwächt wurde. Während 1986 große Terms-of-trade-Gewinne die zugrundeliegende Verschlechterung der realen Handelsbilanzen in den meisten Ländern verschleierten, schlugen sich 1987 die Volumensveränderungen zunehmend in einer Erhöhung des Fehlbetrags im Warenhandel nieder.

... spiegeln vor allem konjunkturelle Einflüsse wider

Wie die Grafik auf S. 69 zeigt, gab es 1987 einen engen Zusammenhang zwischen dem Wachstum der Inlandsnachfrage und der Veränderung des realen Außenhandelsaldos. Die reale Handelsbilanz verschlechterte sich in den Ländern am meisten, die das stärkste Wirtschaftswachstum aufwiesen. Das Tempo, mit dem 1987 unterschiedliche Nachfrageverhältnisse auf die Außenwirtschaftsposition durchschlugen, wenn auch durch Terms-of-trade-Effekte zumeist etwas abgeschwächt, zeigt die durch die weltweite Verflechtung



## Leistungsbilanzsalden

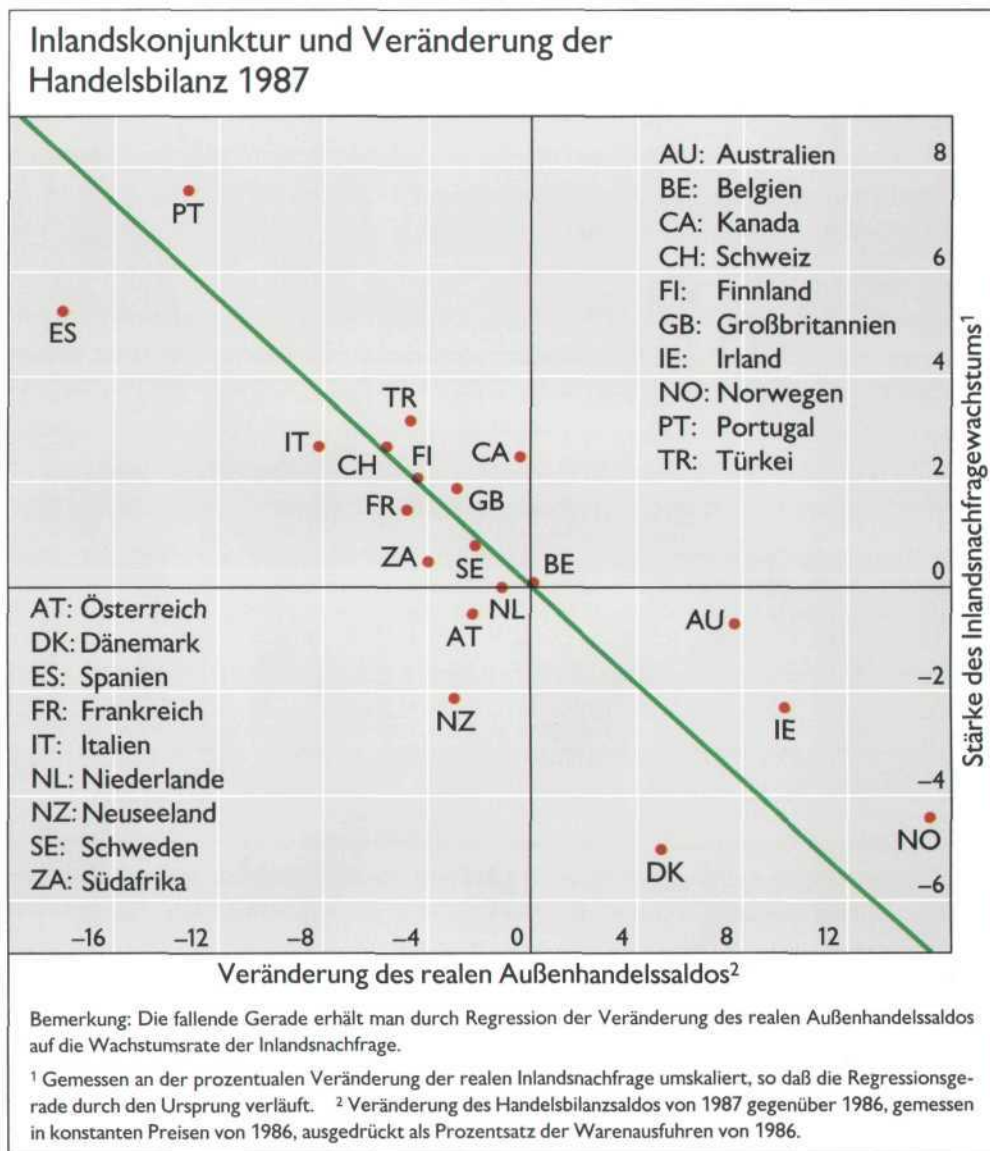
Land/ Ländergruppe	Handelsbilanz			Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz			Leistungsbilanz		
	1985	1986	1987	1985	1986	1987	1985	1986	1987
	Milliarden US-Dollar								
Industrieländer insgesamt	- 44	- 6	- 25	- 5	-10	-23	- 49	- 16	- 48
Wichtigste Industrieländer	- 40,0	0,1	- 11,5	-10,1	-17,0	-33,0	- 50,1	- 16,9	- 44,5
Deutschland (BR)	27,8	54,6	68,6	-10,7	-14,9	-23,5	17,1	39,7	45,1
Frankreich	- 5,3	- 2,3	- 9,3	5,3	5,3	4,8	0,0	3,0	- 4,5
Großbritannien	- 2,7	- 12,4	- 15,9	7,1	12,5	12,9	4,4	0,1	- 3,0
Italien	- 6,1	4,2	0,1	2,6	- 1,6	- 1,2	- 3,5	2,6	- 1,1
Japan	56,0	92,8	96,4	- 6,8	- 7,0	- 9,4	49,2	85,8	87,0
Kanada	12,4	7,5	7,8	-13,3	-14,2	-15,1	- 0,9	- 6,7	- 7,3
USA	-122,1	-144,3	-159,2	5,7	2,9	- 1,5	-116,4	-141,4	-160,7
Übrige Industrieländer	- 4,4	- 5,7	- 13,7	5,2	6,5	10,2	0,8	0,8	- 3,5
Australien	- 1,3	- 2,1	- 0,5	- 7,4	- 7,6	- 8,2	- 8,7	- 9,7	- 8,7
Belgien-Luxemburg	- 0,5	0,7	0,4	1,2	2,3	2,4	0,7	3,0	2,8
Dänemark	- 0,8	- 1,2	0,8	- 1,9	- 3,1	- 3,8	- 2,7	- 4,3	- 3,0
Finnland	0,8	1,5	1,2	- 1,5	- 2,4	- 3,3	- 0,7	- 0,9	- 2,1
Griechenland	- 5,1	- 4,4	- 5,6	1,8	2,7	4,3	- 3,3	- 1,7	- 1,3
Irland	0,7	1,3	2,1	- 1,3	- 1,7	- 1,8	- 0,6	- 0,4	0,3
Island	0,0	0,1	0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1	- 0,1	0,0	0,0
Jugoslawien	- 0,6	- 0,7	0,1	1,4	1,8	1,4	0,8	1,1	1,5
Neuseeland	0,1	0,2	0,6	- 1,4	- 1,5	- 2,1	- 1,3	- 1,3	- 1,5
Niederlande	5,5	7,2	5,3	- 0,3	- 2,7	- 2,1	5,2	4,5	3,2
Norwegen	4,7	- 1,7	- 0,7	- 1,6	- 2,7	- 3,5	3,1	- 4,4	- 4,2
Österreich	- 4,3	- 4,5	- 4,5	4,1	4,6	4,4	- 0,2	0,1	- 0,1
Portugal	- 1,5	- 1,7	- 3,4	1,9	2,9	4,1	0,4	1,2	0,7
Schweden	2,5	5,3	4,4	- 3,7	- 4,3	- 5,3	- 1,2	1,0	- 0,9
Schweiz	- 3,2	- 3,5	- 5,0	8,3	10,2	12,0	5,1	6,7	7,0
Spanien	- 4,3	- 6,3	- 12,9	7,0	10,5	13,7	2,7	4,2	0,8
Südafrika	5,8	7,2	7,2	- 3,2	- 4,0	- 4,2	2,6	3,2	3,0
Türkei	- 2,9	- 3,1	- 3,3	1,9	1,6	2,3	- 1,0	- 1,5	- 1,0
Osteuropäische Länder <sup>1</sup>	3	1	2	- 1	- 1	0	2	0	2
Entwicklungsländer	47	8	52	-71	-48	-51	- 24	- 40	1
Ölexportierende Länder <sup>2</sup>	66	14	46	-63	-44	-47	3	- 30	- 1
Übrige Entwicklungs- länder	- 19	- 6	6	- 8	- 4	- 4	- 27	- 10	2
Fertigwaren- exporteure <sup>2</sup>	- 14	1	14	9	12	13	- 5	13	27
Rohstoff- exporteure <sup>2</sup>	14	10	9	-31	-28	-30	- 17	- 18	- 21
Sonstige nichtölexportierende Länder	- 19	- 17	- 17	14	12	13	- 5	- 5	- 4
Insgesamt <sup>3</sup>	6	3	29	-77	-59	-74	- 71	-56	- 45

<sup>1</sup> Bulgarien, DDR, Polen, Rumänien, Tschechoslowakei, UdSSR und Ungarn. <sup>2</sup> Länder, deren Exporte von Öl, Fertigwaren bzw. Rohstoffen 1980 mehr als 50% der Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen ausmachten. <sup>3</sup> Gleich der Diskrepanz in der Weltleistungsbilanz.

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

auferlegten Grenzen einer nachfrageorientierten Wirtschaftspolitik, die überwiegend auf inländische Ziele ausgerichtet ist.

Neben den Vereinigten Staaten wies Frankreich 1987 die größte Leistungs-bilanzverschlechterung aller Industrieländer auf. Dies hing vor allem mit einer kräftigen Zunahme des Handelsbilanzdefizits von \$ 2,3 Mrd. im Jahr 1986 auf \$ 9,3 Mrd. im Jahr 1987 zusammen, so daß der Leistungsbilanzsaldo um \$ 7,5 Mrd. sank und mit \$ 4,5 Mrd. ins Minus rutschte. Bei einem leicht verbes-



serten realen Austauschverhältnis war diese nachteilige Handelsbilanzentwicklung hauptsächlich auf ein reales Importwachstum von 7½% (eine doppelt so hohe Rate wie für das Exportwachstum) zurückzuführen. Dies erklärt sich zum Teil aus dem Konjunkturgefälle zum Ausland – gegenüber Deutschland beispielsweise, dem wichtigsten Handelspartner Frankreichs, nahm das Wachstumsgefälle bei der Inlandsnachfrage gegen Jahresende spürbar zu –, aber Frankreichs Wettbewerbsfähigkeit scheint auch unter einer teilweise immer noch vorhandenen Strukturschwäche in einigen Industriezweigen zu leiden, die



möglicherweise ein Ergebnis der sich nur langsam erholenden Entwicklung der produktiven Investitionen in den zurückliegenden Jahren ist.

Auch in *Italien* verschlechterte sich die Handelsbilanz erheblich, denn der Überschuß von \$ 4,2 Mrd. aus dem Jahr 1986 verschwand 1987 gänzlich. Die Verschlechterung des Außenhandelsaldos beschränkte sich auf das erste Halbjahr, als die Inlandsnachfrage mit einer Jahresrate von 5½% stieg, während sich in der zweiten Jahreshälfte im Zusammenhang mit der konjunkturellen Abschwächung ein kleiner Überschuß ergab. Im Gesamtjahr expandierte das Einfuhrvolumen um mehr als 10%, also wesentlich schneller als das Ausfuhrvolumen (+3½%), das sowohl durch eine schleppende Exportmarktentwicklung als auch durch Wettbewerbsverluste der italienischen Hersteller negativ beeinflußt war.

Eine Erholung der Inlandsnachfrage bis auf fast 9% im zweiten Halbjahr 1987 (auf Jahresrate hochgerechnet) war der Hauptgrund für die \$ 3,5 Mrd. betragende Zunahme des Handelsbilanzdefizits *Großbritanniens*, und auch die Leistungsbilanz wies nach einer ausgeglichenen Position im Jahr 1986 im letzten Jahr einen Fehlbetrag von \$ 3 Mrd. auf. Im Gegensatz zu den meisten anderen Ländern war das kräftige Importvolumenswachstum von 8½% von einem starken Exportvolumenswachstum von fast 7% (jeweils ohne Öl gerechnet) begleitet, so daß im Ausland in erheblichem Umfang Marktanteile hinzugewonnen wurden. Das Wachstum der realen Ausfuhren läßt sich auf verzögerte Wechselkurseffekte, welche die Wettbewerbsfähigkeit verbesserten, aber möglicherweise auch auf einen verstärkten Ausbau der Industriekapazitäten zurückführen.

Ein sehr starker Nachfragedruck im Inland führte auch in *Spanien*, *Portugal* und *Finnland* zu einem steilen Anstieg der Importgüternachfrage, die real betrachtet 1987 mit jeweils 22, 18 bzw. 9% schneller wuchs als im Vorjahr. Das Außenhandelsdefizit Spaniens und Portugals weitete sich erheblich aus, wenn auch die gestiegenen Nettoeinnahmen aus Dienstleistungen und Übertragungen der Passivierung der Leistungsbilanz etwas entgegenwirkten. In *Finnland* wurde das Absinken des realen Außenhandelsüberschusses nur teilweise durch relativ umfangreiche Terms-of-trade-Gewinne ausgeglichen, was zusammen mit stark steigenden Nettoszahungen im Bereich der Dienstleistungen zu einem höheren Fehlbetrag der Leistungsbilanz führte. In den *Niederlanden* und in *Schweden* verstärkten ungünstige Veränderungen der Terms of trade eine Verschlechterung der realen Handelsbilanzsalden, aber der niederländische Leistungsbilanzüberschuß war mit \$ 3,2 Mrd. immer noch recht hoch. In *Kanada* hat sich der Fehlbetrag der Leistungsbilanz hauptsächlich aufgrund höherer Ausgaben im Reiseverkehr und bei den Nettokapitalerträgen auf \$ 7,3 Mrd. etwas vergrößert. Der Handelsbilanzüberschuß nahm infolge der freundlichen Preisentwicklung bei den Rohstoffen (ohne Öl) etwas zu. Real betrachtet verschlechterte sich jedoch der Außenhandel erheblich, da eine kräftige Inlandskonjunktur das Einfuhrvolumen um 9% anschwellen ließ, während das reale Ausfuhrwachstum nur leicht auf rund 6% zunahm.

In zwei Ländern, nämlich in der *Schweiz* und in *Griechenland*, übertrafen gestiegene Nettoerträge bei den Dienstleistungen und Übertragungen die recht kräftige Ausweitung der Außenhandelsdefizite, die eine besonders ausge-

prägte reale Verschlechterung widerspiegeln, so daß beide Länder dennoch eine geringfügige Verbesserung ihrer Leistungsbilanzen verbuchten. *Irland* verzeichnete zum erstenmal seit zwanzig Jahren einen kleinen Leistungsbilanzüberschuß.

Leistungsbilanz-  
verbesserung in  
Ländern mit  
hohen Defiziten

Drei Industrieländer, *Dänemark*, *Australien* und *Norwegen*, die alle 1986 sehr hohe Leistungsbilanzdefizite in Relation zum BSP zu verzeichnen hatten, haben im Laufe des letzten Jahres Anpassungsmaßnahmen ergriffen. In allen drei Ländern besserte sich der reale Außenhandel erheblich: in Dänemark und Norwegen hauptsächlich aufgrund einer Rückführung der realen Einfuhren um etwa 3½% und in Australien aufgrund eines realen Ausfuhrwachstums von 8½%. Während die Terms of trade für Norwegen und in geringerem Maße auch für Australien fielen, stiegen die relativen Preise für handelbare Güter in Dänemark um 4% und unterstützten damit die Aktivierung der Handelsbilanz, die sich von einem Fehlbetrag von \$ 1,2 Mrd. im Jahr 1986 in einen Überschuß von \$ 0,8 Mrd. im Jahr 1987 kehrte. Dieser Umschwung schlug sich fast vollständig in einer Reduktion des Leistungsbilanzdefizits nieder.

Entwicklung in  
den osteuro-  
päischen Ländern

Erste Schätzungen deuten darauf hin, daß sich der gemeinsame Leistungsbilanzüberschuß der *osteuropäischen Länder* von knapp \$ ½ Mrd. im Jahr 1986 auf gut \$ 1½ Mrd. im letzten Jahr ausgeweitet hat. Diese Verbesserung entfiel zur Hälfte auf die UdSSR, wo der Überschuß bei den Leistungsbilanztransaktionen in konvertierbaren Währungen schätzungsweise um \$ ½ auf 1½ Mrd. zugenommen hat. Diese Entwicklung ist vollständig einer erheblichen Verringerung des Handelsbilanzdefizits der UdSSR mit den westlichen Industrieländern zuzuschreiben, die größer war als der Rückgang der Goldlieferungen und des Handelsüberschusses mit Entwicklungsländern (ohne den Handel, der über bilaterale Clearing-Vereinbarungen abgewickelt wird). In Ungarn und in Bulgarien unterstützten höhere Einnahmen aus dem Exportgeschäft die Verminderung der jeweiligen Leistungsbilanzdefizite aus Transaktionen in konvertierbaren Währungen um jeweils ca. \$ ½ Mrd., und zwar auf \$ 0,8 bzw. 0,5 Mrd. Rumänien hat offenbar seinen Überschuß auf mehr als \$ 2 Mrd. ausgeweitet. In Polen schwächte sich das Leistungsbilanzdefizit (knapp \$ ½ Mrd.) kaum ab, und in der Deutschen Demokratischen Republik und der Tschechoslowakei waren die Leistungsbilanzen ungeachtet einer gewissen Verschlechterung im Jahr 1987 ungefähr ausgeglichen.

### Außenwirtschaft in den Entwicklungsländern

Deutliche Stär-  
kung der zusam-  
mengefaßten  
Leistungsbilanz...

Die außenwirtschaftliche Lage der Entwicklungsländer hat sich 1987 erheblich verbessert, denn ihre aggregierte Leistungsbilanz wies erstmals wieder einen kleinen Überschuß auf (s. Tabelle auf S. 68). Der gesamte Umschwung in der Leistungsbilanzposition von einem Fehlbetrag von \$ 40 Mrd. im Jahr 1986 zu einem Überschuß von \$ 1 Mrd. im letzten Jahr reflektierte praktisch einen Zuwachs des Handelsbilanzüberschusses, der mit einer günstigen Terms-of-trade-Entwicklung und weiter wachsenden Ausfuhrvolumina zusammenhing. Das reale Austauschverhältnis der Gruppe der Entwicklungsländer verbesserte sich um 4% – eine scharfe Abkehr von der Verschlechterung um 23% im Jahr



zuvor –, wobei am meisten das Wiederanziehen der Ölpreise gegenüber ihrem steilen Sturz im Jahre 1986 zu Buche schlug. Die Wachstumsrate der realen Ausfuhren fiel im letzten Jahr mit 7% etwas geringer aus als 1986, war aber immer noch erheblich höher als diejenige des Welthandels. Die gestiegenen Exporteinnahmen entschärften die Zahlungsbilanzprobleme vieler Entwicklungsländer und ermöglichten ihnen real 2½% höhere Einfuhren, nachdem das Importvolumen in den zwei Jahren davor um insgesamt fast 6% geschrumpft war.

Wie in früheren Jahren verbargen sich auch diesmal hinter dem Bild der außenwirtschaftlichen Lage der Entwicklungsländer recht unterschiedliche Bewegungen in den Positionen der einzelnen Länder, und Abweichungen zwischen Ländergruppen traten im vergangenen Jahr noch deutlicher hervor, je nachdem, wie stark exportorientiert sie waren, welche Absatzmärkte sie hatten, wie stark ihre Produktspezialisierung war oder wie leicht sie Zugang zu den Finanzmärkten fanden. Die Änderung der laufenden Zahlungsposition der Entwicklungsländer ging praktisch ausschließlich auf die verbesserten Leistungsbilanzpositionen der Öl- und der Fertigwarenexporteure zurück. Dagegen mußte die Ländergruppe, die hauptsächlich auf Rohstoffexporte angewiesen ist, also mehr als die Hälfte aller Entwicklungsländer, einen weiteren Verfall ihrer Leistungsbilanzposition hinnehmen.

Während höhere Ölpreise das reale Austauschverhältnis der ölexportierenden Länder erheblich verbesserten, und zwar um 11½%, verringerte sich die Nachfrage nach Öl 1987 etwas, so daß deren gesamtes Ausfuhrvolumenswachstum stagnierte. Die außenwirtschaftliche Lage ist bei diesen Ländern, die so stark von den Bedingungen auf den Weltmärkten für Öl abhängen, sehr instabil; dies und die Notwendigkeit, weiter bestehende große Haushaltsdefizite in den Griff zu bekommen, zwang viele dieser Länder dazu, ihre Anpassungsbemühungen weiter aufrechtzuerhalten. Einmal mehr, im sechsten aufeinanderfolgenden Jahr, reduzierten sie ihr Importvolumen, und zwar um 12%. Zusammen mit Terms-of-trade-Gewinnen steigerte die Kürzung der realen Einfuhren den aggregierten Handelsbilanzüberschuß dieser Ländergruppe um \$ 32 Mrd., was sich auch fast vollständig in einer Abnahme des Fehlbetrags der entsprechenden zusammengefaßten Leistungsbilanz von mehr als \$ 30 Mrd. im Jahr 1986 auf \$ 1 Mrd. im Jahr 1987 niederschlug.

Die Fertigwarenexporteure, d.h. die Länder, deren Ausfuhren von Industrieerzeugnissen 1980 mehr als die Hälfte aller ihrer Ausfuhren ausmachten, verbuchten 1987 im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr ein reales Exportwachstum von 16%. Dieses beeindruckende Ergebnis erklärt sich vor allem aus der starken Wettbewerbsposition dieser Länder, die sie in die Lage versetzte, auf dem sich lebhaft entwickelnden Weltmarkt für Fertigwaren Marktanteile hinzuzugewinnen. Gleichzeitig stieg ihr reales Austauschverhältnis um 3%, so daß sich der Handelsbilanzüberschuß dieser Länder trotz einer beachtlichen, elfprozentigen Steigerung des Einfuhrvolumens um \$ 13 Mrd. ausweitete. Der Leistungsbilanzüberschuß steigerte sich um mehr als das Doppelte auf \$ 27 Mrd.

Die außenwirtschaftliche Leistung der Gruppe der Fertigwarenexporteure war, wie schon ein Jahr zuvor, von der Entwicklung der vier Schwellenländer in Südostasien – Hongkong, Singapur, Südkorea und Taiwan – geprägt.

... verdeckt unterschiedliche Entwicklungen...

... in den ölexportierenden Ländern...

... bei den Fertigwarenexporteuren...

...unter denen die vier Schwellenländer Südostasiens eine Hauptrolle spielen...

Zwar erwirtschafteten diese vier Länder nur etwa ein Drittel des gesamten BSP aller Entwicklungsländer, die zur Gruppe der Fertigwarenexporteure gehören, von deren gesamten Exporten liefern sie aber ungefähr drei Viertel und fragen mehr als zwei Drittel aller Importe in dieser Gruppe nach. In den letzten beiden Jahren haben sie ihren zusammengefaßten Leistungsbilanzüberschuß mehr als verdreifacht, und zwar auf \$ 30,9 Mrd. im Jahr 1987 (s. folgende Tabelle). Dieser Anstieg ist fast ausschließlich auf die beeindruckende Ausweitung des Handelsüberschusses zurückzuführen. 1986 wuchsen die realen Ausfuhren mit 21%, d.h. um 3 Prozentpunkte schneller als die realen Einfuhren; und die Terms of trade verbesserten sich um 5%. 1987 nahm das Exportvolumen mit der gleichen Rate zu, die Steigerungsrate des Importvolumens erreichte 24½%, aber die daraus folgende Abnahme des realen Außenhandelssaldos wurde durch Terms-of-trade-Gewinne von 3% mehr als wettgemacht.

Südostasiatische Länder: Leistungsbilanzsalden						
Position	Vier Länder*			Taiwan		
	1985	1986	1987	1985	1986	1987
Milliarden US-Dollar						
Saldo der Handelsbilanz	8,7	19,0	25,8	11,2	16,9	20,8
Ausfuhr	108,6	130,1	175,1	30,5	39,5	53,2
Einfuhr	-99,9	-111,1	-149,3	-19,3	-22,6	-32,4
Dienstleistungen und Übertragungen (Saldo)	1,8	4,4	5,1	- 2,0	- 0,7	- 2,6
Saldo der Leistungsbilanz	10,5	23,4	30,9	9,2	16,2	18,2
<i>in Prozent des BIP</i>	5,3	10,4	10,9	15,5	22,7	19,2

\*Hongkong, Singapur, Südkorea und Taiwan.

Alle vier Länder verfolgen eine ähnliche exportorientierte Wachstumsstrategie, sie unterscheiden sich aber stark in bezug auf das Ausmaß der Importbeschränkungen. Wie die obige Tabelle zeigt, entfiel auf Taiwan 1987 der Löwenanteil des zusammengefaßten Leistungsbilanzüberschusses, und es weist als einziges der vier Länder einen Überschuß über mehrere Jahre hinweg auf. Diese kumulierten Überschüsse ließen zusammen mit kurzfristigen Kapitalzuflüssen die Währungsreserven Taiwans stark anschwellen; letztere betragen Ende 1987 \$ 77 Mrd. und stellten damit den höchsten Bestand an Devisenreserven in der Welt dar. Südkorea wurde erst nach 1985 zu einem bedeutenden Überschußland, als seine Leistungsbilanz (mit \$ 4,6 und 9,8 Mrd. in den Jahren 1986 und 1987) erstmals Überschüsse aufwies. Der größte Teil der Nettoeinnahmen aus dem Leistungsverkehr wurde genutzt, um Südkoreas Auslandsverbindlichkeiten bei Banken zu reduzieren. Beide Länder haben ihre außenwirtschaftliche Stärke ihrem dynamischen Exportwachstum zu verdanken, das durch große Produktivitätsgewinne und, in den letzten Jahren, durch zunehmend unterbewertete Währungen möglich wurde. Gleichzeitig haben Taiwan und Südkorea ihre Devisen- und Importbeschränkungen beibehalten bzw. erst kürzlich deren Lockerung eingeleitet. Hongkong und Singapur hingegen haben keine Handelsbeschränkungen, und ihr rasches Ausfuhrwachstum war bisher im allgemeinen



von einem gleich hohen Einfuhrwachstum begleitet. Daher haben beide Volkswirtschaften traditionell kleine Handelsbilanzdefizite, die im großen und ganzen durch Nettoeinnahmen bei den Dienstleistungen ausgeglichen werden.

Das zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit der Rohstofflieferanten (d.h. Länder, deren Exporterlöse 1980 zu mehr als der Hälfte aus Verkäufen von Nichtölrrohstoffen stammten) vergrößerte sich im zweiten Jahr hintereinander, von \$ 18 Mrd. im Jahr 1986 auf \$ 21 Mrd. im Jahr 1987. Während der reale Außenhandelssaldo praktisch unverändert blieb – sowohl das Aus- als auch das Einfuhrvolumenswachstum beschleunigte sich leicht auf ca. 5% –, muß die Verschlechterung der Außenwirtschaftslage im letzten Jahr zum überwiegenden Teil der ungünstigen Preisentwicklung zugerechnet werden. Auch wenn sich die Rohstoffpreise im Jahresdurchschnitt wieder erhöht haben, mußten gleichzeitig für Fertigwaren noch sehr viel stärker gestiegene Preise gezahlt werden, so daß die Terms of trade der Rohstofflieferanten um 3% abnahmen.

... und bei den Rohstoff-exporteuren

## Die Außenwirtschaftslage der Hauptschuldnerländer: Anpassung seit 1982

Inzwischen sind fast sechs Jahre vergangen, seit Mexikos Erklärung, Schwierigkeiten bei der Bedienung der Auslandsschulden zu haben, den Beginn der internationalen Schuldenkrise signalisierte. Bis dahin war die Anfälligkeit vieler Entwicklungsländer gegenüber Störungen von außen durch ein lebhaftes Wirtschaftswachstum mit stark inflationärem Charakter verdeckt gewesen. Dies hatte sowohl ausländische Gläubiger als auch die öffentlichen Instanzen in den Schuldnerländern dazu verführt, die Fähigkeit dieser Länder, ihre Schulden auch unter weniger günstigen Umständen bedienen zu können, zu überschätzen. Unvorteilhafte Bedingungen in den frühen achtziger Jahren – gekennzeichnet durch steigende Zinsen, schwache Rohstoffpreise und eine weltweit nachlassende Konjunktur – bestimmten den Zeitpunkt der Schuldenprobleme. Aber es können im Lichte der Anpassungsschwierigkeiten seit 1982 kaum Zweifel darüber bestehen, daß die grundlegenden Ursachen des Schuldenproblems in der Strukturschwäche und einer unangemessenen Wirtschaftspolitik in vielen Schuldnerländern lagen und auch weiterhin liegen. Schwierigkeiten, die Schulden zu bedienen, wären daher in jedem Fall früher oder später entstanden.

In den fünfzehn Hauptschuldnerländern...

Eine Vielzahl von Ländern wurde von der Schuldenproblematik erfaßt, aber von einem weltweiten Standpunkt aus betrachtet ist vor allem die Entwicklung in den hochverschuldeten Ländern mit mittlerem Einkommensniveau relevant. Diese Gruppe von fünfzehn Ländern, die in der anlässlich der Jahrestagung des Internationalen Währungsfonds und der Weltbank im Jahr 1985 vorgestellten Schuldenstrategie des amerikanischen Finanzministers Baker enthalten sind, vereint ungefähr ein Drittel des gesamten BSP aller Entwicklungsländer, ein Fünftel von deren Ausfuhren von Waren und Diensten und vor allem ungefähr 40% der gesamten Auslandsverschuldung der Entwicklungsländer auf sich. Die Gruppe umfaßt recht heterogene Länder wie z.B.

Mexiko, Nigeria und Venezuela, die überwiegend vom Ölexport abhängen, Argentinien und die Philippinen, die hauptsächlich Nichtölrohstoffe exportieren, und Brasilien und Jugoslawien, die eine relativ stark diversifizierte Exportstruktur erreicht haben.

...verbessert  
sich die  
Leistungsbilanz...

Wie viele andere Entwicklungsländer verzeichnete auch diese Gruppe 1987 eine erhebliche Verbesserung ihrer Außenwirtschaftsposition. Das zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit halbierte sich auf \$ 7,6 Mrd., überwiegend das Ergebnis eines etwas stärkeren realen Ausfuhrwachstums und einer zwei-prozentigen Zunahme der Terms of trade, die zusammen den Außenhandelsüberschuß von \$ 20,8 Mrd. im Jahr 1986 auf \$ 27,5 Mrd. im letzten Jahr anhoben. Das Defizit bei den Dienstleistungen und Übertragungen änderte sich wenig, da ein deutlicher Rückgang beim Zinsaufwand faktisch durch vermehrte Ausgaben für sonstige Dienstleistungen ausgeglichen wurde. Innerhalb der Gruppe wiesen Mexiko und Brasilien mit \$ 5½ bzw. 3 Mrd. die größten Leistungsbilanzverbesserungen auf, während die Außenwirtschaftslage bei den anderen Ländern mehr oder weniger unverändert blieb.

...aber der  
Schuldenstand  
bleibt in Relation  
zu den Ein-  
nahmen aus dem  
Handel mit  
Gütern und  
Dienstleistungen  
extrem hoch...

Auch wenn die höheren Exporteinnahmen im letzten Jahr das Verhältnis der Auslandsschulden zu den Ausfuhren von Gütern und Diensten der hochverschuldeten Länder um 15 Prozentpunkte auf 329% drückten, blieb die gesamte Außenwirtschaftslage dieser Länder nicht nur bedenklich, sondern hat sich gemessen an der Schuldenquote von 268% im Jahr 1982, dem Jahr des Ausbruchs der Schuldenkrise, offenbar noch erheblich verschlimmert. In dieser auffallend höheren Schuldenlast schlugen sich einerseits ein Anstieg der ausstehenden Auslandsverschuldung von \$ 380 Mrd. im Jahr 1982 auf \$ 466 Mrd. im Jahr 1987 und andererseits in beiden Jahren niveaugleiche Exporteinnahmen

Leistungsbilanz und Auslandsverschuldung der fünfzehn Hauptschuldnerländer <sup>1</sup>		
Position	1982	1987
	Milliarden US-Dollar	
Saldo der Leistungsbilanz	- 50,7	- 7,6
Warenausfuhr	112,2	112,1
Einnahmen aus Dienstleistungen	29,7	29,7
Wareneinfuhr	-108,2	-84,6
Ausgaben für Dienstleistungen <sup>2</sup>	- 43,2	-38,2
Zinszahlungen	- 43,4	-30,9
Übertragungen	2,2	4,3
Auslandsverschuldung	380	466
<i>in Prozent der Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen</i>	268	329
<i>Nachrichtlich:</i>		
Reale Handelsbilanz <sup>3</sup>	4	54
Reale Warenausfuhren	112	136
Reale Wareneinfuhren	-108	-82

<sup>1</sup> Argentinien, Bolivien, Brasilien, Chile, Ecuador, Elfenbeinküste, Jugoslawien, Kolumbien, Marokko, Mexiko, Nigeria, Peru, Philippinen, Uruguay und Venezuela. <sup>2</sup> Ohne Zinszahlungen auf Auslandsschulden. <sup>3</sup> Berechnet in Durchschnittswerten im Außenhandel von 1982.



nieder. Mehr als ein Viertel der Schuldenzunahme, oder ca. \$ 24 Mrd., resultiert aus einer Höherbewertung des Schuldenanteils, der in Währungen denominated ist, die sich zwischen Ende 1982 und Ende 1987 gegenüber dem Dollar aufgewertet haben. Darüber hinaus standen ungefähr einem Viertel der Schuldenausweitung Zuwächse von Währungsreserven in Höhe von rund \$ 20 Mrd. gegenüber, welche die hochverschuldeten Länder innerhalb der letzten fünf Jahre angesammelt haben.

Die grundlegende Ursache des Anstiegs der Schuldenquote besteht jedoch darin, daß es den hochverschuldeten Ländern nicht gelungen ist, ihre Exporteinnahmen auszuweiten. Dies würde nicht nur die Quote selbst mindern, sondern auch zu einer schnelleren Anpassung der Leistungsbilanz beitragen und damit den Bedarf an Auslandsfinanzierung begrenzen. Die Stagnation der Ausfuhrwerte zwischen 1982 und 1987 – einer Phase, in der die Einfuhren von Gütern und Dienstleistungen der Industrienationen um \$ 740 Mrd. oder 44% zugenommen haben – zeigt die ernstesten Versäumnisse der Anpassungspolitik der hochverschuldeten Länder auf. Teilweise läßt sich diese unbefriedigende Exportentwicklung zwar durch einen Rückgang der Exportpreise in Dollar von insgesamt rund 18% erklären (worin sich das Übergewicht des Öls und der sonstigen Rohstoffe in der Exportstruktur dieser Ländergruppe widerspiegelt), aber auch das Mengenwachstum betrug durchschnittlich nur 3½% pro Jahr und blieb damit weit hinter der entsprechenden Rate anderer wichtiger Entwicklungsländergruppen zurück. Bei nominal unveränderten Ausfuhereinnahmen wurde praktisch die gesamte Verminderung des zusammengefaßten Fehl Betrags in der Leistungsbilanz der hochverschuldeten Länder von \$ 50,7 Mrd. im Jahr 1982 auf \$ 7,6 Mrd. im letzten Jahr durch ein Zurückführen der nominalen Einfuhren von Gütern und Dienstleistungen um \$ 41,1 Mrd. erreicht. Ein beträchtlicher Anteil hiervon umfaßt einen Rückgang der Zinszahlungen in Höhe von \$ 12,5 Mrd., aber das meiste stellen geringere Zahlungen für Warenlieferungen und Ausgaben für Dienstleistungen (ohne Kapitalerträge) dar. Da die Importpreise zwischen 1982 und 1987 nur unwesentlich gestiegen sind, war faktisch der gesamte Rückgang das Ergebnis einer drastischen Kürzung der realen Einfuhren.

Trotz erheblicher Anpassungsanstrengungen – real betrachtet hat sich die Handelsbilanz um \$ 50 Mrd. verbessert und damit eine Verlagerung der realen Ressourcen vom inländischen auf den ausländischen Sektor in Höhe von 6% des BSP von 1982 bewirkt – ist wenig bei der Schaffung der Voraussetzungen einer tragfähigen Außenwirtschaftsposition und eines schnelleren Produktionswachstums erreicht worden. Das schwache Exportwachstum war hauptsächlich durch die langsame Ausweitung der Produktionskapazitäten, vor allem im verarbeitenden Gewerbe, bedingt. In dieser Ländergruppe sank der Anteil der Bruttoanlageinvestitionen am BIP zwischen den frühen achtziger Jahren und 1987 von fast 25 auf 17%. Bis zu einem gewissen Grad spiegeln sich hier sowohl unzureichende Anstrengungen wider, die inländische Sparneigung durch entsprechende finanzpolitische Maßnahmen anzuregen, als auch häufige Versuche, das Niveau des privaten Verbrauchs zu erhalten. Vor allem eine Finanz- und Geldpolitik des „stop and go“ hat häufig den in der ersten Phase der Anpassung erreichten Fortschritt zunichte gemacht.

... vor allem wegen des Unvermögens dieser Ländergruppe, ihre Exporte auszuweiten

## Internationale Kapitalbewegungen und die Finanzierung von Leistungsbilanzungleichgewichten in den Industrieländern

Finanzierung durch Währungsbehörden spielt eine gewichtigere Rolle...

Im Gegensatz zu 1986 trugen im letzten Jahr die privaten Kapitalflüsse weniger zum Ausgleich der Leistungsbilanzungleichgewichte bei, und die offiziellen Kapitalströme, die große Devisenmarktinterventionen und gleichzeitige Änderungen der amtlichen Nettowährungsreserven widerspiegeln, spielten bei der Finanzierung von Zahlungsbilanzungleichgewichten eine viel gewichtigere Rolle. Dies gilt am meisten für die drei größten Industrieländer: Die privaten Nettokapitalimporte in die USA deckten bei weitem nicht das erhöhte US-Leistungsbilanzdefizit ab; die privaten Nettokapitalabflüsse aus Deutschland und Japan blieben beträchtlich unter dem Niveau von 1986, und beide Länder verzeichneten erhebliche Aufstockungen ihrer Währungsreserven. Substantielle Nettokapitalimporte verzeichneten jedoch auch eine große Zahl von Industrieländern mit relativ kleinen Leistungsbilanzüberschüssen oder -defiziten.

... vor allem in den USA

In den *Vereinigten Staaten* erreichte 1987 der gesamte private Nettokapitalimport (einschl. des Restpostens) \$ 104 Mrd. und damit nur geringfügig weniger als im Vorjahr. Das Leistungsbilanzdefizit erhöhte sich jedoch auf \$ 160,7 Mrd., und der offiziell finanzierte Teil des Defizits (hauptsächlich durch eine Erhöhung der Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden um \$ 47,5 Mrd.) weitete sich daraufhin auf ein Drittel aus, verglichen mit weniger als einem Viertel 1986 und überhaupt keiner offiziellen Finanzierung im Jahr 1985. Hinzuzufügen ist, daß, wie in Kapitel VII dargelegt wird, die Zunahme der Nettowährungsverbindlichkeiten der USA um \$ 56,7 Mrd. nur einen Teil des wirklichen Ausmaßes des Beitrags zeigt, den Zentralbanken effektiv zur Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits im Jahr 1987 geleistet haben.

... wo der Erwerb von US-Wertpapieren durch Ausländer zurückgeht

Wie die umstehende Tabelle zeigt, wäre der private Nettokapitalimport in die USA beträchtlich geringer gewesen, hätte nicht dem Rückgang des Zuflusses von privatem ausländischem Kapital eine ähnlich große Verminderung von Kapitalexporten durch Inländer gegenübergestanden. Die Verlangsamung der statistisch erfaßten Kapitalexporte durch Inländer – von \$ 96,3 Mrd. im Jahr 1986 auf \$ 73 Mrd. im Jahr 1987 – kann vor allem auf die massive Rückführung der Forderungen von US-Banken gegenüber nicht mit US-Banken verbundenen Auslandsbanken zurückgeführt werden. 1986 hatten solche Forderungen um \$ 4,2 Mrd. zugenommen, während sie 1987 um \$ 13,4 Mrd. zurückgegangen sind – hauptsächlich weil die Nachfrage der ausländischen Banken nach Dollarwerten in zunehmendem Ausmaß durch Einlagen offizieller Dollarreservebestände am Euromarkt und auch durch von japanischen Banken angebotenen Mittel befriedigt werden konnte. Der Rückgang statistisch erfaßter ausländischer Kapitalzuflüsse – von \$ 180,5 Mrd. im Jahr 1986 auf \$ 155,1 Mrd. im Jahr 1987 – kann im wesentlichen auf stark verringerte Käufe amerikanischer Wertpapiere zurückgeführt werden, die mit \$ 36 Mrd. etwas mehr als halb so umfangreich waren wie die in den beiden Jahren zuvor getätigten Käufe. Während sich die ausländische Nachfrage nach US-Aktien mit \$ 15,4 Mrd. etwa auf dem Vorjahresniveau bewegte, schwand das ausländische Interesse an festverzinslichen US-Papieren im Lauf des Jahres 1987: Die Verkäufe von US-Schatzpapieren erreichten netto



USA: Kapitalverkehr							
Position	1985	1986	Jahr	1987 <sup>1</sup>			
				1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
Milliarden US-Dollar							
Saldo des Kapitalverkehrs <sup>2</sup>	122,2	108,1	104,0	19,6	26,3	42,7	15,4
Ausländische Anlagen in den USA	131,8	180,5	155,1	11,4	38,0	66,7	39,0
darunter: Direkt-							
investitionen	19,0	25,1	40,6	7,7	9,5	12,3	11,1
Wertpapiere	71,4	79,1	36,0	16,9	13,7	9,8	- 4,4
Bankkredite	41,0	77,4	77,9	-13,6	14,8	44,4	32,3
Amerikanische Anlagen im Ausland	-27,5	-96,3	-73,0	13,4	-18,5	-27,2	-40,7
darunter: Direkt-							
investitionen	-17,3	-28,0	-38,2	-10,0	- 5,6	- 6,2	-16,4
Wertpapiere	- 7,5	- 3,3	- 3,7	- 1,4	0,4	- 0,9	- 1,8
Bankkredite	- 1,3	-59,0	-33,4	25,7	-15,7	-20,1	-23,3
Statistisch nicht erfaßter Kapitalverkehr <sup>3</sup>	17,9	23,9	21,9	- 5,2	6,8	3,2	17,1
Veränderung der Nettowährungsreserven <sup>4</sup>	- 5,8	33,3	56,7	17,3	15,0	0,8	23,6
darunter: Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen öffentlichen Stellen	- 2,0	33,0	47,5	15,3	11,6	0,7	19,9

<sup>1</sup> Saisonbereinigt. <sup>2</sup> Einschl. statistisch nicht erfaßtem Kapitalverkehr. <sup>3</sup> Restposten der Zahlungsbilanz. <sup>4</sup> Ohne Bewertungsänderungen; ein Minuszeichen bedeutet eine Zunahme.

\$ 6,1 Mrd. (gegenüber Nettokäufen von \$ 8,3 Mrd. im Jahr davor), während der Erwerb anderer amerikanischer Wertpapiere um \$ 27 Mrd. zurückging. Die nachgebende ausländische Nachfrage nach festverzinslichen amerikanischen Wertpapieren scheint vor allem mit der Vorstellung verbunden gewesen zu sein, daß eine Ausweitung der langfristigen Zinsdifferenz zugunsten des Dollars um 1½–2 Prozentpunkte gegenüber dem Yen und der D-Mark nicht ausreichte, das Risiko einer weiteren Dollarabwertung auszugleichen.

Die im Verlauf des Jahres 1987 wachsende Abneigung der privaten Anleger, Forderungen gegen die USA zu erwerben, war ein deutlicher Abschied von dem in den letzten Jahren beobachtbaren Anschwellen der Nachfrage nach US-Vermögenswerten. Einige vorläufige Schätzungen lassen vermuten, daß zwischen 1981 und 1986 im Durchschnitt fast 30% des Wachstums des weltweiten Auslandsvermögens (ausgenommen die offiziellen Währungsreserven) neue Forderungen gegen die USA darstellten, wobei offensichtlich ein Großteil von Anlegern aus anderen Industrieländern erworben wurde. Tatsächlich stieg der Anteil der gegenüber den USA bestehenden Forderungen am gesamten Finanzvermögen der Unternehmen in den Industrieländern erheblich an, blieb aber insgesamt mit vielleicht etwas mehr als 3½% per Ende 1986 noch recht bescheiden. Obwohl es schwer ist, die Bedeutung dieser Änderung in der Zusammensetzung des zusammengefaßten Finanzvermögens für die künftige

Seit 1981 beträchtliche Aufstockung der finanziellen Forderungen gegenüber den USA in privaten Portefeuilles

Umfangreiche  
Zunahme der  
japanischen  
Währungs-  
reserven...

Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits abzuschätzen, könnte der im Verhältnis zum gesamten Finanzvermögen doch recht niedrige Prozentsatz der Forderungen an die USA die Ansicht stärken, daß die Änderungen im privaten Anlegerverhalten im Jahr 1987 eher eine vorübergehende Reaktion auf das Fehlen einer erkennbaren Verbesserung des externen amerikanischen Ungleichgewichts als einen grundlegenden, durch eine Sättigung mit US-Finanzwerten verursachten Wandel der Anlegerpräferenzen widerspiegelt.

In Japan stiegen im letzten Jahr die Nettowährungsreserven massiv um \$ 42,3Mrd. oder um das Dreifache des 1986 verzeichneten Zuwachses. Die Reservenauflöschung entsprach praktisch der Hälfte des japanischen Leistungsbilanzüberschusses. Da ein überwältigender Teil des Reservenzuwachses vermutlich in Dollar anfiel, trugen die japanischen Behörden erheblich zur Finanzierung des US-Defizits bei und übernahmen damit einen Teil jener Rolle, die in früheren Jahren die privaten japanischen, vor allem institutionellen Anleger gespielt hatten. Obwohl die japanischen langfristigen Kapitalexporte mit \$ 132,8 Mrd. insgesamt praktisch das Vorjahresniveau erreichten, weisen Umschichtungen in der Zusammensetzung der zugrundeliegenden Transaktionen auf einige Verschiebungen im Verhalten der japanischen Anleger hin.

Japan: Kapitalverkehr							
Position	1985	1986	Jahr	1987			
				1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
Milliarden US-Dollar							
Langfristiger Kapitalverkehr (netto)	-64,5	-131,5	-136,5	-32,2	-44,3	-22,0	-38,0
Japanische Anlagen im Ausland	-81,8	-132,1	-132,8	-37,5	-39,6	-33,1	-22,6
darunter: Wertpapiere	-59,8	-102,0	-87,8	-27,7	-30,6	-19,1	-10,3
Ausländische Anlagen in Japan	17,3	0,6	3,7	5,3	4,7	11,1	15,4
Kurzfristiger Kapitalverkehr (netto) <sup>1</sup>	13,9	59,4	91,8	28,3	34,4	4,2	24,9
darunter: Banken	10,8	58,5	71,8	21,9	27,2	4,8	27,5
Nichtbanken	-0,9	-1,6	23,9	1,4	6,5	9,8	6,2
Veränderung der Nettowährungsreserven <sup>2</sup>	1,4	-13,7	-42,3	-17,0	-12,8	-3,4	-9,1

<sup>1</sup> Einschl. Restposten. <sup>2</sup> Ohne Bewertungsänderungen; ein Minuszeichen bedeutet eine Zunahme.

Während die Japaner ihre Direktinvestitionen und ihre langfristigen Kredite an das Ausland kräftig erhöhten, gingen ihre Neuanlagen in ausländischen Wertpapieren um \$ 14,2 Mrd. zurück. Diese Reduktion war geringer als der Rückgang (\$ 20,1 Mrd.) des Neuerwerbs von festverzinslichen Papieren in Fremdwährung. Gleichzeitig schnellten die kurzfristigen Nettokapitalimporte in die Höhe: von \$ 59,4 Mrd. im Jahr 1986 auf verblüffende \$ 91,8 Mrd. im Jahr 1987. Der Löwenanteil davon entfiel auf kurzfristige Mittelaufnahmen der Banken im



Ausland (zu einem erheblichen Teil in Fremdwährungen), die offenbar zum Teil mit dem Wunsch der japanischen Anleger zusammenhängen, das Wechselkursrisiko ihrer Auslandsanlagen abzudecken. Dieser markante Unterschied zwischen langfristigen Nettoabflüssen und kurzfristigen -zuflüssen begann Mitte 1986, als wachsende Befürchtungen, Wechselkursverluste zu erleiden, die Erwartungen auf Kapitalgewinne angesichts sinkender Anleiherenditen auszugleichen schienen. 1987 ebnten die Wechselkursbefürchtungen vorübergehend ab, und hohe Zinsdifferenzen schienen die Nachfrage nach ausländischen festverzinslichen Papieren bis August zu stützen. Als sich dann aber der Yen wieder festigte, ließ die Nachfrage nach Fremdwährungsanleihen stark nach, obwohl sich die Zinsdifferenz zwischen Dollar und Yen auf 4½ Prozentpunkte ausweitete.

Auch in *Deutschland* haben sich im letzten Jahr die Nettowährungsreserven stark, nämlich um \$ 23,4 Mrd. erhöht. Etwa die Hälfte davon entfiel auf die Dollarbestände, während die andere Hälfte auf DM-Verkäufe im Rahmen des EWS zurückging. Die Stärkung der deutschen Nettowährungsreserven ergab sich trotz einer deutlichen Umkehr der langfristigen Kapitalbewegungen nach dem zweiten Quartal 1987, als auf massive langfristige Kapitalimporte Mittelabflüsse folgten. Diese Umkehr muß im wesentlichen auf eine ziemlich plötzliche Änderung der Einstellung der ausländischen Anleger gegenüber Wertpapieren in D-Mark zurückgeführt werden: Nach Käufen von \$ 21,4 Mrd. im ersten Halbjahr schienen die ausländischen Anleger die Aussichten auf Gewinne aus Wechselkursveränderungen und Bewegungen der langfristigen Zinssätze neu beurteilt zu haben und begannen, deutsche Wertpapiere zu verkaufen. Da jedoch ein erheblicher Teil der früheren Käufe deutscher Wertpapiere durch eine kurzfri-

... und auch in  
Deutschland...

Deutschland: Kapitalverkehr							
Position	1985	1986	1987				
			Jahr	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
Milliarden US-Dollar							
Langfristiger Kapitalverkehr (netto)	- 4,7	14,9	-13,7	9,3	1,0	-10,0	-14,0
Deutsche Anlagen im Ausland	-21,6	-25,6	-34,7	- 7,9	- 8,2	-10,0	- 8,6
Ausländische Anlagen in Deutschland	16,9	40,5	21,0	17,2	9,2	- 0,0	- 5,4
darunter: Erwerb deutscher Wertpapiere <sup>1</sup>	13,1	34,0	17,9	13,5	7,9	0,5	- 4,0
Kurzfristiger Kapitalverkehr (netto) <sup>2</sup>	-11,3	-51,5	- 8,0	-12,9	- 8,5	1,6	11,8
darunter: Banken	-10,0	-27,9	- 3,9	- 6,1	- 7,0	5,1	4,1
Private							
Nichtbanken	- 4,4	-23,6	- 5,7	- 3,3	- 2,2	- 4,6	4,4
Veränderung der Nettowährungsreserven <sup>3</sup>	- 1,1	- 3,1	-23,4	- 7,7	- 3,2	0,8	-13,3

<sup>1</sup> Einschl. Schuldscheine öffentlicher Stellen. <sup>2</sup> Einschl. Restposten. <sup>3</sup> Ohne Bewertungsänderungen; ein Minuszeichen bedeutet eine Zunahme.

...und in vielen  
anderen Ländern

stige DM-Kreditaufnahme finanziert worden war, schlug sich die Umkehr der ausländischen langfristigen Kapitalbewegungen nach der Jahreshälfte zu einem Großteil in einem Rückstrom kurzfristiger Mittel nach Deutschland nieder.

Von den anderen großen Industrieländern verzeichneten 1987 *Großbritannien, Italien* und *Kanada* erhebliche Nettokapitalimporte und konnten auch ihre Nettowährungsreserven aufstocken. In Großbritannien haben sich die Nettokapitalzuflüsse auf \$ 15,8 Mrd. mehr als verdreifacht, was trotz einer Verschlechterung der Leistungsbilanz zu einer Anreicherung der Nettowährungsreserven um \$ 13 Mrd. führte. Der bei weitem wichtigste Faktor für diesen sehr großen Kapitalimport war die Umkehr des Saldos der Wertpapiertransaktionen, von einem Nettoabfluß von \$ 27,5 Mrd. im Jahr 1986 zu Nettozuflüssen von \$ 27,3 Mrd.; 90% dieser Umkehr beruhten auf Transaktionen von Inländern. Nach Jahren anhaltender und steigender Portfolioinvestitionen im Ausland – 1986 erreichten die Käufe ausländischer Wertpapiere das Rekordniveau von \$ 34,7 Mrd. – verkauften die britischen Anleger 1987 netto \$ 14,4 Mrd. an ausländischen Wertpapieren, wobei sämtliche Verkäufe im vierten Quartal des Jahres anfielen. In Italien belief sich der Kapitalimport 1987 per saldo auf \$ 6,5 Mrd., verglichen mit einem kleinen Abfluß im Jahr zuvor. Praktisch die gesamte Veränderung kann auf eine Steigerung der im Ausland aufgenommenen Kredite – von \$ 3,3 Mrd. im Jahr 1986 auf \$ 9,4 Mrd. im letzten Jahr – zurückgeführt werden, wovon fast \$ 4 Mrd. der Zunahme der Auslandsschulden der öffentlichen Hand zuzurechnen waren. In Kanada stiegen die Nettokapitalimporte um \$ 3,5 auf 10,7 Mrd., wobei ein \$ 5 Mrd. betragender Rückgang des Zuflusses langfristigen Kapitals durch erhebliche kurzfristige Kapitalimporte, die auf die attraktiven Zinssätze und die Stärke des kanadischen Dollars nach der ersten Jahreshälfte reagiert haben, überkompensiert wurde.

*Frankreich* war die einzige wichtige Ausnahme von diesem allgemeinen Bild stark gestiegener Kapitalimporte. Die Nettokapitalexporte erhöhten sich insgesamt von \$ 1,7 Mrd. im Jahr 1986 auf \$ 4,3 Mrd. 1987, was zusammen mit der Verschlechterung der Leistungsbilanz einen Verlust von \$ 8,8 Mrd. an Nettowährungsreserven verursachte. Die Nettoabflüsse hatten ihre Ursache zur Gänze in kurzfristigen Kapitalexporten der Banken von insgesamt \$ 10,7 Mrd.

Viele kleine Industrieländer verzeichneten hingegen ebenfalls erhebliche Nettokapitalimporte und eine starke Verbesserung ihrer Nettowährungsreserven. Im besonderen *Spanien, Dänemark* und *Finnland* verzeichneten nie dagewesene freiwillige Mittelzuflüsse. Spanien wies nach Nettoabflüssen in Höhe von \$ 1,6 Mrd. im Jahr 1986 im letzten Jahr einen Nettokapitalzufluß in Höhe von \$ 13,8 Mrd. auf, der sich praktisch in voller Höhe in einer entsprechenden Zunahme der Nettowährungsreserven niederschlug. Der Großteil des letztjährigen Zuflusses beruhte auf langfristigen ausländischen Investitionen in Spanien, was vermuten läßt, daß die EG-Mitgliedschaft, im besonderen die Aussicht auf den einheitlichen Markt innerhalb der Gemeinschaft bis Ende 1992, Spanien für ausländische Investoren sehr attraktiv gemacht hat. In Dänemark verdreifachten sich die Kapitalimporte auf \$ 8 Mrd., da hohe Zinssätze und – nach der Leitkursanpassung im Januar – stabile Wechselkurserwartungen erhebliche Importe langfristigen privaten Kapitals induzierten. In Finnland war



die Lockerung der Beschränkungen für die Mittelaufnahme im Ausland, die auch erhebliche Importe kurzfristigen Kapitals auslöste, die treibende Kraft für die Veränderung der Situation beim Kapitalverkehr: Nach einem Nettokapitalabfluß von \$ 0,6 Mrd. im Jahr 1986 kam es 1987 zu Nettokapitalimporten in Höhe von \$ 5,7 Mrd.

## Außenfinanzierung der Entwicklungsländer

Die Verbesserung der Leistungsbilanzposition aller Entwicklungsländer für 1987 fand ihren vollen Niederschlag in einer Erhöhung ihrer zusammengefaßten Währungsreserven um \$ 42 Mrd. (Bewertungsänderungen ausgeschlossen), der bei weitem größte Zuwachs seit 1980. Allerdings waren die Reservenzugänge auf nur wenige Länder konzentriert, während die große Mehrheit der Entwicklungsländer weiterhin mit schweren externen Finanzierungsengpässen konfrontiert war. In der Tat war für die meisten Entwicklungsländer die Möglichkeit der Inanspruchnahme ausländischer Ersparnisse zur Unterstützung des heimischen Wachstums extrem begrenzt und hing fast vollständig von den durch offizielle Kanäle zur Verfügung gestellten Mitteln ab. Der Zugriff auf private Kredite blieb den meisten Ländern verschlossen; immerhin leistete der Einsatz innovativer Finanzierungstechniken (s. Kapitel V) in gewissen Fällen einen bescheidenen Beitrag zur Verminderung der Schuldenlast gegenüber ausländischen Banken. Während das Gesamtbild von 1987 weitgehend dem des Vorjahrs entsprach, gab es doch zwei bemerkenswerte Entwicklungen. Erstens nahm die Kapitalflucht weiter ab; in einigen Ländern scheint sogar ein Rückfluß von Auslandskapital eingesetzt zu haben. Zweitens scheint es, daß die Entwicklungsländer insgesamt, nach einer starken Zunahme ihrer Schuldenrückstände im Jahr 1986, die Rückstände 1987 geringfügig vermindern konnten, wenn auch einige Länder weitere ansammelten.

Wie aus der folgenden Tabelle zu ersehen ist, bestehen zwischen den verschiedenen Gruppen von Entwicklungsländern hinsichtlich der externen Finanzierungsmöglichkeiten und der Finanzierungsstruktur erhebliche Unterschiede. Die Länder, die überwiegend Fertigwaren exportieren, verzeichneten für das zweite aufeinanderfolgende Jahr einen erheblichen Leistungsbilanzüberschuß und waren dadurch in der Lage, ihre Währungsreserven kräftig aufzustocken. Dies hängt zu einem erheblichen Teil mit dem Überschuß und der Reservenauflastung Taiwans zusammen, aber auch die anderen Länder in dieser Gruppe hatten 1987 keine größeren externen Finanzierungsprobleme. Die meisten Finanzierungsmittel wurden von privaten Gläubigern zur Verfügung gestellt, was an dem markanten Anstieg der Kreditgewährung der Banken zu sehen ist, wohingegen nur geringe Mittel bei offiziellen Gläubigern aufgenommen wurden. Auch die ölexportierenden Länder zogen 1987 Nutzen aus einer massiven Verbesserung ihrer Leistungsbilanzposition, die ihnen half, einen Teil ihrer vorher erlittenen, schweren Verluste an Währungsreserven wieder auszugleichen. Diese Gruppe umfaßt sowohl Gläubigerländer, die in der Vergangenheit beträchtliche Auslandsvermögen aufgebaut haben, als auch einige Hauptschuldnerländer. Die Gläubigerländer finanzierten ihre Leistungs-

Finanzlage der Entwicklungsländer weitgehend unverändert

Weiterhin erhebliche Einschränkungen bei der Außenfinanzierung verschiedener Gruppen von Entwicklungsländern

Entwicklungsländer: Außenfinanzierung der Leistungsbilanzsalden ausgewählter Ländergruppen (Schätzung) <sup>1</sup>						
Position	Fertigwaren-exporteure		Öl-exportierende Länder		Rohstoff-exporteure	
	1986	1987	1986	1987	1986	1987
Milliarden US-Dollar						
Leistungsbilanzsaldo	13	27	-30	-1	-18	-21
Änderungen der Auslandsaktiva (- = Zunahme)						
Offizielle Reserven	-34	-40	16	-9	-3	1
Sonstige Aktiva	-10	-8	-4	0	1	2
Außenfinanzierung <sup>2</sup>	21	13	14	10	21	20
Kredite offizieller Gläubiger	2	2	11	10	16	17
Kredite privater Gläubiger	14	9	-3	-2	-3	-5
darunter: Änderungen der Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken	3 <sup>3</sup>	8 <sup>3</sup>	-1	0	2	-7
IWF-Kredite	-1	-2	2	1	-1	-2
Sonstige Zuflüsse (netto)	6	4	4	1	9	10
Direktinvestitionen	2	3	4	5	2	3
Sonstige, nicht klassifizierte Zuflüsse	4	1	0	-4	7	7

<sup>1</sup> Ausgenommen sind jene Entwicklungsländer, die den größten Teil ihrer Leistungsbilanzeingänge aus Dienstleistungen und Transferzahlungen erhalten. <sup>2</sup> Entspricht der Summe des Leistungsbilanzsaldos und der Veränderungen bei den Auslandsaktiva, wobei das Vorzeichen umgekehrt ist. <sup>3</sup> Ausgenommen Bank-zu-Bank-Kredite nach Hongkong und Singapur.

Quellen: IWF World Economic Outlook, April 1988, und BIZ Entwicklung des internationalen Bankgeschäfts und der internationalen Finanzmärkte, Mai 1988.

bilanzdefizite hauptsächlich, indem sie Auslandsaktiva auflösten. Den ölexportierenden Schuldnerländern standen dagegen im großen und ganzen nur offizielle Mittel zur Verfügung. Immerhin, so scheint es, konnte 1987 eine Reihe von Ländern aus dieser Gruppe ihre Schuldenrückstände reduzieren.

Die größten Schwierigkeiten mit der externen Finanzierung hatten weiterhin jene Länder, die den größten Teil ihrer Exporterlöse aus dem Verkauf von Rohstoffen erzielen. Ihre zusammengefaßte Leistungsbilanzposition verschlechterte sich 1987 weiter, und ihre Reservebestände wiesen praktisch keine Veränderung auf. Der mit Abstand größte Teil der Auslandsfinanzierung bestand aus Kreditaufnahmen bei öffentlichen Kreditgebern, während die Verbindlichkeiten gegenüber privaten Gläubigern abnahmen; besonders stark war der Rückgang der Verbindlichkeiten gegenüber den der BIZ berichtenden Banken. Ein erheblicher Teil des Abbaus der Verschuldung gegenüber Banken muß Innovationen bei Finanzierungstechniken zugeschrieben werden, die halfen, Schulden aus den Bankbilanzen herauszunehmen. Gleichzeitig scheint es aber, daß einige Länder dieser Gruppe ihre Schuldenrückstände weiter erhöht haben.



## IV. Entwicklungen auf den inländischen Finanzmärkten

### Schwerpunkte

Die Finanzmärkte erlebten 1987 eine besonders turbulente Zeit, als die langanhaltende Hausse auf den Anleihe- und Aktienmärkten zu einem abrupten Stillstand kam. Der beispiellose weltweite Kurssturz der Aktien im Oktober war der herausragende Schock des Jahres. Aber bereits vor dem Oktober waren die langfristigen Anleiherenditen beträchtlichen Schwankungen unterworfen gewesen. Die Unruhen an den Finanzmärkten bildeten einen starken Kontrast zu den in den großen Volkswirtschaften allgemein moderaten Raten des Wirtschaftswachstums und der Inflation.

Die Volatilität der Marktpreise finanzieller Vermögenswerte war zum Teil Ausdruck der Ungewißheit darüber, welche Lösung für die anhaltenden internationalen Zahlungsbilanzungleichgewichte, insbesondere das hartnäckige Leistungsbilanzdefizit der USA gefunden werden wird. Die stark verringerte Finanzierung dieses Defizits durch private Mittel, die sich aus den beträchtlichen Interventionen der Zentralbanken ersehen läßt, stellte in Frage, ob dieses Defizit bei den vorherrschenden Preisen für Finanzaktiva aufrechterhalten werden könne. Zwar hatte der Louvre-Akkord den Devisenmärkten über weite Strecken des Jahres eine gewisse Stabilität verschafft, doch wurde zuweilen die Frage aufgeworfen, wie lange er Bestand haben werde, und ebenso wurde mitunter an der Entschlossenheit der großen Volkswirtschaften gezweifelt, ihre Wirtschaftspolitik zu koordinieren. In diesem Umfeld standen die Preise für Finanzanlagen offensichtlich unter dem starken Einfluß erwarteter Schwerpunktverlagerung in der Geld- und Finanzpolitik sowie von Wachstumsperspektiven und Aussichten an der Preisfront, und sie schienen zuweilen auf die in den jüngsten Wirtschaftsstatistiken enthaltenen „Neuigkeiten“ auf übertriebene Weise zu reagieren.

Der weltweite Börsenkrach vom Oktober läßt sich wohl am besten als Resultat des Zusammenwirkens dreier Faktoren erklären: einer Neubewertung der fundamentalen Bedingungen aufgrund geänderter Erwartungen bezüglich des Wachstums der Weltwirtschaft, des plötzlichen Reagierens der Aktienmärkte auf die Erkenntnis einer Überbewertung der Dividendenwerte – einer sogenannten spekulativen Seifenblase – und eines vorübergehenden „Versagens“ des Marktes, d.h. der Unfähigkeit der Marktmechanismen, einen plötzlichen Sturz der Aktienkurse und ein Anschwellen der Verkaufsvolumen reibungslos auszugleichen. Die Gründe für dieses Versagen sind in einigen Ländern, vor allem in den Vereinigten Staaten und in Großbritannien, eingehend untersucht worden. Zwischen den bisher veröffentlichten Berichten bestehen indes erhebliche Unterschiede sowohl was die Analyse als auch was die Empfehlungen angeht. Bezüglich der Empfehlungen ist man sich nur über die Notwendigkeit

einig, die Kapazitäten im Aktienhandel zu vergrößern, die Eigenkapitalanforderungen für die Marktmacher heraufzusetzen und – weniger spezifiziert – die Koordination zwischen den einzelnen Börsen zu verbessern.

Die Zentralbanken reagierten auf den Verfall der Aktienkurse vom Oktober, indem sie die Märkte ausreichend mit Liquidität versorgten, um zu verhindern, daß sich kurzfristige Liquiditätsanspannungen zu Solvenzproblemen ausweiteten. Diese Maßnahmen haben offensichtlich den Ausbruch einer größeren Panik an den Finanzmärkten abgewendet. Einige Märkte, vor allem die zwei größten unter ihnen, haben die Tiefststände der Börsenkrachwoche inzwischen überwunden; andere dagegen, besonders die auf dem europäischen Kontinent, verzeichneten zunächst weitere Rückgänge, doch in den ersten Monaten des Jahres 1988 waren die Börsen zumeist wieder etwas freundlicher.

Die Deregulierung und Neuordnung der Finanzmärkte ging im vergangenen Jahr weiter. Die zunehmende Liberalisierung der Aktivitäten der Banken und anderen Finanzinstitutionen hat eine Angleichung der Aufsicht und Regulierung an den nationalen Kredit- und Wertpapiermärkten sowohl innerhalb der einzelnen Länder als auch zwischen ihnen dringlicher gemacht. Ein konkreter Schritt zur verstärkten Harmonisierung der Bankenaufsicht wurde im letzten Jahr getan, und zwar in Gestalt eines Vorschlags der Bankenaufsichtsbehörden der großen Industrieländer zur Einführung eines einheitlichen, risikobezogenen Eigenkapitalstandards für Banken. Eine Ausweitung der den Finanzinstituten auf den inländischen und ausländischen Märkten erlaubten Aktivitäten hat überdies zu einer Verschärfung des Wettbewerbs geführt, wodurch die Bemühungen um verbesserte bankaufsichtliche Mindestanforderungen erschwert wurden. Der verstärkte Wettbewerb unter Banken kann die Bereitschaft, höhere Risiken einzugehen, verstärken und die Schwierigkeiten bereits angeschlagener Kreditinstitute vergrößern. Gleichzeitig verschärft der zunehmende Wettbewerb das schwierige Problem der Abwägung zwischen staatlichen Eingriffen zur Gewährleistung eines gesunden Finanzsystems und solchen zur Gewährleistung der Wahrung des Wettbewerbs in ihm.

### Anhaltendes Ungleichgewicht zwischen Ersparnis und Investitionen

Oberflächlich betrachtet herrschten auf den Finanzmärkten während der ersten Monate des Jahres 1987 geordnete Verhältnisse. In Deutschland, Japan und Großbritannien sanken die langfristigen Zinsen, und in den Vereinigten Staaten stiegen sie nur leicht an. Überdies ging vom Louvre-Abkommen vom Februar zeitweise eine beruhigende Wirkung auf die Devisenmärkte aus. Daß die im Jahr 1986 bestehenden internationalen Ungleichgewichte auch 1987 anhielten, überschattete jedoch das ganze Jahr. Diese Ungleichgewichte waren Ausdruck enttäuschender Fortschritte bei der Anpassung der Spar- und Investitionsentscheidungen, denn die in den USA gemessen an den inländischen Investitionen ungenügende inländische Ersparnis ging weiterhin Hand in Hand mit Ersparnisüberschüssen in Japan und Deutschland. Besorgte Äußerungen über das Ausbleiben deutlicher Anzeichen einer Verbesserung, Skepsis über die



kurz- und mittelfristigen Reaktionen der Fiskalpolitik und erneute Zweifel daran, daß die Ungleichgewichte auf Preis- und Kursveränderungen ausreichend reagieren – all das trug zur Verunsicherung der Akteure an den Finanzmärkten bei. Diese Vorgänge lösten zuweilen, wie es schien, übertriebene Preisreaktionen auf relativ unbedeutende, isolierte Ereignisse aus.

In den Vereinigten Staaten hat sich 1987 die Schere zwischen der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis und den Investitionen sowohl in absoluten Zahlen als auch im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt weiter geöffnet. Im Verhältnis zum Volkseinkommen hat sie sich in Deutschland leicht und in Japan markant verengt. Das Leistungsbilanzdefizit der USA erhöhte sich trotz eines signifikanten Rückgangs des Nettofinanzierungsbedarfs des öffentlichen Sektors (der freilich zum Teil auf einen vorübergehenden Anstieg der Einnahmen zurückzuführen war) auf \$ 161 Mrd., was teilweise an der starken Abnahme des Finanzierungsüberschusses der privaten Haushalte lag. Diese Abnahme stand wahrscheinlich mit dem Anstieg der Aktienkurse im Zusammenhang, die bis zur Krise vom Oktober erheblich über ihrem Stand von Ende 1986 notierten. So war im Jahr 1987 in den USA, was die im letztjährigen Jahresbericht besprochenen Befunde bestätigt, eine gegenläufige Relation zwischen den Kursgewinnen bei Aktien und der Sparquote der privaten Haushalte festzustellen, die mit unter 3% ihren Tiefpunkt im dritten Quartal erreichte, bevor sie dann wieder auf rund 5% zurückschnellte. Die Nettokreditaufnahme des öffentlichen Sektors in Relation zum Bruttosozialprodukt erhöhte sich in Deutschland, ging dagegen in Japan trotz Einführung expansiver finanzpolitischer Maßnahmen zurück.

Die Entwicklung der Ungleichgewichte...

Sektorale Finanzierungssalden*			
Land/Position	1980–85	1986	1987
	in Prozent des BSP		
USA			
Öffentlicher Sektor	-3,9	-5,2	-4,1
Ausland	0,9	3,4	3,5
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	-0,7	0,3	-0,3
Private Haushalte	4,0	2,6	1,6
Japan			
Öffentlicher Sektor	-6,3	-4,2	-1,4
Ausland	-1,4	-4,3	-3,6
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	-2,8	-1,3	-2,2
Private Haushalte	9,8	10,2	7,9
Deutschland (BR)			
Öffentlicher Sektor	-2,6	-1,2	-1,7
Ausland	-0,2	-4,0	-3,8
Nichtfinanzielle Unternehmen	-2,0	-0,6	-0,7
Private Haushalte	3,7	5,1	5,2

\* Im Falle Japans sind öffentliche Unternehmen im öffentlichen Sektor eingeschlossen und die Zahlen für 1987 sind eigene Schätzungen. Bei Deutschland ist der Wohnungsbau im Sektor der privaten Haushalte enthalten.  
Quellen: Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung der einzelnen Länder.

... trägt zu Unbehagen auf den Finanzmärkten bei

Das allgemeine Unbehagen der Finanzmärkte angesichts der Entwicklung der internationalen Ungleichgewichte schwächte sich kaum nennenswert bis zum Jahresende ab. Erst dann waren gewisse Anzeichen einer Verbesserung in der nominalen Leistungsbilanz der USA erkennbar und wurden konkrete finanzpolitische Maßnahmen zur Beseitigung der Ungleichgewichte in den Vereinigten Staaten offiziell bekanntgegeben. Die Verlagerung des Schwergewichts von der privaten zur öffentlichen Finanzierung des außenwirtschaftlichen Defizits der USA während des ersten Halbjahrs verstärkte angesichts des Ausbleibens direkter Schritte zur Korrektur des staatlichen Entsparens die Zweifel am Fortbestehen der damals bei Finanzanlagen vorherrschenden Preiskonstellation. Diese Zweifel steigerten sich zuweilen noch mangels klarer und schlüssiger politischer Signale, was die Ängste schürte, die der Markt bezüglich der Entschlossenheit der wichtigen Länder zur Zusammenarbeit hegte.

Größere Kapitalmobilität kann Anpassung verzögern

Die Turbulenzen des vergangenen Jahres standen eindeutig im Zusammenhang mit dem anhaltenden Prozeß der weltweiten Integration der Finanzmärkte und der gestiegenen Kapitalmobilität in den letzten Jahren. Es gibt gute Gründe für die Auffassung, daß das internationale Zusammenwachsen der Finanzmärkte mitunter den Prozeß der Anpassung der internationalen Ungleichgewichte eher hemmt als fördert. Grundsätzlich hilft eine größere Mobilität der Kapitalströme, eine angestrebte temporäre Konsumstruktur beizubehalten, indem sie die Außenfinanzierungsmöglichkeiten eines Landes verbessert und/oder deren Kosten senkt. Ebenso mag sie aber auch dazu beitragen, daß die notwendige binnenwirtschaftliche Anpassung aufgeschoben wird.

Entscheidender ist, daß eine hohe Kapitalmobilität in einer Weise auf die Preise von Finanzaktiva einwirken kann, daß dadurch die außenwirtschaftliche Anpassung behindert wird. Kapitalströme können, wenn sie auf internationale Zinsdifferenzen reagieren, der wichtigste kurzfristige Bestimmungsfaktor für Wechselkursveränderungen unabhängig von dem bestehenden Leistungsbilanzgefüge sein, wie die Höherbewertung der amerikanischen Währung in den frühen achtziger Jahren und jüngst die des Pfund Sterling gezeigt hat. Mit der Zeit gewinnt jedoch die Sorge über die Tragbarkeit des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts und über dessen Auswirkungen auf den zu erwartenden zukünftigen Wechselkurs die Überhand und bestimmt die Prämie für die Bereitschaft der Ausländer, Forderungen in der Landeswährung zu halten. Trifft dies ein, so können Zweifel an der Tragbarkeit des Ungleichgewichts zu Phasen führen, in denen die Prämie und damit die Preise von Finanzaktiva beträchtlichen Schwankungen unterworfen sind, wie das letztjährige Geschehen an den Devisen-, Anleihe- und Aktienmärkten belegt.

Enttäuschendes Sparverhalten

In diesem von Unsicherheiten geprägten Klima war die Tatsache, daß das private Sparverhalten die außenwirtschaftliche Anpassung nicht unterstützte, Anlaß zu großer Sorge. Insbesondere hat eine Reihe von Beobachtern auf die beunruhigende Möglichkeit hingewiesen, daß die Spartätigkeit vor allem in den USA und in Japan auf längerfristige oder strukturelle Faktoren anspricht und gegenüber Preisänderungen bei Geldanlagen relativ wenig reagiert. In bezug auf die USA wurde die Meinung vertreten, daß der erkennbar abnehmende Trend der privaten Sparquote auf Entwicklungen wie dem Anstieg des Konsums



älterer Menschen, der Verbesserung der privaten und staatlichen Versicherungsleistungen und der leichteren Verfügbarkeit von Geld bei Liquiditätsengpässen durch einen freieren und weniger kostspieligen Zugang zu Krediten beruht. Andererseits wurde die vergleichsweise hohe private Sparquote in Japan, mag sie auch aufgrund spezifischer Berechnungsgrundsätze teilweise überzeichnet sein, auf Ursachen zurückgeführt wie das starke Wirtschaftswachstum des Landes, die hohen Preise für Wohnbauten und Grundstücke bei gleichzeitig nur begrenztem Zugang zu Krediten, das stark ausgeprägte Bestreben, Vermögen zu vererben, sowie – bis zu ihrer jüngsten Aufhebung – beträchtliche steuerliche Sparanreize. Diese Argumente, soweit sie empirisch stichhaltig sind, können erklären helfen, weshalb mit Preisänderungen von Finanzaktiva allein die bestehenden hohen Zahlungsbilanzungleichgewichte nicht zu beseitigen sind und weshalb es zu einem deutlichen „Überschießen“ der Preise von Finanzanlagen kommen kann, wenn bei der Finanzierungsposition des Staates eine größere Anpassung ausbleibt.

## Zinssätze

Im abgelaufenen Jahr kam es bei den Zinsen zu zwei Änderungen in Trends, die für einen großen Teil der achtziger Jahre bestanden hatten. Zum einen endete in den meisten Industrieländern die lange Phase des Rückgangs der langfristigen Zinsen. Zum anderen erhöhte sich in mehreren Ländern die Volatilität der Zinssätze, namentlich die der Anleiherenditen. Anstieg wie Unbeständigkeit der Anleiherenditen standen in starkem Gegensatz zu der vergleichsweise stabilen Verfassung der Realwirtschaft.

Abknicken  
zweier günstiger  
Trends

Wie die nebenstehende Grafik zeigt, erreichten sowohl die langfristigen wie auch die kurzfristigen Zinsen während des ersten Halbjahrs 1987 in den meisten großen Ländern einen unteren Wendepunkt, der in vielen Fällen das niedrigste Niveau seit Mitte der siebziger Jahre war. In den Vereinigten Staaten und Kanada erreichten die Zinsen zu Beginn des Jahres ihren Tiefpunkt. In den anderen großen Ländern, mit Ausnahme Frankreichs, fiel der tiefste Punkt auf April oder Mai, als die Zinsen in Kanada und den USA bereits wieder anzogen. Im zweiten Halbjahr 1987 fiel die Parallelität der Zinsbewegungen in den betrachteten Ländern auf: Anstieg während des Sommers, scharfer oberer Wendepunkt kurz vor dem Börsenkrach im Oktober und Rückgang bis Anfang 1988. Nur in Großbritannien lagen die Anleiherenditen im ersten Quartal 1988 deutlich niedriger als ein Jahr zuvor. Im April und Mai tendierten die Zinsen in den meisten Ländern wieder fester.

Aufgrund der in vielen Volkswirtschaften weiterhin geringen bis mäßigen Preissteigerungsraten blieben die inflationsbereinigten Anleiherenditen im langfristigen Zeitvergleich hoch. Die kurzfristigen Zinsen stiegen hingegen weniger als die Anleiherenditen oder gingen sogar zurück, was namentlich in Deutschland und Japan zu einem etwas niedrigeren Realzins führte.

Wie aus der Tabelle auf S. 90 hervorgeht, wurden die Renditenkurven mit der bis ins dritte Quartal 1987 hineinreichenden Aufwärtsbewegung der Zinsen allgemein steiler. Später im Jahr flachten sich die Renditenkurven wieder

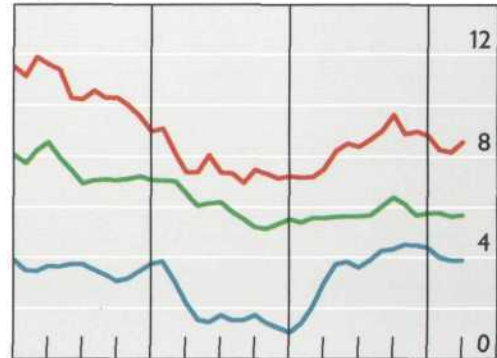
Steilerer Anstieg  
der Renditen-  
kurven

# Nominalzinsen und Inflation 1985–88\*

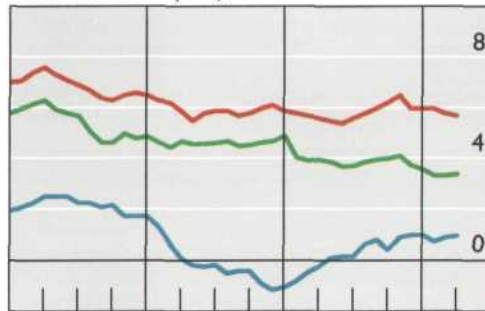
Monatswerte in Prozent

- Langfristige Zinsen
- Kurzfristige Zinsen
- Anstieg der Verbraucherpreise

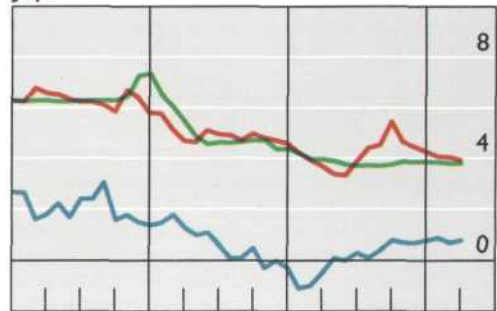
USA



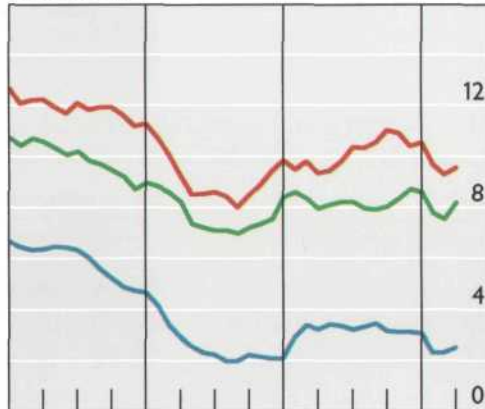
Deutschland (BR)



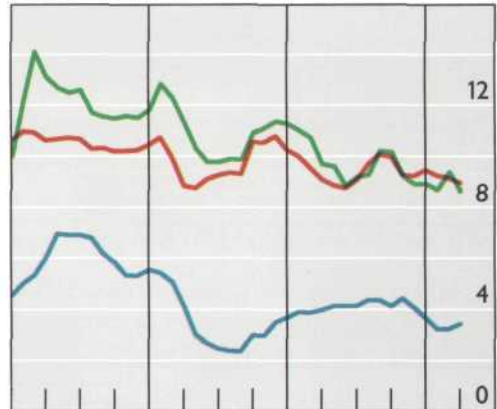
Japan



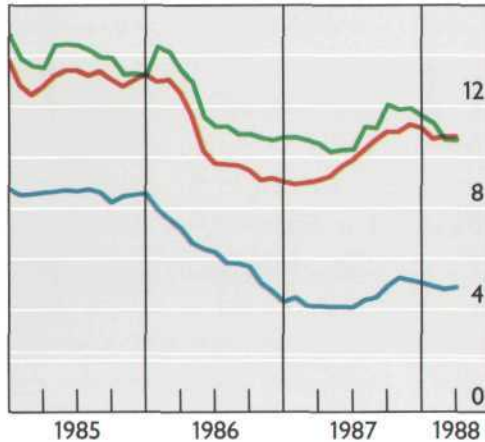
Frankreich



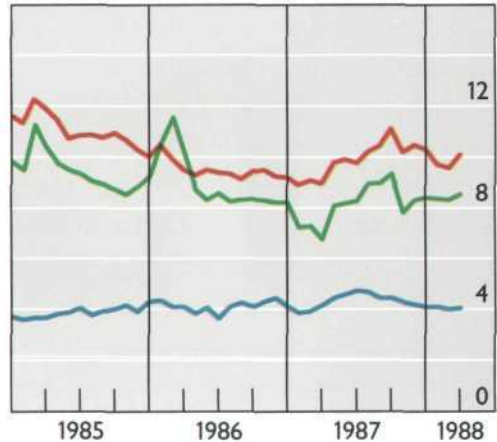
Großbritannien



Italien



Kanada



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



etwas ab, doch blieb der Zinsabstand der Anleiherenditen gegenüber den Geldmarktsätzen in den ersten Monaten des Jahres 1988 in allen bedeutenden Industrieländern erheblich größer als 1986 und zu Beginn des Jahres 1987. Letztes Jahr und noch deutlicher im ersten Quartal 1988 bildete sich ein scharfer Kontrast zwischen der vergleichsweise flachen Renditenkurve in Japan und dem sehr viel steileren Verlauf dieser Kurve in Deutschland heraus.

Abstand zwischen Anleiherendite und kurzfristigem Zinssatz*							
Zeitraum	USA	Japan	Deutschland (BR)	Frankreich	Großbritannien	Italien	Kanada
1985	3,14	-0,13	1,43	1,97	-1,71	-0,78	1,61
1986	1,70	-0,03	1,32	1,43	-1,10	-1,37	0,55
1987 1. Quartal	1,66	-0,09	1,55	1,26	-0,93	-1,65	1,90
2. Quartal	2,68	-0,23	1,72	1,72	-0,31	-0,67	1,65
3. Quartal	2,83	1,08	2,08	2,68	0,04	-0,79	1,50
4. Quartal	3,26	0,59	2,07	2,08	0,33	-0,65	2,16
1988 1. Quartal	2,69	0,21	2,46	1,69	0,24	-0,11	1,42

\* In Prozentpunkten. Ausgewählte typische Sätze: für die USA zehnjährige Schatzobligationen und dreimonatige Schatzwechsel; für Japan langfristige Staatsanleihen und dreimonatige Pensionsgeschäfte; für Deutschland langfristige öffentliche Schuldverschreibungen und Dreimonatsgeld unter Banken; für Frankreich langfristige öffentliche Schuldverschreibungen und Dreimonatsgeld unter Banken; für Großbritannien zwanzigjährige Staatsanleihen und Dreimonatsgeld unter Banken; für Italien langfristige öffentliche Schuldverschreibungen und dreimonatige Schatzwechsel; für Kanada Staatsanleihen mit einer Laufzeit von mehr als zehn Jahren und dreimonatige Schatzwechsel.

Die Entwicklung der Anleiherendite wird sowohl durch das aktuelle makroökonomische Geschehen – Produktion, Inflation sowie Geld- und Finanzpolitik – und durch die Erwartungen der Anleger hinsichtlich der zukünftigen Rahmenbedingungen bestimmt. Das erhebliche Gewicht ausländischer Anleger an vielen nationalen Anleihemärkten hat Erwartungen bezüglich Wechselkursveränderungen ebenfalls zu einem bedeutenden Faktor werden lassen. Die Einflüsse von Erwartungen scheinen im vergangenen Jahr besonders wichtig gewesen zu sein, denn der Anstieg und die zunehmende Unstetigkeit der Anleiherenditen können sicherlich nicht mit überraschenden Entwicklungen beim realen Wirtschaftswachstum oder bei den Inflationsraten in Zusammenhang gebracht werden. Auch wenn Erwartungen nicht direkt erkennbar sind, so lassen sich doch Zeiten im vergangenen Jahr ausmachen, als veränderte Einschätzungen der Anleger zu Zinsänderungen führten. Zwei derartige Vorgänge, der Kursrückgang des Dollars im März 1987 und der Verfall der Aktienkurse im Oktober, berührten weltweit die Anleger zur gleichen Zeit und zogen auf den meisten Anleihemärkten Preisveränderungen nach sich, die in einem engen Zusammenhang miteinander standen.

Die Erwartung von Wechselkursbewegungen machte sich im ersten Halbjahr 1987 besonders stark bemerkbar. Die Anleiherenditen in den USA veränderten sich gegenläufig zum Wert des Dollars; gleichzeitig ermäßigten sich die Renditen in den anderen wichtigen Ländern bei einer Höherbewertung ihrer Währung gegenüber dem Dollar und stiegen bei einer Tieferbewertung. Dieses Verlaufsmuster trat durch den Fall des Dollars besonders dramatisch zutage,

Erwartungsänderungen besonders wichtig für Anleiherenditen

Wechselkurs-erwartungen

insbesondere im März und April, als die Anleiherenditen in den USA einerseits und die in Japan und Europa andererseits stark divergierten. Zwar stabilisierte sich der Dollar im Mai und Juni auf den Devisenmärkten, doch die Auswirkungen des vorherigen Dollarkursrückgangs auf die langfristigen Zinsen waren beachtlich. Der langfristige Zins von US-Staatsanleihen stieg von Januar bis Mai um nahezu 150 Basispunkte, während der japanischer Staatsanleihen um fast einen ganzen Prozentpunkt sank. Der langfristige Zins in Deutschland ging um rund 50 Basispunkte zurück.

Diese Vorgänge legen den Schluß nahe, daß die Dollarschwäche mitunter die internationalen Anleger dazu veranlaßte, ihre Einschätzung des künftigen Werts der amerikanischen Währung zu revidieren. Die Investoren verlangten einen höheren Zinsaufschlag auf Dollaranlagen im Vergleich zu Anlagen in anderen Währungen als Ausgleich für eine erwartete weitere Abwertung und für das angesichts größerer Unwägbarkeiten größere Anlagerisiko bei Dollarakтива. Die zunehmende Öffnung der Renditenschere im Jahresverlauf, besonders im langfristigen Bereich, läßt sich aus der nachfolgenden Tabelle ersehen. Bis zum zweiten Quartal 1987 hatte sich in Japan und Deutschland die gegenüber

Zinsaufschlag auf Dollaranlagen: kurzfristiger Zins und Rendite von Staatsanleihen*				
Zeitraum	Japan		Deutschland (BR)	
	kurzfristig	langfristig	kurzfristig	langfristig
1985	1,00	4,28	2,04	3,76
1986	1,01	2,74	1,38	1,77
1987 1. Quartal	1,47	3,21	1,39	1,49
2. Quartal	1,86	4,77	1,81	2,84
3. Quartal	2,30	4,05	2,12	2,87
4. Quartal	1,98	4,65	1,77	2,96
1988 1. Quartal	1,88	4,37	2,35	2,58

\* Zinssätze in den USA abzüglich entsprechender Sätze in Japan und Deutschland in Prozentpunkten. Bezüglich der verwendeten Zinssätze s. die Fußnote der Tabelle auf S. 90.

Dollaranlagen am langen Ende bestehende Zinsdifferenz verglichen mit 1986 um 100 Basispunkte oder mehr vergrößert.

Diese Aufschläge verengten sich etwas in der Zeit von Mitte Mai bis Mitte August, als der Dollar stabil war und geringe Interventionen stattfanden, was auf ein größeres Vertrauen in den Louvre-Akkord schließen ließ. Nichtsdestoweniger erhöhte sich die Zinsprämie erneut nach Schwächeanfällen des Dollars, anfänglich ausgelöst durch die Veröffentlichung enttäuschender US-Handelsbilanzdaten, und bestand auch während der ersten Monate des Jahres 1988 fort. Der Aufschlag auf Dollarforderungen, vor allem der im kurzfristigen Bereich, deutet darauf hin, daß die Erholung und nachfolgende Stabilisierung des Dollarkurses zu Beginn dieses Jahres eher der durch die Geldpolitik aufrechterhaltenen Zinsdifferenzen als einer fundamental veränderten Einschätzung der amerikanischen Währung zu verdanken ist. Das Fortbestehen des Zinsaufschlags könnte angesichts der geringen Neigung Japans und Deutschlands, die bereits



Volatilität der Renditen von Staatsanleihen in den USA, Japan, Deutschland und Großbritannien*						
Jahr	Schwankungsbreite in Basispunkten (Maximalrendite abzüglich der Mindestrendite)	Schwankungsbreite in Prozent der jahresdurchschnittlichen Rendite	Renditeveränderung von Januar bis Dezember in Basispunkten	Schwankungsbreite in Basispunkten (Maximalrendite abzüglich der Mindestrendite)	Schwankungsbreite in Prozent der jahresdurchschnittlichen Rendite	Renditeveränderung von Januar bis Dezember in Basispunkten
	USA			Japan		
1980	306	26,7	204	180	19,5	91
1981	275	19,8	115	122	14,1	- 88
1982	406	31,2	-406	103	12,8	- 36
1983	147	13,2	137	84	11,3	- 84
1984	207	16,6	- 19	97	14,3	- 64
1985	260	24,5	-212	97	15,3	- 46
1986	208	27,1	-208	120	24,3	-120
1987	244	29,1	190	210	49,9	3
	Deutschland (BR)			Großbritannien		
1980	160	18,8	80	166	11,9	- 48
1981	210	20,2	60	291	19,5	232
1982	200	22,3	-200	488	37,9	-399
1983	90	11,1	60	163	14,5	-153
1984	120	15,4	-120	200	17,7	38
1985	130	18,9	- 60	109	9,9	- 72
1986	80	13,5	- 40	261	26,1	- 70
1987	110	18,8	20	166	17,4	- 63

\* Auf der Basis von Monatswerten der in der Tabelle auf S.90 genannten Sätze.

auf einem Nachkriegstief befindlichen kurzfristigen Sätze weiter zu senken, eine gewisse Starrheit in das weltweite Zinsgefüge bringen, wobei ein Anheben der Zinsen in den USA als einziger verfügbarer „Handlungsspielraum“ verbliebe.

Im zweiten Halbjahr 1987 wurden Inflation und Geldpolitik zur Hauptsorge an den Anleihemärkten. Die Anleiherenditen in den meisten wichtigen Währungen begannen auf Preissteigerungen bei Gold, Öl und industriellen Rohstoffen sensibel zu reagieren. Der Satz für Federal funds in den USA stieg von rund 6,4% im April auf 7,2% im September, was eine Verschärfung der Geldpolitik anzeigte, und die Anleiherenditen in Japan schnellten im Spätfrühjahr nach oben, als es die Bank von Japan unterließ, den Diskontsatz weiter zu senken. Diese Störungen übertrugen sich rasch auf die anderen nationalen Anleihemärkte.

Durch den weltweiten Kurssturz an den Aktienmärkten im Oktober 1987 änderten sich die Zins- und Inflationserwartungen erheblich. Die Zinsen auf Staatsanleihen bildeten sich als Reaktion auf die Auflockerung der Geldpolitik durch die Zentralbanken und das Bestreben der Anleger, ihr Heil in sicheren Geldanlagen zu suchen, rasch zurück. Der Zinsrückgang übertrug sich auch auf

Inflationserwartungen und Geldpolitik

Erhöhte  
Volatilität der  
Anleiherenditen

die meisten anderen Schuldverschreibungen hoher Qualität, da die Anleger Rezession und Deflation als wahrscheinlicher als Inflation ansahen. Der abwärtsgerichtete Trend der Zinsen setzte sich in den meisten Ländern mit zunehmender Erwartung, in den großen Industrieländern werde sich das Wirtschaftswachstum abschwächen und der Preisauftrieb gering bis mäßig bleiben, bis in die ersten Monate des Jahres 1988 fort. Im Frühjahr dieses Jahres kehrten Anzeichen eines unerwartet robusten Wachstums und ein Wiederaufleben von Inflationsbefürchtungen den rückläufigen Zinsverlauf teilweise wieder um.

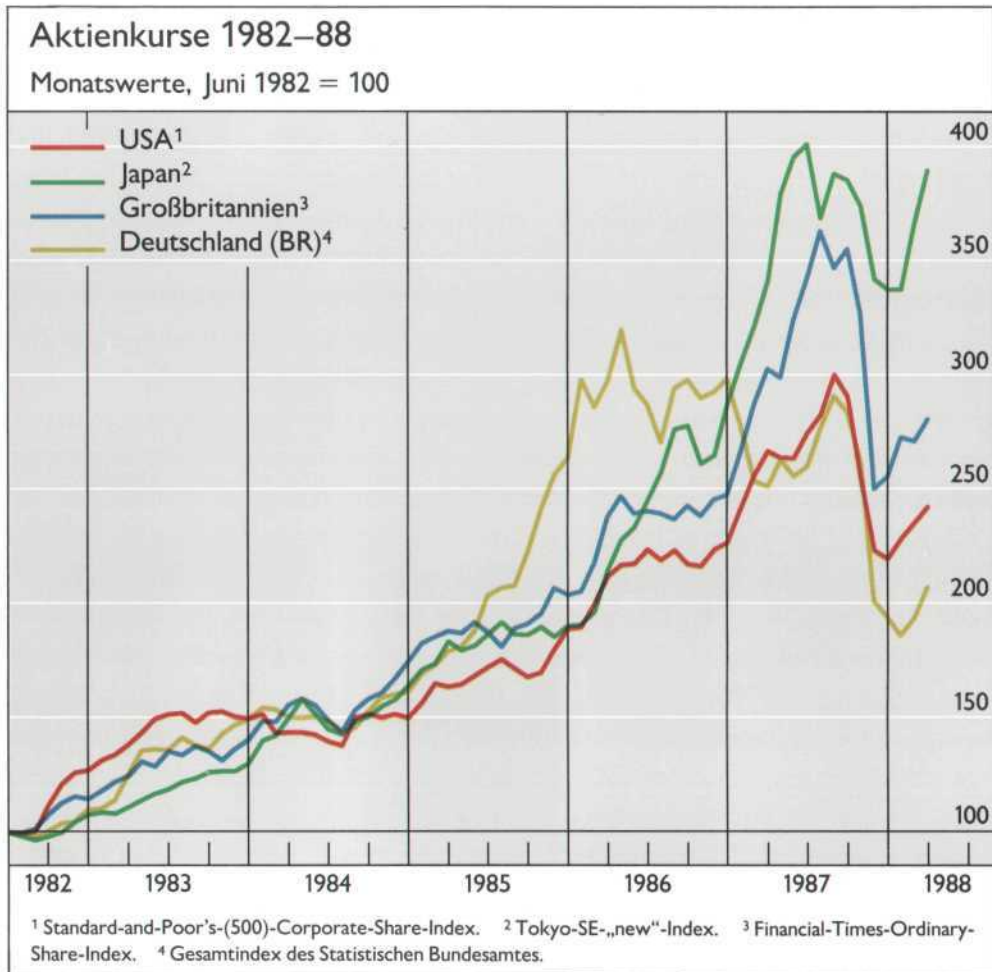
Die langfristigen Zinsen scheinen während des abgelaufenen Jahres besonders unstetig gewesen zu sein. Aus der gegenüberstehenden Tabelle geht hervor, in welchem Ausmaß sich in vier Ländern die Volatilität der Anleiherenditen im vergangenen Jahr erhöht hat. Die Tabelle gibt die Schwankungsbreite (Maximalhöhe abzüglich Mindesthöhe) der Anleiherenditen für das gesamte Jahr an, diese Schwankungsbreite in Prozent der durchschnittlichen Rendite sowie die Veränderung der Rendite im Jahresverlauf. Die Marktteilnehmer bilden sich ihre Meinung über die Volatilität wohl dadurch, daß sie sowohl die absoluten und relativen Zinsveränderungen als auch deren Tempo und Richtung in Betracht ziehen. Mit dem Verhältniswert der Schwankungsbreite soll eine ungefähre Vorstellung von den Renditebewegungen gegeben werden, wie sie sich aus der Sicht der Anleger darstellen; er ist auch als technischer Wert für die „Breite“ der Zinsverteilung von Nutzen. Die Anleiherenditen wiesen 1987 eine beträchtliche Schwankungsbreite auf, bei höherer Volatilität in drei der vier Länder. Auf dem japanischen Anleihemarkt war die Zunahme der Volatilität mit einer Schwankungsbreite der Zinssätze von 50% der jahresdurchschnittlichen Rendite besonders spektakulär. Bedeutsam ist auch, daß die höhere Volatilität im Jahr 1987 – anders als 1982 oder 1986 – gewöhnlich mit steigenden Renditen einherging, was deren Einfluß auf die Anlegerentscheidungen verstärkt haben dürfte.

### Aktienkurse: Fundamentale Bewertung, spekulative Seifenblasen oder Marktversagen?

Der gleichzeitige Kursverfall der Aktien an den Börsen der Welt war 1987 das herausragende Ereignis an den Finanzmärkten. Es waren aber nicht nur die Aktienkurse, in denen sich Anspannungen an den Finanzmärkten niederschlugen, denn auch über die Anleihe- und Devisenmärkte gingen während des Jahres größere Schockwellen hinweg. Die Kursentwicklung der Dividendenwerte trat jedoch besonders spektakulär in den Vordergrund, vergleicht man sie mit der langanhaltenden Aktienhausse an den internationalen Börsen während der vorangegangenen fünf Jahre, als die Aktienmärkte offensichtlich relativ unberührt von wirtschaftlichen Spannungen blieben.

Eine entscheidende Frage, die durch die Ereignisse vom Oktober 1987 aufgeworfen wurde, ist die, ob sich im Rückgang der Aktienkurse eine berechtigte Änderung der Markterwartungen bezüglich der weltwirtschaftlichen Zukunftsaussichten, eine Korrektur vorheriger Überbewertung als Folge spekulativer Übertreibungen und eines übertriebenen Optimismus hinsichtlich





der Grundtatbestände der Wirtschaft, oder das Beispiel eines vorübergehenden „Marktversagens“ widerspiegelte. In Wirklichkeit dürften wohl all diese Faktoren eine Rolle gespielt haben.

Das Gesamtbild der Börsenentwicklung im ersten Halbjahr 1987 war zwar das einer andauernden weltweiten Aktienhausse, doch gab es beachtliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Aus der nachstehenden Tabelle nominaler Indizes der Aktienkurse läßt sich ersehen, daß in vier der fünf größten Märkte (USA, Großbritannien, Japan und Kanada) und in einer Gruppe kleinerer von Europa bis zum Fernen Osten reichender Märkte ein beschleunigter Kursanstieg im ersten Halbjahr 1987 und – in einigen Fällen – bis Oktober zu verzeichnen war. An den wichtigsten kontinentaleuropäischen Börsen (Deutschland, Frankreich, Italien und Schweiz) stiegen die Aktienkurse dagegen vergleichsweise mäßig oder überhaupt nicht an. Gleichwohl wurden nahezu alle Länder unabhängig von der vorherigen Kursentwicklung vom Börsenkrach heimgesucht, wobei die in der Folge erreichten Tiefstkurse Verluste zwischen 25 und 50%, gemessen an den 1987 verzeichneten Höchstständen, implizierten. In gleicher Weise hatten sich alle Märkte bis Mitte Mai 1988 gegenüber ihren im Gefolge des Börsenkrachs erreichten Tiefstständen mehr oder weniger erholt, wobei sich die deutschen und Schweizer Börsen am hinteren Ende bewegten. Tokio ragt als der Markt mit einem der stärksten Kursanstiege im ersten Halb-

Nominale  
Aktienkurse im  
Jahr 1987

Indizes der Aktienkurse (Anfang 1987 = 100)								
Land	Relative Markt-kapitalisierung <sup>1</sup>	Anfang 1986	Höchststand 1987		Tiefststand nach dem Crash		11. Mai 1988	
		Index	Index	Monat	Index	Monat	Index	Relatives Ausmaß der Erholung <sup>2</sup>
USA	38,5	86,5	138,3	August	91,9	Dezember	104,0	26
Japan	31,3	67,0	144,5	Juni	108,2	Januar <sup>3</sup>	138,9	84
Großbritannien	8,9	86,6	147,2	Juni	94,1	November	107,5	25
Kanada	3,2	94,9	134,9	August	93,1	Oktober	105,9	31
Deutschland (BR)	4,0	96,1	100,2	Januar	58,7	Januar <sup>3</sup>	62,7	10
Frankreich	2,6	66,3	115,6	März	63,1	Januar <sup>3</sup>	78,6	30
Italien	2,5	64,2	107,0	April	59,1	Februar <sup>3</sup>	69,4	21
Schweiz	2,2	93,9	108,4	Oktober	67,0	November	71,1	10
Niederlande	1,4	91,8	120,0	August	69,0	November	85,1	32
Spanien	0,8	65,0	156,2	Oktober	96,5	Dezember	129,2	55
Belgien	0,6	71,9	132,1	August	85,6	Dezember	115,0	63
Australien	2,1	68,1	156,8	September	78,3	November	95,6	22
Hongkong	1,0	68,5	154,3	Oktober	74,0	Dezember	99,0	31
Singapur	0,3	69,6	168,9	August	78,6	Dezember	108,4	33
Taiwan	0,3	80,4	449,7	Oktober	221,1	Dezember	448,0 <sup>4</sup>	99
Südkorea	0,2	59,9	192,6	Dezember	167,2	November	240,4 <sup>4</sup>	— <sup>5</sup>

<sup>1</sup> Kapitalisierung (gemessen Anfang 1987 in US-Dollar) in Prozent der Gesamtkapitalisierung aller Märkte der Länder der Tabelle. <sup>2</sup> Veränderung des Index seit dem Tiefststand nach dem Crash in Prozent der Veränderung des Index vom Höchststand von 1987 bis zum Tiefststand nach dem Crash. <sup>3</sup> 1988. <sup>4</sup> 13. Mai 1988. <sup>5</sup> Aussage nicht möglich, da der Höchststand von 1987 dem Crash vom Oktober nachfolgte.

Quellen: USA: Standard-and-Poor's-500-Index; Großbritannien: Financial-Times-Ordinary-Aktienindex; Japan: Tokyo-SE-„new“-Index; Deutschland: F.A.Z.-Aktiengesamtindex; übrige Länder: ausgewählter typischer Index.

jahr 1987, den geringsten Verlusten gegenüber dem Höchststand von 1987 und der relativ kräftigsten Erholung nach dem Crash hervor.

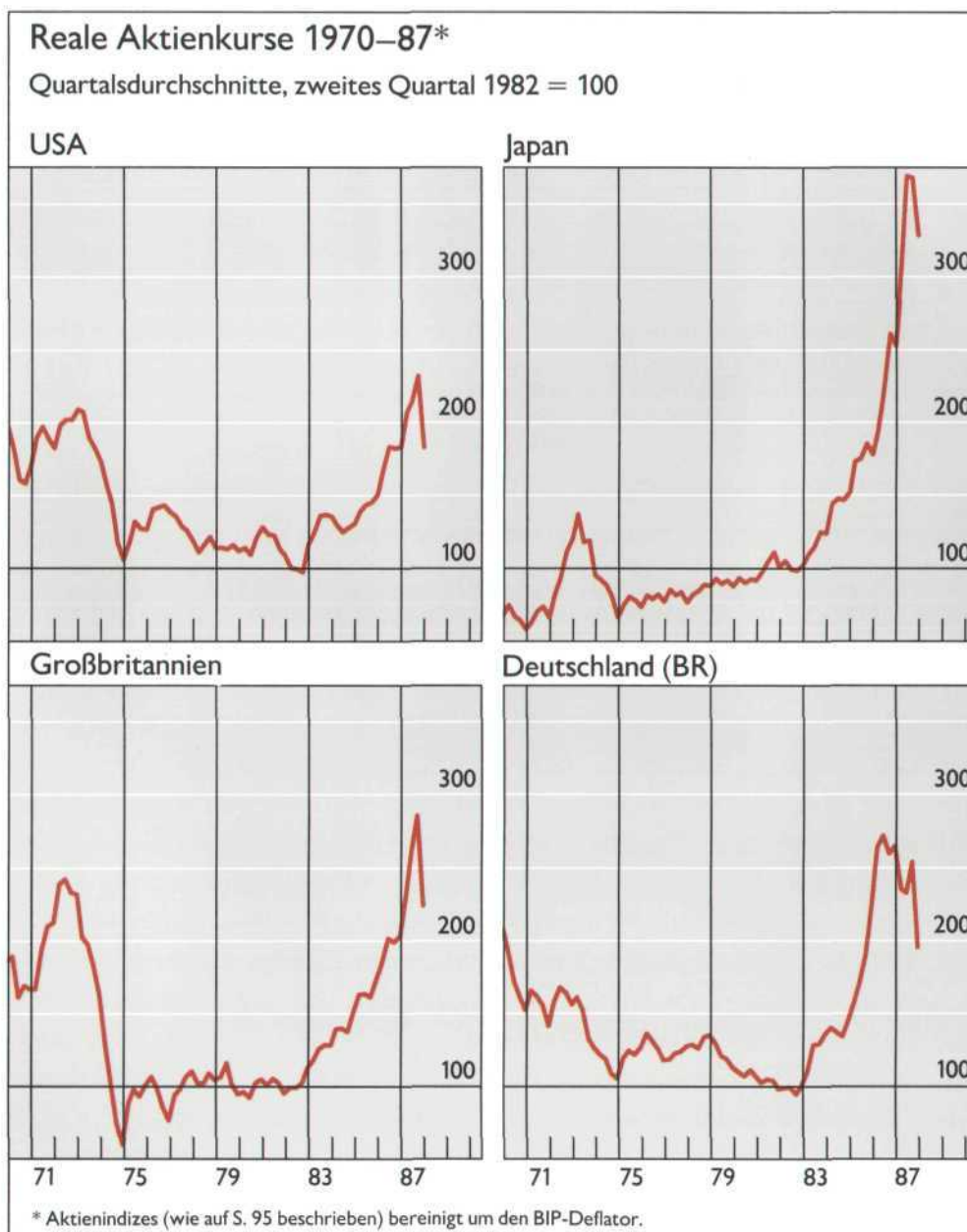
Erholung der realen Aktienkurse in den achtziger Jahren

Der Anstieg der Indizes der nominalen Aktienkurse seit den frühen achtziger Jahren ist außergewöhnlich; allerdings stellt sich ein großer Teil dieses Kursaufschwungs als eine Phase des Wiederanstiegs des realen Kurswerts der Aktien auf das Niveau der frühen siebziger Jahre nach einer langen Schwächeperiode dar, die im allgemeinen von 1973 bis 1982 reichte (s. die Grafik auf S. 96). Die Gründe für die Entwicklung des realen Kurswerts der Aktien während der siebziger Jahre sind angesichts des damals generell niedrigen Realzinsniveaus etwas rätselhaft. Eine plausible Erklärung ist, daß sich in der niedrigen realen Bewertung der Aktien eine Reihe wirtschaftlicher Grundtatbestände widerspiegelte wie ungünstige Wachstumsaussichten, ein hohes Risiko und eine geringere Rendite bestehender Industrieanlagen im Gefolge des ersten Ölpreischubs sowie inflationsbedingte Bewertungsfehler, was insgesamt dazu führte, daß die Anleger Aktien unterbewerteten.

Von 1982 an trugen das reale Wirtschaftswachstum, nachlassende Inflation und rückläufige Zinsen sowie maßvolle Lohnforderungen insgesamt zu stark verbesserten Aussichten der realen Ertragslage der Unternehmen in den Industrieländern bei. Gleichzeitig dürfte der geringere Preisanstieg mitgeholfen haben, Irrtümer bei der Aktienbewertung auszumerzen; ferner ergriffen einige



Länder steuerliche Maßnahmen zur Förderung von Anlagen in Aktien. Gemeinsam glichen diese Faktoren den gleichzeitigen Anstieg der erforderlichen Rentabilität im Gefolge des Realzinsanstiegs mehr als aus, so daß die realen Aktienkurse an allen bedeutenden Börsenplätzen rasch anstiegen. Die sich ab 1986 abzeichnende divergierende Entwicklung der realen Aktienkurse könnte teilweise erklärt werden mit den Auswirkungen realer Wechselkursverschiebungen (welche die Ertragsperspektiven der mit Auslandsprodukten konkurrierenden Sektoren in den USA, Kanada und Großbritannien im Vergleich zu den kontinentaleuropäischen Ländern verbesserten) sowie mit unterschiedlichen inländischen Wachstumsraten (die wiederum die relative Rentabilität in Kanada und Großbritannien tendenziell erhöhten). Bemerkenswert ist indes, daß der steile Anstieg des Realkursniveaus am japanischen Aktienmarkt auch 1986 und 1987 trotz abnehmender Gewinnspannen der Exporteure anhielt.



## Ursachen des Börsenkrachs

Mangelnde Fortschritte bei Zahlungsbilanzungleichgewichten könnten Rezessionsängste ausgelöst haben...

Als wahrscheinliche Ursachen des Kurssturzes an den Aktienbörsen im Herbst vergangenen Jahres lassen sich drei Tatbestände ausmachen. Als erstes gab es die Unsicherheit über die Lösung des Problems der internationalen Zahlungsbilanzungleichgewichte. Im Verlauf des Monats Oktober wurden die Erwartungen an den Märkten zweifellos von der zunehmenden Sorge überschattet, daß die Anstrengungen einiger Länder zur Anregung der Inlandsnachfrage und die Bemühungen der Vereinigten Staaten um eine Verringerung des Defizits im Bundeshaushalt sich als unzureichend erwiesen; zudem wurde deutlich, daß die nominalen Leistungsbilanzungleichgewichte weniger als erwartet auf die vorherige Abwertung des Dollars reagierten. Diese Entwicklungen hätten ihrerseits zu Rezessionsängsten und somit zu Befürchtungen eines niedrigeren Realanstiegs der Unternehmenserträge führen können, sei es als Folge einer sofortigen Erhöhung der realen US-Zinsen zur Verteidigung des Dollars oder einer verspäteten Verschärfung der Geldpolitik im Gefolge einer nach dem freien Fall des Dollars wiedererstarteten Inflation. Daß die Frage der Außenhandelsungleichgewichte das Denken am Markt plötzlich derart zu beherrschen begann, mag an der zunehmenden Hilflosigkeit gegenüber der offensichtlichen Vertracktheit dieses Problems, der Wahrnehmung der vorherigen Verlagerung des Schwergewichts der Finanzierung des US-Defizits von privaten auf staatliche Kapitalgeber und an der weiterbestehenden Drohung, die USA könnten protektionistische Maßnahmen ergreifen, gelegen haben. Diese Besorgnisse unterstrichen die Notwendigkeit zu wirtschaftspolitischer Koordinierung und verstärkten die Irritation auf den Finanzmärkten, wenn Anzeichen erkennbar waren, daß es an einer solchen Koordinierung fehlen könnte. Zu der allgemeinen Unsicherheit über die zukünftige Wirtschaftsentwicklung trug auch wohl das im ersten Halbjahr 1987 schlechter gewordene internationale Schuldenklima bei.

... aber sie geben keine vollständige Erklärung

Die obenstehende Analyse läßt freilich eine Reihe von Rätseln ungelöst. Das erste ist das ungewöhnliche Ausmaß und die globale Reichweite des Börsenkrachs vom Oktober, die auf eine bisher nie dagewesene Gleichförmigkeit der plötzlichen Veränderung der Erwartungen in sehr unterschiedlichen Ländern hindeuten und gleichzeitig völlig unverhältnismäßig zu sein schienen, gemessen an dem Gewicht der unmittelbar zuvor bekanntgewordenen Nachrichten. Die zweite Merkwürdigkeit ist das Ergebnis der nach dem Crash durchgeführten Umfragen, wonach sowohl Klein- wie Großanleger das unmittelbar vor dem 19. Oktober bestehende Kursniveau an den US-Aktienmärkten für überbewertet hielten. In Großbritannien fand dies im Sommer 1987 (nicht dagegen in den USA) in einem ausgesprochen hohen Volumen von Aktienemissionen der Unternehmen seine Entsprechung – vielleicht ein Zeichen dafür, daß auch die großen Kapitalgesellschaften den Markt gewissermaßen für überbewertet hielten.

„Spekulative Seifenblase“ – eine populäre Erklärung...

Diese Überlegungen legen den Schluß nahe, daß „spekulative Seifenblasen“ als ein zweiter Faktor den Börsenkrach vom Oktober mit verursacht haben könnten, indem durch sie die Aktienkurse in der Zeit davor auf Höchststände getrieben wurden, die durch die realwirtschaftlichen Bedingungen nicht mehr



gerechtfertigt waren. Zu spekulativen Übertreibungen kann es kommen, wenn ein kräftiger Kursaufschwung die weitverbreitete Erwartung auslöst, daß die Kurse in der Zukunft zumindest auf kurze Sicht weiter steigen werden, wodurch ein eigenständiger Prozeß kontinuierlicher und womöglich sich verstärkender Überbewertung in Gang gesetzt wird. Mit zunehmender Überbewertung wächst auch der Druck in Richtung auf einen Kursrückschlag; schließlich braucht es nur noch eine geringe, von außen kommende Erschütterung, um das Kursgebäude zum Einsturz zu bringen. Ein derartiges Verlaufsmuster paßt offensichtlich zu der 1987 an den meisten großen Börsenplätzen beobachteten Entwicklung der Aktienkurse (eine Ausnahme bilden jene europäischen Märkte, auf denen die Höchststände 1986 erreicht wurden) und dient als eine der bevorzugten Erklärungen für den Crash. Ferner könnte man argumentieren, daß institutionelle Entwicklungen der achtziger Jahre zur Verlängerung der Lebensdauer möglicher spekulativer Seifenblasen beigetragen haben. Die rasch zunehmenden Umsätze an den Kassamärkten, die Schaffung von Märkten für Aktienindex-Terminkontrakte, die Entwicklung dynamischer Hedge-Techniken wie die Portfolioabsicherung und in jüngster Zeit die Einrichtung eines 24-Stunden-Handels mit einigen großen Aktien – all diese Entwicklungen haben den Eindruck wachsender Liquidität auf den Aktienmärkten entstehen lassen. Ein solcher Eindruck mag Anleger, die erkennen, daß das Kursniveau auf Dauer überhöht ist, dazu bewegen, gleichwohl weiter im Markt zu bleiben, wenn sie davon ausgehen, sich schnell zurückziehen zu können, wenn die spekulative Seifenblase platzt.

Freilich besteht die Gefahr, daß man der Rolle der spekulativen Übertreibungen zu große Bedeutung beimißt, zum einen, weil der empirische Nachweis, daß es sie an den Finanzmärkten gibt, keineswegs eindeutig ist, zum anderen, weil eine Untersuchung der Entwicklung der Renditerelationen während der achtziger Jahre keinen schlüssigen Beweis erbracht hat, daß die Dividendenwerte unmittelbar vor dem Börsenkrach überbewertet waren. Die in der folgenden Grafik dargestellte „Renditendifferenz“ ist gleichbedeutend mit der Nominalrendite langfristiger Schuldverschreibungen abzüglich der Dividendenrendite von Aktien. Die Differenz ist seit vielen Jahren positiv, und ihre Größe läßt sich theoretisch in eine positive Relation zu den Erwartungen bezüglich Inflation und dem realen Wachstum der Gewinne und in ein umgekehrtes Verhältnis zu dem erkannten relativen Risiko der Aktienhaltung bringen. Wegen unterschiedlicher Meßverfahren ist ein Ländervergleich der Renditendifferenzen wenig sinnvoll. Ein langfristiger Vergleich für jedes einzelne Land kann jedoch Aufschlüsse zur Überbewertung bringen. In allen dargestellten Ländern hatte sich die Renditendifferenz unmittelbar vor dem Börsenkrach vom Oktober etwas ausgeweitet, doch kann man nicht wirklich daraus schließen, daß die darin zum Ausdruck gekommenen Erwartungen hinsichtlich der realen Gewinnsteigerungen übermäßig hoch waren, besonders dann nicht, wenn ein Teil der Ausweitung höhere Inflationserwartungen widerspiegelte, die womöglich in den Aktienkursen ihren Niederschlag gefunden hatten.

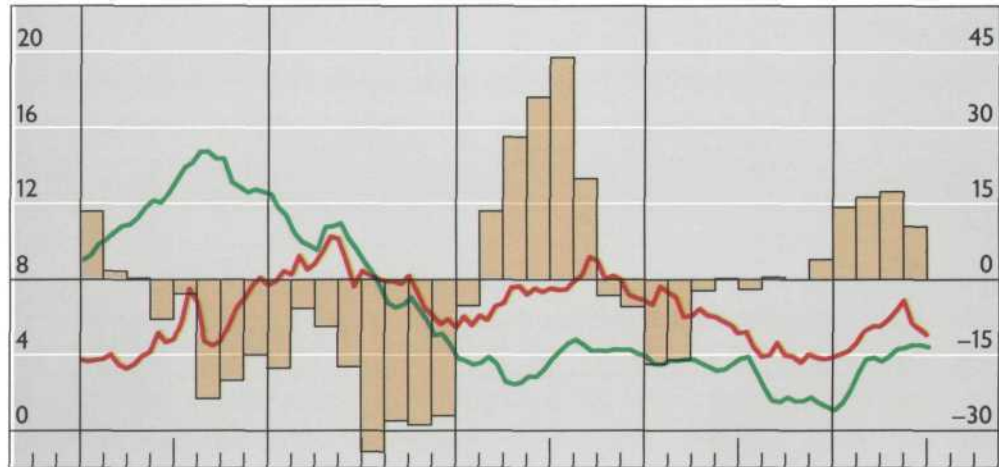
Häufig ist das vor dem Crash am japanischen Aktienmarkt bestehende durchschnittliche Kurs/Gewinn-Verhältnis von mehr als 70 (gegenüber 22 für die USA und 17 für Großbritannien) als Beweis für die Überbewertung, sowohl

... aber der Nachweis einer Überbewertung ist nicht eindeutig

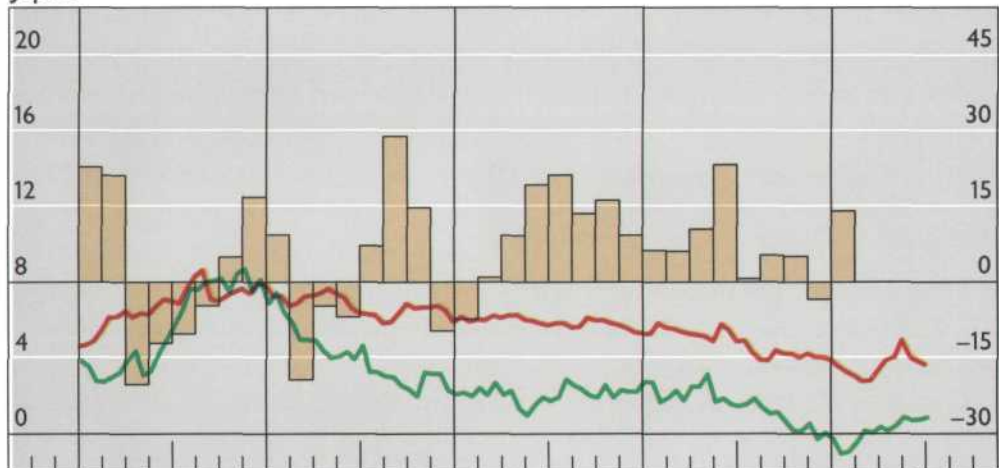
## Indikatoren zur Aktienbewertung 1979–87

- Renditendifferenz in Prozentpunkten<sup>1</sup> (linke Skala)
- Inflation in Prozent<sup>2</sup> (linke Skala)
- Reale Gewinnentwicklung in Prozent<sup>3</sup> (rechte Skala)

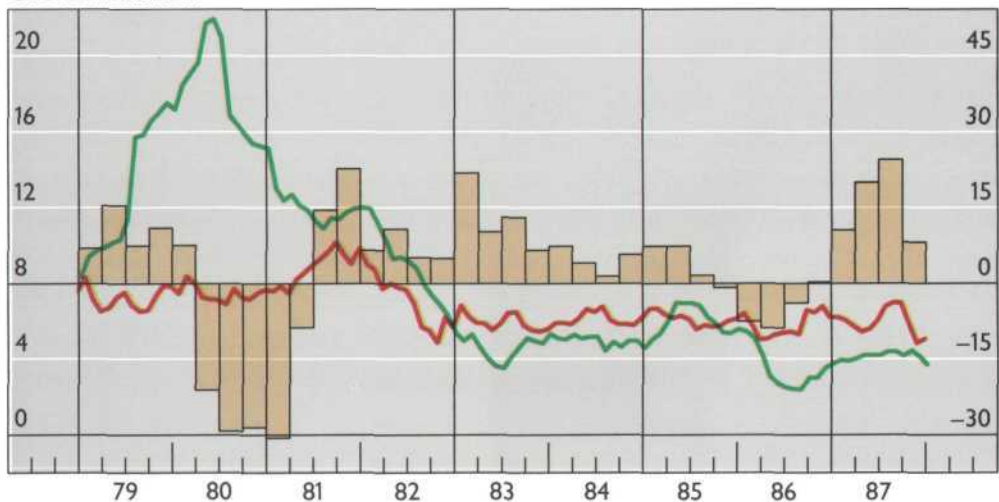
### USA



### Japan



### Großbritannien



<sup>1</sup> Nominale Anleiherendite abzüglich Dividendenrendite. <sup>2</sup> Veränderung der Verbraucherpreise über zwölf Monate.  
<sup>3</sup> Nominaler Gewinn vor Steuern der Kapitalgesellschaften (Großbritannien: Gewinn vor Steuern aller privaten Unternehmen und öffentlichen Kapitalgesellschaften), mit dem BIP-Deflator preisbereinigt, Veränderung über vier Quartale.



absolut betrachtet als auch im Verhältnis zu anderen Märkten, angeführt worden. Zwar mag die Kurs/Gewinn-Relation im Falle Japans tatsächlich eine gewisse Überbewertung widerspiegelt haben, doch dürfte sie kaum so groß gewesen sein, wie der bloße Vergleich der Zahlen vermuten läßt. Die in Japan geltenden Besteuerungs- und Bilanzierungsgrundsätze laufen in der Tendenz auf eine unvollständige Erfassung des Betriebsgewinns und einen Aufbau stiller Reserven durch die Bewertung von Grund- und Aktienvermögen zu Anschaffungskosten hinaus. Überdies rechtfertigen die vergleichsweise niedrigen japanischen Zinssätze eine relativ niedrige Dividendenrendite (ein hohes Kurs/Gewinn-Verhältnis). Ferner bewirkt die weitverbreitete gegenseitige kapitalmäßige Verflechtung eine künstliche Aufblähung der Kapitalisierung des Gesamtmarktes aufgrund des dadurch gestiegenen Kapitalwerts des einzelnen Unternehmens. Soweit eine solche Wertsteigerung nicht mit höheren ausgewiesenen Gewinnen einhergeht, steigt im Ergebnis das laufende Kurs/Gewinn-Verhältnis weiter an.

Der dritte Faktor, der wahrscheinlich den Börsenkrach mit auslöste, war das zeitweilige Versagen von durch anfängliche Kursrückgänge in Gang gesetzten Marktmechanismen. Für dieses Marktversagen können verschiedene Ursachen ausgemacht werden: Aktienverkäufe, bei denen der Wert der Aktie unbeachtet blieb, falsche Preissignale, hervorgerufen durch die beispiellos hohen Umsätze und den dadurch bedingten Ausfall technischer und organisatorischer Einrichtungen, sowie die Unfähigkeit bzw. Nichtbereitschaft kurswertmotivierter Anleger, in Zeiten einer Marktkrise zu handeln. Diese Einflußfaktoren ließen die Kurse womöglich auf ein so niedriges Niveau absinken, daß die Einschätzung der realwirtschaftlichen Bedingungen selbst eine Veränderung erfuhr, wodurch das neue Kursniveau gerechtfertigt war. So paradox es klingt, die sehr viel schnelleren Kommunikationseinrichtungen und perfektionierten Handelstechniken könnten ein solches Geschehen wahrscheinlicher gemacht haben. Im folgenden Abschnitt wird das Verhalten der institutionellen Einrichtungen während der Woche des Börsenkrachs eingehender untersucht.

Vorübergehendes Marktversagen wahrscheinlich eine Ursache

## Der Börsenkrach vom Oktober

Am Montag, dem 19. Oktober 1987, erlebte die New York Stock Exchange (NYSE) den größten Kursrückgang, der jemals an einem einzigen Tag verzeichnet worden war. Der Dow-Jones-Index fiel um 22,6%, und die börsennotierten Aktien verloren insgesamt über US-\$ 500 Mrd. an Wert. Am darauffolgenden Tag, nach einer anfänglichen Kurserholung, büßte der Aktienindex innerhalb von nur zwei Stunden rund 12% seines Werts ein. Am Nachmittag erholte sich der Markt schließlich, so daß sich zu Börsenschluß ein Tagesgewinn von 5,9% ergab, wobei allerdings zuvor nur mit Mühe die völlige Einstellung des Handels hatte vermieden werden können und, so die Formulierung im „Brady Report“, die Gefahr des völligen Zusammenbruchs des Finanzsystems zugezogen hatte. Diese Gefahr konnte vor allem infolge des energischen Eingreifens der Währungsbehörden abgewendet werden. Zwar lag das Epizentrum des Kurseinbruchs eindeutig in den USA, doch wurden mit ganz wenigen Ausnahmen alle Aktienbörsen in der Welt erschüttert, wobei es an vielen

Noch nie dagewesener Kurszusammenbruch

zu dem stärksten Kursrückgang kam, der jemals an einem einzigen Tag aufgetreten war.

Die beispiellose Wucht und globale Dimension des Aktienkursverfalls lassen es als geboten erscheinen, zu analysieren, welche institutionellen Besonderheiten zu einem Marktversagen beigetragen haben könnten, so daß sich der Kursrückgang in diesen kritischen Tagen beschleunigte und die Verluste in vielen Fällen über das Ziel hinausschossen. Die jüngsten Entwicklungen, denen in diesem Zusammenhang besondere Aufmerksamkeit gebührt, betreffen die Wechselbeziehung zwischen dem Aktienmarkt und dem Markt für Aktienindex-Terminkontrakte sowie die zunehmende Institutionalisierung der Aktienhaltung und des Aktienhandels.

### *Der Börsenkrach in den USA*

Die Rolle der Märkte für Aktienindex-Terminkontrakte ist aus mindestens drei Gründen Gegenstand eingehender Untersuchungen geworden. Erstens hatte das tägliche Handelsvolumen dieser Kontrakte in nominaler Rechnung bis zur Jahresmitte 1987 das eineinhalbfache der Umsätze der New York Stock Exchange erreicht. Zweitens waren die Finanzterminmärkte unverzichtbar für neue, unter dem Oberbegriff Programhandel bekannte Handelsstrategien wie Depotabsicherungen und Indexarbitrage geworden. Drittens ermöglichen diese Märkte zwar den Handel mit Aktiva, die ein sehr guter Ersatz für Aktien sind, doch sind sie andererseits durch deutlich andere Hebelwirkungen und Handelstechniken im Vergleich zu denen, die am Kassa-, d.h. Aktienmarkt vorherrschen, charakterisiert, was schwierige Fragen über das Zusammenspiel beider Märkte aufwirft.

Besondere Aufmerksamkeit galt der Depotabsicherung, die Kursbewegungen verstärken kann, besonders in Verbindung mit der relativ großen Hebelwirkung an den Futures-Märkten, denn die Strategie erfordert die automatische Vornahme von Käufen bei steigenden und automatisch getätigte Verkäufe bei fallenden Kursen, ohne Rücksicht auf den inneren Wert der Aktien. Dieses Potential, das im Bericht der Commodities Futures Trading Commission gering eingeschätzt wurde, wurde in den Berichten der New York Stock Exchange, der Securities and Exchange Commission und der Brady-Kommission als bedeutsam eingestuft. Die Untersuchungsergebnisse deuten darauf hin, daß die Portfolioabsicherung ein bedeutsamer Bestimmungsfaktor für das Tempo und wahrscheinlich auch das Ausmaß des Kurssturzes war. Sowohl am 19. als auch am 20. Oktober kam es für Zwecke der Depotabsicherung zu umfangreichen, gezielten Verkäufen an den Finanzterminmärkten (s. die umstehende Tabelle). Diese Verkäufe waren mit ursächlich für einen Rekordeinbruch der Terminkurse und damit für einen destabilisierenden Diskont auf Aktienindex-Terminkontrakten gegenüber dem Index am Kassamarkt. Der Diskont bewirkte seinerseits, daß ein noch nie dagewesenes Volumen von Portfolioabsicherungsverkäufen auf den Kassamarkt umgeleitet wurde. Die großen Verluste bei den ausstehenden Haussepositionen in Terminkontrakten, die am besagten Montag eine Größenordnung von US-\$ 6 Mrd. erreichten, könnten zusammen mit der auf der täglichen Neubewertung in Übereinstimmung mit der

Verkäufe zur Depotabsicherung tragen zur Funktionsunfähigkeit der Märkte bei...



Marktentwicklung (marking-to-market rule) beruhenden (variablen) Einschlußpflicht die Notverkäufe an der Börse noch erhöht haben. Ferner lassen die Untersuchungsergebnisse erkennen, daß eine Reihe von Händlern Aktien in Erwartung eines durch Portfolioabsicherungsverkäufe ausgelösten Kursdrucks an den Markt abgaben, eine besonders naheliegende Strategie, wenn man den Markt für überbewertet hält. Schätzungen zufolge, die sich am Kursrückgang der Vorwoche orientierten, belief sich der „Überhang“ an unerledigten Portfolioabsicherungsprogrammen zu Börsenbeginn am Montag auf US-\$ 8–14 Mrd.

Die Rolle der Indexarbitrage während des Börsenkrachs hat erhebliche Kontroversen ausgelöst. Durch das Eingehen von Gegenpositionen an beiden Märkten gewährleisteten die Indexarbitrageure normalerweise, daß die Differenz zwischen den Futures- und den Kassaindizes gleich den „carrying costs“ (kurzfristige Verzinsung abzüglich der Aktienrendite) bei Aktien ist. Während des Börsenkrachs konnte indes die Indexarbitrage nicht verhindern, daß sich ein beständiger und erheblicher Diskont des Futures-Index zum Kassamarkt herausbildete. Am besagten Montag war dies das Ergebnis von Verzögerungen bei der Abwicklung des Handels, der Einschränkung von Leerverkäufen und

... die Indexarbitrage überträgt den Verkaufsdruck auf die NYSE

Programmhandelsverkäufe während des Börsenkrachs						
Position	New York Stock Exchange			Chicago Mercantile Exchange		
	Verkäufe insgesamt	Höchstverkäufe während des Tages <sup>1</sup>	Gesamtverkäufe im Verhältnis zum Normalvolumen vor dem Crash <sup>2</sup>	Verkäufe insgesamt	Höchstverkäufe während des Tages <sup>1</sup>	Gesamtverkäufe im Verhältnis zum Normalvolumen vor dem Crash <sup>2</sup>
	in Prozent des Standard-and-Poor's-500-Volumens <sup>3</sup>					
	19. Oktober 1987					
Portfolioabsicherung <sup>4</sup>	9	31	32	16–26	44	32–53
Indexarbitrage <sup>5</sup>	9	27	30	– 6 <sup>6</sup>	1 <sup>6</sup>	–12 <sup>6</sup>
Zusammen	18	43	62	10–20	28	21–41
	20. Oktober 1987					
Portfolioabsicherung <sup>4</sup>	2	14	8	25–31	41	35–44
Indexarbitrage <sup>5</sup>	1	2	3	0 <sup>6</sup>	0 <sup>6</sup>	– 1 <sup>6</sup>
Zusammen	3	15	11	25–31	42	34–43

<sup>1</sup> Höchstverkäufe, errechnet auf der Basis von halbstündlichen Daten. <sup>2</sup> Für die New York Stock Exchange ist das Normalvolumen vor dem Crash mit dem durchschnittlichen Tagesvolumen vom September (Schätzung) und für die Chicago Mercantile Exchange mit dem durchschnittlichen Tagesvolumen von Januar bis September identisch. <sup>3</sup> Anzahl Aktien im Falle der New York Stock Exchange und Anzahl Kontrakte im Falle der Chicago Mercantile Exchange. Im Terminkontraktvolumen ist das der Marktmacher und das der Kunden enthalten. <sup>4</sup> Wird eine Spanne angegeben, so bezieht sich die erste Zahl auf Schätzungen der Securities and Exchange Commission (SEC) und die zweite auf Schätzungen über Hedge-Verkäufe institutioneller Anleger im Bericht der Chicago Mercantile Exchange. Die Höchstverkäufe wurden ebenfalls anhand von SEC-Schätzungen errechnet. <sup>5</sup> Einschl. Indexsubstitution. <sup>6</sup> Nettoverkäufe. Wenn der Terminindex den Kassaindex um einen geringeren Wert übersteigt als die Transaktionskosten ausmachen, kaufen die Arbitrageure Futures und verkaufen die dem Index zugrundeliegenden Aktien.

Quellen: US Securities and Exchange Commission, The October Market Break; Commodities Futures Trading Commission, Final Report on Stock Index and Cash Market Activity during October 1987; preliminary Report of the Committee of Enquiry appointed by the Chicago Mercantile Exchange und Schätzungen der BIZ.

eines allgemein erhöhten Risikos; am darauffolgenden Dienstag war ein begrenztes Verbot für Mitglieder der New York Stock Exchange, diese Anlagestrategie zu verwenden, die Ursache. Im Bericht der New York Stock Exchange werden für den Kurssturz von Montag zum Teil die besonders hohen Indexarbitrage-Verkäufe verantwortlich gemacht, die an dem Tag trotz der Probleme bei der Abwicklung der Aufträge durchgeführt wurden (s. vorstehende Tabelle). Demgegenüber wird im Brady Report argumentiert, daß gerade das Versagen der Indexarbitrage-Programme, den Diskont auszugleichen, den Kurssturz beschleunigte. Er betont den destabilisierenden Einfluß des Diskonts auf die Erwartungen anderer Anleger, entweder weil er als Indikator des zukünftigen Werts des Kassaindex verstanden wurde oder weil er Erwartungen bezüglich weiterer Arbitrage-Verkäufe weckte. Der Bericht der Stock Exchange Commission legt sich in diesem Punkt nicht fest. Allgemeiner betrachtet erscheint es als unvernünftig, die Indexarbitrage für den Crash maßgeblich verantwortlich zu machen, denn die Strategie übertrug nur in passiver Weise den Verkaufsdruck von dem Termin- auf den Kassamarkt. Vielmehr sollte man die Aufmerksamkeit auf die Gründe für Hedge-Verkäufe an den Finanzterminmärkten – hauptsächlich im Rahmen der Portfolioabsicherung – und auf jene Mechanismen konzentrieren, die den Diskont auf Terminkontrakten künstlich vergrößerten.

Institutionelle Besonderheiten begünstigen den Zusammenbruch des Informationsflusses

Einer jener Mechanismen ist die Wechselwirkung zwischen stark unterschiedlichen Marktmacherusancen an den Kassa- und Terminmärkten. Die Marktmacher reagierten auf das große Auftragsungleichgewicht zu Beginn des Handels am Montag sehr unterschiedlich. Die „specialists“ (market-makers) der New York Stock Exchange verzögerten den Handelsbeginn, da sie verpflichtet sind, Preisschwankungen auszugleichen. In Chicago konnten hingegen die Kurse aufgrund des dortigen wettbewerbsintensiven, auf kontinuierlichen Zuruf bestehenden Marktmachersystems sofort in die Tiefe stürzen. Dieses voneinander abweichende Verhalten an den beiden Märkten vergrößerte den Diskont, überforderte die Indexarbitrage, erhöhte die allgemeine Unsicherheit und ließ ganz allgemein die Gefahr sich ausbreitender ungeordneter, marktübergreifender Verkäufe zunehmen.

Die Kassa- und Terminmärkte haben nicht nur unterschiedliche Marktmacherusancen, sie verfügen auch über keinen einheitlichen Clearing-Mechanismus und verlangen unterschiedliche Einschüsse von den Marktakteuren. Vor allem im Brady Report wird das Fazit gezogen, daß dieser institutionelle Rahmen eine unnötige Kreditnachfrage schuf und die wirkliche Kreditwürdigkeit potentieller Schuldner im unklaren ließ, was die Liquiditätsanspannungen verstärkte und es den Marktmachern erschwerte, offene Positionen einzugehen; dadurch erhöhte sich die Marktvolatilität, und die geldpolitischen Instanzen mußten verstärkt eingreifen.

Der Börsenkrach vom Oktober hat auch deutlich gezeigt, wie destabilisierend der Einfluß der durch die wachsende Institutionalisierung der Aktienhaltung und des Aktienhandels bedingten zunehmenden Konzentration der Entscheidungen auf einige wenige Träger sein kann. Von 1981 bis zum dritten Quartal 1987 stieg der Anteil der von Pensions- und Investmentfonds gehaltenen Aktien an dem insgesamt umlaufenden Aktienvolumen von weniger als 20

Verkäufe institutioneller Anleger besonders umfangreich



auf rund 27%. Mit dieser Tendenz ging eine Zunahme des Handels in großen Paketen von rund 30 auf etwa 50% des Geschäftsvolumens an der New York Stock Exchange einher. Den Berichten ist zu entnehmen, daß das hohe Handelsungleichgewicht am Montag auf den Verkäufen einer überraschend geringen Zahl institutioneller Anleger beruhte, wohingegen sich die Käufe auf eine sehr viel größere Zahl von Marktteilnehmern verteilte (s. die nachstehende Tabelle). Das Marktmachersystem war deshalb einer großen Belastung ausgesetzt. Die erwähnten Institutionen sind auch die Endverwender der Portfolioabsicherung, und über sie wurde der Crash hauptsächlich auf die übrigen Weltbörsen übertragen.

Konzentration des Handels während des Börsenkrachs vom Oktober				
„top ten traders“	New York Stock Exchange		Chicago Mercantile Exchange	
	Verkäufe	Käufe	Verkäufe	Käufe
in Prozent des Wertes der Transaktionen an der New York Stock Exchange				
19. Oktober 1987	15,2*	8,7	26,7	18,7
20. Oktober 1987	7,1	9,7	25,3	25,7

\* Die vier Marktteilnehmer mit den höchsten Abschlüssen (top traders) vereinigten 14% aller Verkäufe auf sich.  
Quelle: Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms (Brady Report).

### Der weltweite Börsenkrach

Die globale Dimension des Börsenkrachs spiegelte sich in den weltweiten, hohen, zumeist Rekordausmaße erreichenden Kursrückgängen an den Aktienmärkten am 19. und 20. Oktober. Eine Analyse des zeitlichen Ablaufs des Börsenkrachs über Landesgrenzen hinweg läßt keinen Zweifel, daß die Kurseinbrüche ihren Ursprung in den USA hatten. Zu den wichtigsten Mechanismen, die den Kursverfall auf andere Finanzplätze übertrugen, zählten Verkäufe durch US- und andere gebietsfremde Anleger, hauptsächlich Finanzinstitutionen, auf Auslandsmärkten, das gleichgerichtete Reagieren internationaler Finanzinstitute (namentlich der Marktmacher), die an mehr als einem Platz tätig sind, sowie die geänderte Einschätzung der Zukunftsaussichten heimischer Aktien durch Gebietsansässige unter dem Eindruck des Ausmaßes und des Tempos der Aktienbaisse am New Yorker Markt, der als der liquideste Aktienmarkt der Welt gilt.

In den genannten Berichten heißt es, daß – im Gegensatz zu dem Geschehen in den USA – in einer Reihe anderer Länder umfangreiche ausländische Verkäufe eine wichtige Ursache des Börsenkrachs waren. Sie bestanden in der Hauptsache aus Abgaben institutioneller Anleger, die Liquiditätsprobleme an ihren heimischen Märkten hatten oder es vorzogen, periphere Aktienbestände zu liquidieren – namentlich in Ländern, in denen erhebliche Wechselkursgewinne realisiert werden konnten. Meldungen deuten auf Verkäufe von US-Investmentfonds in London am Montag morgen vor Eröffnung des Handels in New York hin. Die Nettoverkäufe von ausländischen Aktien durch in den USA

Der Zusammenbruch breitet sich aus...

...zum Teil durch Verkäufe von Ausländern

Ansässige beliefen sich im Oktober auf US-\$ 2 Mrd., verglichen mit monatlichen Nettokäufen von durchschnittlich US-\$ 0,2 Mrd. von Januar bis September. In Großbritannien ansässige institutionelle Anleger gehörten ebenfalls aufgrund ihres starken Engagements in ausländischen Aktien zu den Hauptverkäufern.

Die Kurse der Anteile der wenigen Fonds, die in Südkorea und Taiwan für ausländische Anlagen offenstehen (die dortigen Märkte sind ansonsten Gebietsfremden verschlossen), gingen dem Vernehmen nach sehr viel stärker zurück als die inländischen Marktindizes. In Südkorea stieg sogar während der Crash-Woche – ganz anders als in Hongkong und Singapur – der Index der Aktienkurse. Ähnlich stellt sich die Situation in Japan dar. Die Ausländer hielten den Markt für überbewertet. Daraus erklärt sich vielleicht, daß sie im Oktober die

Der weltweite Börsenkrach					
Land	Veränderung während				
	der Woche vor dem Crash	des 19. Oktobers 1987	des 20. Oktobers 1987	des 21. Oktobers 1987	der Crash-Woche
Prozentveränderung von Börsenschluß zu Börsenschluß					
USA	- 9,1	-20,4	5,3	9,1	-12,2
Japan	- 0,2	- 5,3	-12,1	9,4	-12,0
Großbritannien	- 2,4	-10,1	-11,7	6,1	-23,0
Kanada	- 4,8	- 9,1	0,0	-0,4	-14,4
Deutschland (BR)	- 2,8	- 7,1	- 5,1	6,8	-11,7
Frankreich	- 8,3	- 4,7	- 5,8	5,4	- 9,2
Italien	- 1,0	- 5,7	- 4,4	3,7	-10,4
Schweiz	- 2,4	-10,8	- 4,6	5,7	-16,6
Niederlande	- 4,6	- 7,8	- 8,4	4,2	-15,0
Spanien	- 5,0	- 1,6	- 5,7	-1,7	-12,3
Belgien	- 4,9	-10,5	- 0,5	8,5	- 6,1
Australien	- 3,4	- 3,7	-25,0	1,2	-29,3
Hongkong*	- 2,6	- 2,3	geschlossen	geschlossen	geschlossen
Singapur	- 4,3	-12,1	-20,9	Feiertag	-30,8
Taiwan	-10,6	3,2	- 4,7	-4,5	-18,5
Südkorea	0,9	0,6	- 2,4	0,4	0,5

\* Als die Börse in Hongkong am 26. Oktober wieder öffnete, fiel der Kursindex gegenüber den letzten Schlußkursen um 33,3%.

Quellen: S. die Tabelle auf S. 95.

einzigsten Nettoverkäufer waren, und zwar mit einem Betrag von etwa Yen 2000 Mrd., also das Viereinhalbfache des monatlichen Durchschnittswerts von Januar bis September. Allein in der Woche des Crash wurden Verkäufe im Wert von mehr als Yen 1 000 Mrd. getätigt. Auf den Bedarf an Vorsichtskasse dürfte es teilweise zurückzuführen sein, daß Ausländer dem Vernehmen nach hohe Verkäufe in den Hartwährungsländern Deutschland, Niederlande und Schweiz tätigten, weil dort, anders als in Italien und sogar Großbritannien (zweiwöchiger Abrechnungszeitraum), die Clearing-Mechanismen wirksam und die Abrechnungszeiträume kurz sind. In Deutschland beliefen sich im Oktober die Aktienverkäufe von Ausländern auf DM 3,6 Mrd., verglichen mit durchschnittlichen monatlichen Nettokäufen im Betrag von DM 0,5 Mrd. in den neun Monaten davor.



Es kam weltweit zu einer Überlastung der Handelssysteme, und die relative Schwierigkeit, Geschäfte abzuwickeln, scheint die Verteilung der Verkäufe quer durch die Märkte teilweise bestimmt zu haben. Durch die Schließung der Hongkonger Börse sollen beträchtliche Aktienverkäufe nach Australien und Singapur umgeleitet worden sein. Das Anschwellen der Verkäufe war dort am geringsten, wo Sicherungsmechanismen – Preislimits und Aussetzung des Handels – von Bedeutung waren und rigoros eingesetzt wurden, beispielsweise in Japan, Frankreich und Spanien. Das andere Extrem waren dreifache Umsätze an einigen auktionemäßig ablaufenden Märkten – namentlich in Deutschland und den Niederlanden, wo es die Einstellung des Handels über längere Zeit oder Preislimits nicht gibt. Demgegenüber war der Volumensanstieg in Dealer-Märkten wie London oder der NASDAQ in den Vereinigten Staaten nicht besonders groß; dort war es schwierig, mit Marktmachern für Geschäftsabschlußzwecke telefonisch Kontakt aufzunehmen, und außerdem kam es wegen der raschen Kursänderungen zu einer Unterbrechung des elektronischen Handelssystems (NASDAQ).

Marktentwicklung beeinflusst durch Sicherungsmechanismen...

Aus den weltweit gemachten Erfahrungen läßt sich auch der Schluß ziehen, daß die Finanzterminmärkte in Krisenzeiten destabilisierenden Einfluß auf die Kassamärkte nehmen können – selbst bei fehlenden Programmhandels-techniken, die außerhalb der USA wenig in Gebrauch sind. Hongkong ist das einzige andere Land, in dem es einen gut entwickelten Markt für Aktienindex-Terminkontrakte gibt, wobei das Volumen dieses Marktes vor dem Börsenkrach etwa doppelt so hoch war wie das der zugrundeliegenden Aktien. Und eben dort erreichte die Krise systembedingte Ausmaße in Gestalt beispiellos hoher Verluste, die durch in hohem Maße kreditfinanzierte Positionen entstanden waren, welche die Gefahr allgemeiner Zahlungsunfähigkeit heraufbeschworen und zu einer längeren Schließung sowohl der Aktienbörse als auch der Futures-Märkte führte. In Großbritannien, Singapur (Nikkei-Tokio-Index) und Australien, wo die Finanzterminmärkte noch in den Anfängen stecken, waren die destabilisierenden Auswirkungen weniger bedeutsam und wohl auf den ungünstigen Einfluß beschränkt, der von dem oft beträchtlichen Diskont der Futures-Kontrakte auf die Erwartungen ausging.

... und durch die Existenz von Terminmärkten

Das Krisenmanagement durch Börsenaufsicht und Währungsbehörden variierte etwas von Land zu Land. Eine allen Währungsbehörden gemeinsame Politik war, dem Finanzsystem die notwendige Liquidität zur Verfügung zu stellen, um zu verhindern, daß vorübergehende Liquiditätsanspannungen eine Insolvenzwelle auslösen (s. Kapitel VI). Dieses Erfordernis war offenbar in Ländern ohne Universalbanksystem (wie z.B. den USA) und mit entwickelten Finanzterminmärkten (z.B. USA und Hongkong) akuter. In den meisten Ländern erhöhte die Börsenaufsicht die Deckungserfordernisse für Terminkontrakte, um die Märkte hinsichtlich des Kreditrisikos zu beruhigen. In Japan dagegen wurden, um die durch Einschüßforderungen ausgelösten Zwangsverkäufe niedrig zu halten, die Höhe der geforderten Einschüßzahlungen gekürzt und die Beleihungsgrenze bei Wertpapieren, die als Sicherungsinstrumente dienen, heraufgesetzt. Letztere Maßnahme scheint Teil eines umfassenderen Stützungsplans gewesen zu sein, in dessen Rahmen es zu einer Abstimmung zwischen dem Finanzministerium und den vier großen Wertpapierbanken kam. Durch solche

Krisenmanagement

Aktionen dürfte die Notwendigkeit direkter Liquiditätszuführung am Entstehungsort verringert worden sein.

### *Lehren und regulative Folgerungen*

Fünf Lehren aus dem Börsenkrach

Aus den während des Börsenkrachs im Oktober auf nationaler und internationaler Ebene gewonnenen Erfahrungen lassen sich eine Reihe von Lehren ziehen. Erstens sind die Vorteile, die man sich aus der internationalen Diversifizierung von Wertpapieranlagen erhofft hatte, wohl zu hoch veranschlagt worden. Der Prozeß der Internationalisierung der Aktienmärkte könnte das länderspezifische Element der Aktienbewertung reduziert haben; gleichzeitig kann in Extremsituationen ein Liquiditätsbedarf vor allem bei an mehreren Märkten operierenden Finanzinstitutionen zum Abstoßen von Aktien en bloc führen. Zweitens können die für hochgradig substituierbare Finanzinstrumente an den einzelnen Märkten bestehenden unterschiedlichen Handelstechniken und regulative und institutionelle Vorkehrungen in Krisenzeiten Erschütterungen auslösen. Sie können zu übersteigerten, unkontrollierbaren, spekulativ motivierten Kapitalströmen zwischen den Märkten führen, Preis- und/oder quantitative Signale verzerren, die Unterscheidung zwischen Liquiditäts- und Solvenzproblemen erschweren und ganz allgemein die Unsicherheit vergrößern und die Fähigkeit des Finanzsystems, auf schädliche Schocks zu reagieren, vermindern. Diese Probleme waren sowohl auf nationaler Ebene (z.B. bei der Interaktion zwischen Kassa- und Terminmärkten) als auch international erkennbar (z.B. bei dem hohen Volumen ausländischer Aktienverkäufe an mehreren Finanzplätzen und der Umleitung von Verkäufen als Folge der Schließung der Börse in Hongkong). Drittens kann die mögliche Konzentration der Handelsaktivitäten auf einen kleinen Kreis von Institutionen selbst auf einem so breiten Markt wie der New York Stock Exchange die für Marktmacher bestehenden Einrichtungen einer zu hohen Belastung aussetzen, die kurzfristige Variabilität erhöhen und die Preisbewegungen unverhältnismäßig beeinflussen. Viertens können weitverbreitete, mechanistisch gehandhabte Anlagestrategien, die auf eine fundamentale Bewertung der Aktien verzichten, zu einer Vergrößerung der Kursschwankungen beitragen. Die letzte Lehre des Börsenkrachs ist, daß Liquidität nur zum Teil eine auf den Marktvorkehrungen (z.B. Marktmachersystemen, Kommunikationseinrichtungen) beruhende Eigenschaft ist, da sie letztlich auf der Einschätzung des Wertes der Finanzanlagen gründet. Hier ist anzumerken, daß die starke Ausbreitung neuer, der Risikoüberwälzung dienender Finanzinstrumente dadurch, daß der Zusammenhang zwischen individuellem und systemimmanentem Risiko verschleiert wird, den Marktteilnehmern ein trügerisches Gefühl der Sicherheit vorgaukeln könnte.

Erhebliche Meinungsverschiedenheit bei Empfehlungen...

Einige Gemeinsamkeiten weisen die Berichte über den Börsenkrach vom Oktober in bezug auf dessen Ursachen auf. Sämtliche oben erörterten Bestimmungsgründe werden erwähnt, wenn auch mit stark unterschiedlicher Betonung. Sehr viel weniger Einigkeit stellt man hingegen bei den Reformempfehlungen fest. Die einzigen beiden Bereiche, über die man sich völlig einig ist, betreffen die Notwendigkeit, die Kapazität der Handelssysteme und die Kapitalausstattung der Marktmacher zu erhöhen. Darüber hinaus besteht ein



Konsens, daß es einer verstärkten Koordinierung von Clearing und Börsenaufsicht zwischen den Kassa- und den Finanzterminkmärkten bedürfe, aber kein Einvernehmen darüber, wie weit sie gehen soll oder wie sie verwirklicht werden kann. Sogenannte Sicherungen wie Preislimits und das Aussetzen des Handels haben widerstreitende Reaktionen ausgelöst. Einige Beobachter messen ihnen einen destabilisierenden Einfluß bei, da sie zu verstärkten Verkäufen vor Erreichen der maximal zulässigen Veränderung (Preislimits) führen können und Hedge-Geschäfte verhindern, wenn sie am meisten gebraucht werden (Preislimits und Handelsstopp). Andere ziehen sie dem unvermeidlichen Chaos vor, das durch unbegrenzte massive Umsätze in Krisenzeiten entsteht. Einig ist man sich, daß Änderungen, wenn überhaupt, dann marktübergreifend koordiniert werden sollten, und zwar auf nationaler und idealerweise auch auf internationaler Ebene. In diesem Sinne hat die Arbeitsgruppe des Präsidenten jüngst sehr weitgesteckte Kurslimits für Kassa- wie Futures-Märkte vorgeschlagen, bei deren Erreichen der Handel vorübergehend eingestellt werden soll. Außer in den Berichten der Commodity Futures Trading Commission, der Chicago Mercantile Exchange und der UK Stock Exchange wurde hier und da die Forderung laut, daß die Hebelwirkung bei Aktien und den davon abgeleiteten Instrumenten einander angeglichen werden sollte. Man war bemüht um „konsistente“ Deckungserfordernisse auf allen Märkten, die für die abgeleiteten Instrumente erhöht werden sollen; außerdem will man marktübergreifende Deckungserfordernisse einführen, die das Nettoengagement der Marktteilnehmer auf sämtlichen Märkten widerspiegeln. Es gibt jedoch kaum einen Konsens über die genaue Bedeutung des Begriffs „Konsistenz“ oder die Durchführbarkeit der Vorschläge, besonders was jene angeht, die sich auf die marktübergreifenden Deckungserfordernisse beziehen. Die sich in einem Versuchsstadium befindenden Bestrebungen Frankreichs, sie übergreifend auf den Futures- und Optionsmärkten zu verwirklichen, könnte ein sinnvoller Ansatzpunkt sein.

Was die neuen Handelsstrategien anbelangt, so reichen die Vorschläge betreffend die Indexarbitrage von einem absoluten Verbot in kritischen Situationen (NYSE) bis hin zur Verbesserung ihrer Effizienz (z.B. Brady Report und Bericht der UK Stock Exchange). Andererseits ist mit Blick auf die Depotabsicherung argumentiert worden, daß sie zwar zu den Oktoberereignissen anerkanntermaßen beigetragen hat, aber an den unterschiedlichsten Märkten und auf verschiedene Arten vorgenommen werden kann und deshalb nur indirekt durch Erhöhung der Durchführungskosten (etwa durch höhere Einschußzahlungen auf Terminkontrakte) weniger attraktiv gemacht werden kann.

Wegen des breiten Spektrums der Empfehlungen ist im gegenwärtigen Stadium nicht absehbar, welche Vorschläge letztlich angenommen werden. Auch hat sich dadurch die Gefahr vergrößert, daß die Börsen zueinander in Wettbewerb treten, indem ein Finanzplatz aus Beschränkungen, die einem mit ihm rivalisierenden Markt auferlegt werden, Kapital zu schlagen versucht. Ähnlich wie 1929 wird es wohl vom künftigen Verlauf der realwirtschaftlichen Entwicklung abhängen, wie groß die Notwendigkeit zu handeln eingeschätzt wird. Das Risiko, untätig zu bleiben oder unkoordiniert zu reagieren, sollte allerdings nicht unterschätzt werden.

... erhöhen die Gefahr falscher Reaktionen

Seit dem Börsenkrach haben die einzelnen Börsenaufsichtsinstanzen von sich aus eine Reihe von Maßnahmen getroffen. Einige Aktionen scheinen denn auch mit dem Resultat eines koordinierten Lösungskonzepts vereinbar zu sein; dazu zählen der Ausbau der Handelskapazitäten an der New York Stock Exchange und wohl auch die Verschärfung der Deckungserfordernisse an den Finanzterminmärkten. Andere vergrößern dagegen die zwischen den einzelnen Märkten bestehenden institutionellen und organisatorischen Unterschiede, so beispielsweise die Einführung von Preislimits am Futures-, aber nicht am Kassamarkt in den USA. Wiederum andere Maßnahmen scheinen an Symptomen zu kurieren, statt die eigentlichen Ursachen anzugehen, so die Einführung von Beschränkungen für die Indexarbitrage, ohne sich mit der Erwünschtheit der Angleichung der Marktmachermechanismen zwischen den Aktien- und den Futures-Märkten besonders zu befassen.

## Finanzmärkte und Finanzgeschäfte in einer turbulenten Zeit

### *Institutionen und Marktaktivitäten*

Die jüngsten Turbulenzen an den Devisen-, Anleihe- und Aktienmärkten haben vielen Marktteilnehmern, namentlich den Finanzinstituten im Wertpapiersektor, beträchtliche Verluste beschert. Das abrupte Ende der Zeit steigender Anleihekurse löste unter den Finanzinstituten den Beginn einer allgemeinen Konsolidierung aus. Die Aufgabe oder Einschränkung von Aktivitäten an zahlreichen Märkten beschleunigte sich dann mit dem Kollaps der Aktienmärkte. Dieser Rückzug fiel wahrscheinlich besonders kraß aus, weil ihm eine lange Periode rascher, durch haussierende Märkte und Deregulierung begünstigter Expansion auf den nationalen und internationalen Märkten vorausging. Diese Zeit hatte zu einem unerbittlichen Konkurrenzkampf, überhöhten Geschäftskosten, vielfach überschüssigen Kapazitäten und – in einigen Fällen – unzureichenden Risikoabsicherungsverfahren geführt. Ein Beispiel für diese Tendenzen war der Ansturm auf den Markt für britische Staatspapiere unmittelbar nach dem „Big Bang“, als sich die Zahl der Marktmacher zunächst von 5 auf 27 erhöht hatte – eine Zahl, die nach Meinung vieler langfristig nicht haltbar war.

Das Ausmaß der von Finanzinstituten bei Wertpapieren erlittenen Verluste hing davon ab, wie hoch ihr Engagement an den von Kursverlusten besonders hart betroffenen Märkten war. Investmentfonds erlitten die größten Portfolioverluste; zudem reduzierte sich im Gefolge der über den Markt gegangenen Schockwellen der Wert und mitunter das Volumen ihrer Verkäufe von Investmentanteilen enorm. Bedeutsamer war, daß Wertpapierbanken, besonders die in den USA und darunter jene, die zur Zeit des Crash besonders aktiv im Konsortialgeschäft, als Marktmacher für Aktien und in der Risikoarbitrage tätig waren, besonders hohe Verluste erlitten. Bei den Geschäftsbanken sollen die Wertpapierverluste in Ländern wie Deutschland, der Schweiz und Japan, wo die Banken große Aktienbestände halten, erheblich gewesen sein. Die unmittelbaren Auswirkungen hielten sich jedoch aufgrund der zuvor aufgelaufenen Buchgewinne in eher engen Grenzen. Darüber hinaus wurden die erlittenen Verluste in einigen Fällen zum Teil durch Kapitalgewinne bei Anleihen nach dem

Rückzug aus  
Finanzmarkt-  
aktivitäten

Verluste als  
Ergebnis von  
Markt-  
turbulenzen...



Börsenkrach vom Oktober und/oder Spekulationsgewinne auf den Anleihe- und Devisenmärkten aufgewogen. In Großbritannien, wo die Banken seit dem „Big Bang“ in das Wertpapiergeschäft eingestiegen sind, haben einige Institute schwere Verluste im Aktienkonsortialgeschäft und als Marktmacher erlitten. Demgegenüber waren die Banken in den USA dadurch abgesichert, daß ihre Wertpapierbestände keine Aktien enthalten.

Die im vergangenen Jahr während der Marktturbulenzen erlittenen Verluste schwächten die Finanzinstitute, besonders die Marktmacher unter ihnen. Zusammen mit jenen Verlusten, welche Endanleger hinnehmen mußten, und dem Umstand, daß sich die Marktteilnehmer der höheren Kursvolatilität bewußt wurden, hatten sie auf einer Reihe von Märkten eine deutliche Reduzierung der Tiefe, der Liquidität und der Umsätze zur Folge. Bis zum April sind die Aktivitäten auf einigen Märkten scheinbar zu einem vor den Turbulenzen bestehenden Niveau zurückgekehrt, aber selbst dann waren als Folge niedrigerer Kurse die Provisionseinnahmen oft deutlich geringer. Darüber hinaus bleibt abzuwarten, ob der vorherige Trend der Ertragssteigerungen wieder erreicht werden kann. Soweit dessen Fortsetzung die Geschäftsgrundlage für frühere anlage- und geschäftsstrategische Entscheidungen der Finanzinstitute abgab, könnte es zu einem weiteren Abbau im Finanzgewerbe kommen. Gleichzeitig könnte sich wegen der Notwendigkeit, zusätzliche Ertragsquellen in einem vergleichsweise ungünstigen Finanzklima zu erschließen, der Wettbewerb in einigen als profitabler eingeschätzten, risikoreichen Geschäftsbereichen verschärfen.

Die Erschütterungen an den Finanzmärkten hatten unterschiedliche Auswirkung auf die Handelsvolumen der Sekundärmärkte (s. untenstehende Tabelle). An den japanischen Anleihemärkten sind die Umsätze seit dem Kurseinbruch bei festverzinslichen Papieren vom Mai 1987 stark zurückgegangen. Andernorts schnellten die Umsätze auf dem Anleihemarkt im Monat des Börsenkrachs in die Höhe. In Großbritannien und in Deutschland erreichten sie im ersten Quartal 1988 wieder ähnliche Niveaus. Der Umsatz auf den amerika-

...hatten bisher unterschiedliche Auswirkungen auf die Aktivitäten

Anleihe- und Aktienmärkte

Umsätze an bedeutenden Wertpapiersekundärmärkten 1986–88								
Zeitraum	Anleihen <sup>1</sup>				Aktien <sup>2</sup>			
	USA	Japan	Großbritannien	Deutschland (BR)	USA	Japan	Großbritannien	Deutschland (BR)
Monatsdurchschnitte (1987 = 100)								
1986, Jahr	87	52	36	n.a.	75	75	52	n.a.
Januar–Mai 1987	108	151	102	101	97	122	93	89
Juni–September 1987	94	75	92	88	95	96	112	117
Oktober 1987	127	54	108	147	147	113	113	133
November/Dezember 1987	78	46	109	99	94	45	86	77
Januar–März 1988	92	60 <sup>3</sup>	107	156 <sup>4</sup>	95	91	72	105

<sup>1</sup> Wert der Umsätze in Staatspapieren in Landeswährung (bei Japan einschl. des Absatzes von Industriefinanzierungen). <sup>2</sup> USA, Japan und Großbritannien (nur Kundengeschäft); Zahl der gehandelten Aktien; Deutschland: Umsatzwert in Landeswährung deflationiert mit dem Aktienkursindex. <sup>3</sup> Nur Januar/Februar 1988. <sup>4</sup> Seit Anfang 1988 sind rund 5% der Zunahme gegenüber dem Niveau von 1987 der Neudefinition des Umsatzes zuzuschreiben.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder.

nischen Anleihemärkten war hingegen im November und Dezember erheblich niedriger, und die relative Schwäche hielt im ersten Vierteljahr 1988 an. An den Aktienbörsen herrschte in den beiden letzten Monaten des Jahres – nach einem vergleichsweise hohen Handelsvolumen im Oktober – eine gedrückte Stimmung. Gleichzeitig gab es Meldungen über Einschränkungen im Pakethandel in den USA und eine deutliche Verschlechterung bei den Indikatoren der Marktqualität in Großbritannien (beispielsweise der Spannen zwischen Geld- und Briefkurs sowie des Umfangs der Notierungen). Mit Ausnahme Großbritanniens (wo die Umsätze vor dem Börsenkrach wahrscheinlich durch den Kampf um Marktanteile aufgebläht waren) sind die Umsätze im Aktienhandel im ersten Quartal 1988 wieder auf ein Niveau nahe dem Durchschnittswert von 1987 gestiegen. Entsprechend ist auch die Volatilität der Aktienkurse (definiert als Häufigkeit großer, täglicher Kursveränderungen) auf einen Wert aus der Zeit vor dem Crash zurückgekehrt (s. umstehende Grafik). Dessen ungeachtet zeigen andere Maße für die Qualität eines Marktes sowohl in London als auch in den USA weiterhin labile Verhältnisse an.

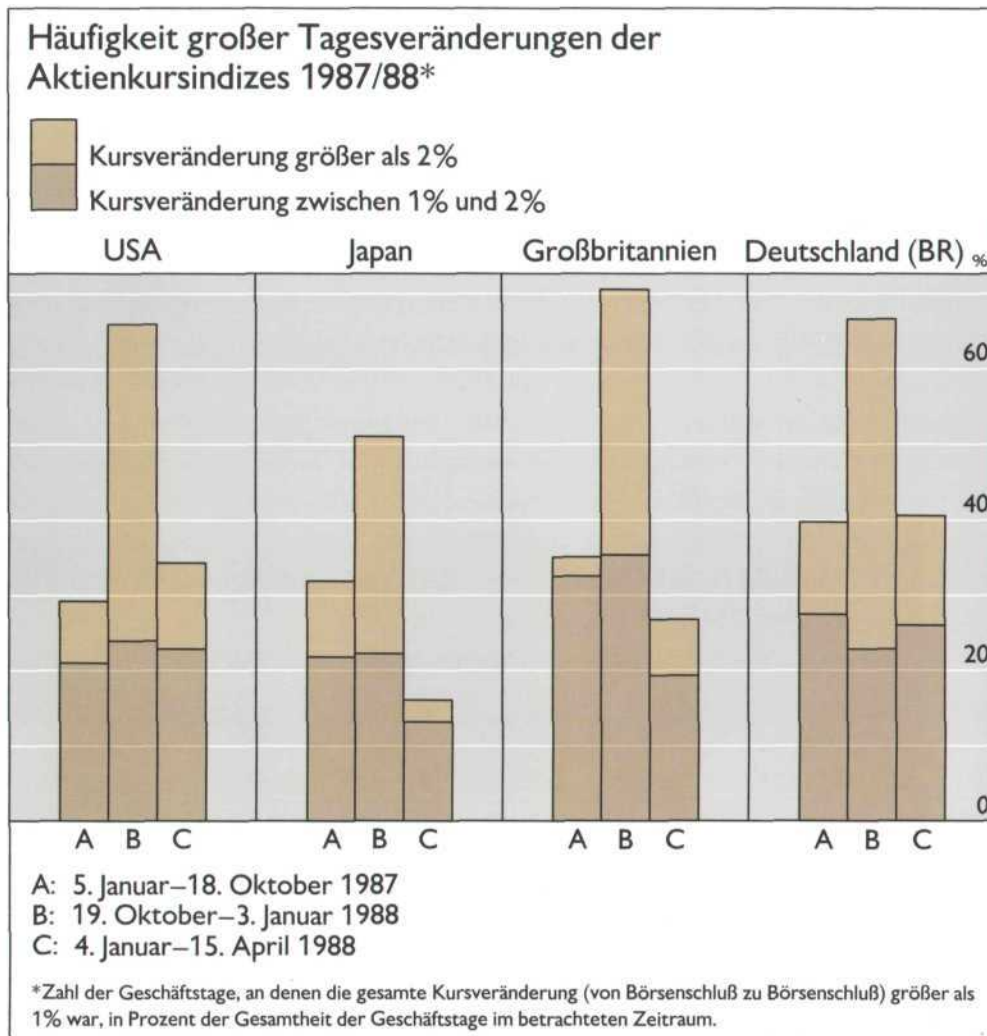
Abgeleitete  
Finanzierungs-  
instrumente

Die Aktivitäten auf den Märkten abgeleiteter Finanzinstrumente scheinen seit den Börsenschöcks ganz im Gegensatz zur vorherigen Expansion auf einem relativ gedrückten Niveau zu stagnieren. Anzeichen für eine auf Dauer geringere Geschäftstätigkeit sind freilich nur bei Aktienindex-Terminkontrakten und Aktienindexoptionen an den jeweiligen Märkten in den USA und in Hongkong erkennbar. Im Falle der USA ist das Umsatzvolumen bei bedeutenden Beispielen dieser Instrumente im ersten Quartal 1988 auf etwa die Hälfte desjenigen vom September geschrumpft, während in Hongkong der Handel mit Futures um nicht weniger als 98% gefallen ist. In diesem deutlichen Rückgang der Marktaktivitäten spiegeln sich die schweren Verluste von Hedgern und Spekulanten an allen Märkten während des Börsenkrachs vom Oktober, die darauffolgende Anhebung der Deckungserfordernisse und – in den USA – der geringere Einsatz des Programmhandels besonders zur Absicherung von Wertpapierdepots. Die Unzufriedenheit mit der Funktionsfähigkeit der Märkte der derivativen Finanzinstrumente, gemessen an den während der Börsenhausse gehegten Erwartungen, bezog sich besonders auf Aktienoptionen, als man nämlich erkannte, daß einige der den Markt stützenden Endverkäufer von Optionen die mit diesen Geschäften verbundenen Risiken nicht richtig eingeschätzt hatten.

Kapitalmarkt-  
wirksame Neu-  
ordnungen von  
Unternehmen  
steigen stark

Ein Marktbereich, auf den die Turbulenzen an den Aktienmärkten überraschenderweise nur für kurze Zeit einen dämpfenden Einfluß hatten, betrifft die Aktivitäten im Zusammenhang mit der Neuordnung der Eigentumsverhältnisse bei Kapitalgesellschaften, darunter auch Transaktionen mit hoher Fremdfinanzierung. Nach einer kurzen Flauteperiode im November und Dezember kam es zu einer erneuten Welle von Fusionen und Unternehmensübernahmen. In den USA wurden im Januar und Februar Transaktionen dieser Art im Wert von über US-\$ 70 Mrd. bekannt, verglichen mit weniger als US-\$ 50 Mrd. im selben Zeitraum des Jahres 1987. Diese Geschäftsbelebung ist teilweise auf das vergleichsweise attraktive Niveau der Aktienkurse zurückzuführen, wie das Timing „unfreundlicher“ Übernahmeveruche auf dem europäischen Kontinent und namentlich in Belgien und Frankreich zeigt, wo solche Aktionen zuvor selten





waren. Vor allem aber wurde sie durch reichlich verfügbare und kostengünstige Finanzierungen gefördert. Die Anleger scheinen auf den Markt für hochverzinsliche Schuldverschreibungen geringer Bonität (junk bonds) zurückgekehrt zu sein. Die Renditenspanne zwischen „junk bonds“ und Schatzanleihen weitete sich unmittelbar nach dem Börsenkrach stark aus, hat sich aber seither offensichtlich zurückgebildet auf etwa die Werte von Anfang 1987. Wertpapierhäuser und Banken haben ein reichliches Angebot an Überbrückungsfinanzierungen zur Verfügung gestellt, da sie sich hohe Erträge von diesen Transaktionen versprechen und unter dem Zwang stehen, ihre Gewinne zu steigern. Das zunehmende Engagement auf diesem Gebiet könnte angesichts der damit verbundenen hohen Risiken bedenklich werden.

### Finanzierungsströme und Verschuldung

In den meisten Ländern war die Entwicklung der Emissionstätigkeit am Aktienmarkt ein Spiegelbild der Wechselfälle an den Börsen: Zunahme während der Phase steigender Kurse und drastischer Rückgang seit dem Kurseinbruch vom Oktober infolge des eindeutig weniger interessanten Kursniveaus und/oder im

Aktienemissionen spiegeln Aktienkursbewegungen wider

Bewußtsein weniger ergiebiger Märkte. Zudem wurden in einigen Ländern, namentlich in Frankreich und Deutschland, Privatisierungspläne auf einen späteren Zeitpunkt verschoben. Die große Ausnahme in diesem Gesamtbild waren die Vereinigten Staaten, wo im Verlauf der ersten neun Monate eine bescheidene Zunahme der Bruttoemission von Aktien durch eine Fortsetzung des vorherigen Trends des Rückkaufs von Aktien im Zusammenhang mit Leveraged Buy-Outs überdeckt wurde.

Trend zur Ver-  
briefung der  
Kreditbeziehun-  
gen setzt sich fort

Im Gegensatz zu der markanten Verlagerung des Schwerpunktes von der Anleihefinanzierung zum Bankkredit an den internationalen Finanzmärkten (s. Kapitel V), hat sich offenbar der säkulare Trend zur Verbriefung der Kreditbeziehungen an den inländischen Märkten im letzten Jahr fortgesetzt. In den Vereinigten Staaten erhöhte sich 1987 der Anteil der Anleihebehebungen an der gesamten Außenfinanzierung des Unternehmenssektors weiter. Überdies, darauf wurde bereits hingewiesen, scheint sich sogar im Marktsegment der risikoreichen und qualitätsarmen „junk bonds“ eine überraschend schnelle Erholung von den Marktturbulenzen eingestellt zu haben. Japanische Unternehmen waren andererseits besonders aktive Emittenten von aktienbezogenen Schuldverschreibungen, wenngleich das Finanzierungsvolumen nach den Erfahrungen vom Oktober vorübergehend stark schrumpfte. Darüber hinaus gab die Eröffnung des japanischen Commercial-paper-Marktes im November 1987 dem Verbriefungstrend weiteren Auftrieb.

Risiken über-  
mäßiger Ver-  
schuldung dürfte  
zugenommen  
haben

Im letztjährigen Jahresbericht wurde auf die Risiken hingewiesen, welche die relativ starke Zunahme der Verschuldung in mehreren großen Industrieländern birgt. Besonders der Anstieg der Verschuldung des privaten Sektors in Relation zum Einkommen bedingt normalerweise eine stärkere Verwundbarkeit gegenüber ungünstigen Veränderungen des Cash flows und der Preise von Finanzaktiva, wenn sie nicht von einem die höhere Verschuldung kompensierenden Anstieg des Werts und der Liquidität von Bilanzaktiva begleitet ist. Diese Verwundbarkeit nimmt tendenziell zu, wenn der Anstieg der privaten Verschuldungsquote mit einem Anstieg der staatlichen einhergeht. Per saldo scheint 1987 das mit der Schuldenakkumulierung einhergehende Risiko infolge des Zusammenwirkens von Verschuldungstrends und sinkenden Aktienkursen größer geworden zu sein.

Was den Verschuldungsgrad des öffentlichen Sektors anbelangt, so hat sich seit 1986 keine bedeutsame Veränderung ergeben. Die Relation fiel in Großbritannien und Frankreich weiter, blieb in Deutschland und Kanada stabil und stieg in den USA und in Italien weiter an. Für Japan lassen vorläufige Zahlen vermuten, daß die Quote gesunken ist. Ähnlich wie beim öffentlichen Sektor war bei der Verschuldung/Einkommen-Relation des privaten Sektors kaum ein Rückgang festzustellen; vielfach stieg sie von einem relativ hohen Niveau aus noch weiter an, namentlich im Unternehmenssektor in den USA. Einige Bedenken wurden wegen der besonders starken Zunahme der Kreditvergabe an die privaten Haushalte in Großbritannien für den Erwerb von Wohnungseigentum und Konsumzwecke geäußert. Auch in Kanada, Italien und Japan expandierten die Privatkredite beträchtlich. Sorgen wurden auch laut über die offensichtliche Verwendung von Krediten zur Finanzierung spekulativer Geschäfte besonders mit Aktien und Grundstücken. Besonders starke



Bedenken gab es in Japan, was zum Eingreifen der Zentralbank und des Finanzministeriums führte, die an die Finanzinstitute appellierten, keine Kredite für Bodenspekulationen zu geben.

Vor diesem Hintergrund kommt dem seit dem Börsenkrach reduzierten Wert der Aktien (außer im Falle Japans) besondere Bedeutung zu. Der Kursverfall bei Aktien hat für die privaten Haushalte und die Unternehmen eine Verschlechterung der Bilanzrelationen nach sich gezogen, auch wenn die Auswirkungen in einer Reihe von Ländern, darunter die USA und Großbritannien, durch den substantiellen vorherigen Kursanstieg abgemildert wurden. Für die Wirtschaftssubjekte, die Aktien besitzen, hat er eine Schwächung ihrer Fähigkeit gebracht, eine Verringerung des Cash flows durch Veräußerung von Vermögenswerten zu finanzieren – ein Problem, das durch die zunehmend empfundene Volatilität und Illiquidität der Aktienmärkte verschärft wird. Das Problem könnte im Fall der mit hohem Fremdmiteinsatz getätigten Neuordnung der Eigentumsverhältnisse bei Kapitalgesellschaften besonders akut sein.

## Regulierungen im Finanzsektor: Trends des vergangenen Jahres und Implikationen

### *Liberalisierung der Finanzmärkte*

Die Deregulierung und Neuordnung finanzieller Aktivitäten hielt in allen größeren Ländern an. Beschränkungen in Gestalt von Zinsplafonds, Kapitalverkehrskontrollen und das Verbot einzelner Finanzinstrumente bestehen nur noch in einigen wenigen großen Ländern, und ihre Bedeutung ist im letzten Jahr geringer geworden. In Japan wurde der Mindestnennbetrag von Bankeinlagen mit marktnaher Verzinsung auf Yen 10 Mio. (etwa US-\$ 80 000) herabgesetzt. Darüber hinaus hob Japan mit Wirkung vom 1. April 1988 die Steuerfreiheit bei Sparkonten (sog. „Maruyu“-System) auf, wodurch die den privaten Haushalten zugänglichen Anlagealternativen auf vergleichbarere Grundlagen gestellt wurden. Italien ist nach der Verabschiedung neuer Gesetze im November letzten Jahres dabei, seine für den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr geltenden Beschränkungen zu lockern. Frankreich schloß zu Beginn des Jahres 1987 den Abbau seiner quantitativen Kreditkontrollen ab. In Deutschland wurde die Meldefrist für die Begebung von Euro-DM-Anleihen von zwei Wochen auf zwei Tage gekürzt.

Im vergangenen Jahr wurden mehrere neue Finanzmärkte eröffnet und bestehende ausgebaut. Im November eröffnete Japan einen Markt für Commercial papers. Bezeichnenderweise wurde sowohl den Kreditbanken als auch den Wertpapierbanken das Konsortialgeschäft in Commercial papers gestattet. Am Finanzterminmarkt in Großbritannien wurde der Handel mit Kontrakten auf japanische Staatsanleihen aufgenommen. In der Schweiz hat kürzlich eine Termin- und Optionsbörse ihre Tätigkeit begonnen; an der Finanzterminbörse in Frankreich wurden neue Kontrakte eingeführt.

Zum Teil als Folge dieser Trends verfügt Deutschland, ein Land, das früh die Finanzmärkte liberalisiert hat, bemerkenswerterweise nur über eine verhältnismäßig kleine Palette kurzfristiger Finanzinstrumente. So ist Deutsch-

Liberalisierung  
der Finanzmärkte  
setzt sich fort.

land das einzige unter den sieben größten Industrieländern, das keine Geldmarktfonds und – zusammen mit Italien – keine aktiven Märkte für Commercial paper oder Finanzterminkontrakte hat. Zwar sind Commercial paper und Finanzterminkontrakte in Deutschland nicht verboten, doch sind erstere wegen der bestehenden Börsenumsatzsteuer nicht konkurrenzfähig, und Futures-Kontrakte sind wegen ihres Glücksspielstatus nicht einklagbar. Dies wird sich in Zukunft jedoch möglicherweise ändern, da Maßnahmen vom Gesetzgeber ins Auge gefaßt worden sind, ab 1989 sowohl Termin- und Optionsmärkte als auch Geldmarktfonds zuzulassen.

Mit der Beseitigung der direkten Kontrollen über Finanzaktivitäten hat sich die Aufmerksamkeit nunmehr vermehrt anderen Hindernissen zugewandt, namentlich den Einschränkungen, die die Tätigkeit der Finanzunternehmen betreffen. Diese Restriktionen, die viele der großen Länder bereits etwas gelockert haben, werden zunehmend als wettbewerbsbehindernd angesehen, zumal sie die im Finanzsektor tätigen Unternehmen davon abhalten, ertragssteigernde, komplementäre Tätigkeiten aufzunehmen. In einigen Ländern kommt dieser Prozeß jedoch nur langsam in Gang.

Japan beispielsweise hat sich erst kürzlich den zahlreichen Regulierungen zugewandt, die jene Aktivitäten definieren, die den verschiedenen Finanzgesellschaften erlaubt sind. Die Trennungslinie zwischen Kredit- und Wertpapiergeschäft verwischte sich ein wenig, als es Banken in Japan erlaubt wurde, das Underwriting mit Commercial paper zu betreiben. Stadt- und Regionalbanken, denen es lange Zeit untersagt war, sich zu Laufzeiten von mehr als zwei bis drei Jahren zu refinanzieren, dürfen seit Jahresende 1987 längerfristige, in Eigenkapital umwandelbare Schuldverschreibungen emittieren – ein Schritt, der die Aufnahme zusätzlichen Eigenkapitals zur Erfüllung neuer internationaler Standards erleichtern wird. Zu einem späteren Zeitpunkt in diesem Jahr wird es den Sparkassen (Sogo Banks) möglich sein, sich in Commercial Banks umzuwandeln. Bisher ist jedoch noch kein Zeitplan für die Aufhebung vieler anderer Beschränkungen des Bankgeschäfts wie der Laufzeitenbegrenzung für die Aufnahme und Vergabe von Krediten und des Ausschlusses der meisten Kreditbanken vom Treuhandgeschäft aufgestellt worden. Über einen breiteren Zugang der Banken zum Wertpapiergeschäft muß noch beraten werden, wobei wahrscheinlich entsprechende Entscheidungen in den USA abgewartet werden.

In den Vereinigten Staaten wurden zwar im letzten Jahr kleine Schritte unternommen, die Barrieren zwischen dem Bankkreditgeschäft und den anderen Finanzaktivitäten zu senken, doch sind die Chancen für wirklich umfassende Reformen ungewiß. Die Bankenaufsichtsbehörden gestatteten einigen Kreditbanken in begrenztem Umfang das Underwriting von Commercial paper, von Anleihen, die durch eigene Aktiva oder Grundpfandrechte auf Wohnbauten abgesichert sind, und von einem breiteren Spektrum kommunaler Schuldverschreibungen. Das Inkrafttreten dieser neuen Befugnisse wurde jedoch durch ein Moratorium des Kongresses bis zum 1. März 1988 ausgesetzt; in der Folge agierten die Banken aufgrund der Unsicherheiten über mögliche gesetzgeberische Entscheidungen sehr vorsichtig.

Die derzeit im Kongreß beratenen Gesetzesentwürfe sehen eine Lockerung der im Glass/Steagall-Gesetz festgehaltenen strengen Trennung zwischen



Kredit- und Wertpapiergeschäft vor. Der Federal Reserve Board und andere bankaufsichtliche Gremien haben eine Aufhebung des Gesetzes unter der Bedingung befürwortet, daß angemessene bankaufsichtliche Kontrollen in Kraft sind. Die meisten erwogenen Vorschläge laufen indes nicht auf eine völlige Aufhebung hinaus; die Erlaubnis für Kreditbanken, das Aktienemissionsgeschäft zu betreiben, kann verweigert oder aufgeschoben werden, und nach einem Gesetzentwurf würden neue Ermächtigungen zum Underwriting auf Bereiche beschränkt bleiben, für die die Bankenaufsicht bereits ihre Zustimmung erteilt hat.

In Kanada und vielen europäischen Ländern wurden die zwischen den einzelnen Finanzunternehmen bestehenden Schranken weiter gesenkt. Durch den „Little Bang“ in Kanada wurden zahlreiche Abgrenzungen zwischen Banken, Wertpapierhäusern, Treuhandgesellschaften und Versicherungsinstituten aufgehoben. Jedes Unternehmen, finanzielle und nichtfinanzielle, dürfen nunmehr das Wertpapiergeschäft betreiben; am Jahresende 1987 hatten sich bereits fünf Großbanken in Kanada mit Wertpapierhäusern zusammengetan. Im Februar des vergangenen Jahres ermächtigten die italienischen Behörden die Banken zur Gründung von Töchtern für das Merchant Banking. In Großbritannien hatte der „Big Bang“ von 1986 bereits die Türen zum Finanzgewerbe durch die Aufhebung der Unterscheidung zwischen Aktienmaklern und Marktmakehern und die Erlaubnis für Kreditbanken, den Aktienhandel zu betreiben, weit geöffnet. Frankreich hat mehrere Großbanken und Finanzgesellschaften privatisiert und dadurch die Rolle des Staates im Finanzgewerbe deutlich reduziert. Deutschland ermächtigte japanische Banken und Investmenthäuser, die Konsortialführung bei Emissionen von DM-Euroanleihen zu übernehmen. Im Januar dieses Jahres legte die EG-Kommission Vorschläge zur Schaffung eines einheitlichen europäischen Finanzraums vor, die 1990 in die Tat umgesetzt werden sollen. Mit diesen Vorschlägen würden die meisten räumlichen Beschränkungen für Bankgeschäfte in der EG aufgehoben und die Harmonisierung der nationalen Bankgesetze erleichtert.

### *Bankenaufsicht*

Die möglichen Gefahren einer Ausweitung der Befugnisse der Finanzinstitute und -märkte waren schon seit langem ein Diskussionsthema und immer mehr auch Anlaß für den Ausbau der bankaufsichtlichen Kontrollen. Ein überaus deutliches Zeichen dieses Ausbaus war der Beschluß der Zentralbanken und Bankenaufsichtsbehörden der führenden Industrieländer, einen gemeinsamen, risikogewichteten Standard für die Eigenkapitalausstattung international tätiger Banken vorzuschlagen. Der Vorschlag wurde vom Basler Ausschuß für Bankenbestimmungen und -überwachung („Cooke Committee“) ausgearbeitet und betrat in zweierlei Hinsicht Neuland. Erstens wurde eine gemeinsame Definition der Eigenmittel vorgeschlagen; sie räumt dem Aktienkapital Vorrang ein. Zweitens wurden für viele der betroffenen Länder die Eigenkapitalanforderungen an die Banken erstmals ausdrücklich mit der Bewertung des Risikos ihrer Portefeuilles einschließlich der außerbilanzlichen Engagements verknüpft. Den Vorschlägen zufolge sollen die international tätigen Banken bis 1992 mit Eigenmitteln von

Verstärkte  
Bankenaufsicht

mindestens 8% der nach ihrem Risikogehalt gewichteten Aktiva ausgestattet sein; mindestens 4% davon sollen aus Aktienkapital bestehen, wodurch ein bedeutsamer Einlegerschutz gegeben wäre.

Die Vorschläge sind derzeit Gegenstand von Beratungen und Stellungnahmen. Ihre endgültige Annahme ist für den Sommer dieses Jahres vorgesehen. Wie immer auch die endgültige Einigung aussehen wird, die bankaufsichtlichen Mindestanforderungen sollten so weit angehoben werden, daß in mehreren Ländern die Banken genötigt sind, entweder ihre Eigenmittel aufzustocken oder ihre Kreditvergabe zu bremsen, um die vorgeschlagenen Normen einhalten zu können. Gleichermäßen bedeutsam aus höherer Warte ist, daß sich die Bankenaufsichtsbehörden von zwölf Ländern mit unterschiedlichen Bankensystemen im Grundsatz über einheitliche Standards einigen konnten und damit ein Beispiel gaben für künftige kooperative Bemühungen bankaufsichtlicher Organe.

Der Vorschlag des Cooke-Ausschusses ist auch insofern bemerkenswert, als er sich in den allgemeinen Trend zu schärferer bankaufsichtlicher Kontrolle der Finanzmärkte und -institute einfügt. Die meisten der sieben großen Länder haben kürzlich die Eigenkapitalanforderungen für Banken verschärft oder eine solche Verschärfung vorgeschlagen. Kanada hat die Banken- und die Versicherungsaufsicht einer einzigen Behörde unterstellt. Großbritannien hat für seinen Finanzdienstleistungssektor Selbstkontrolle ausübende Gremien eingeführt, und zwar auch für die vorher kaum regulierten Märkte für internationale Anleihen. Die Vorschriften zur finanziellen Offenlegung sind in Frankreich ausgebaut worden, und in Großbritannien, Japan, Deutschland, Frankreich und der Schweiz sollen die Strafbestimmungen für Insider-Geschäfte verschärft werden oder sind es bereits.

Diese Maßnahmen mögen zwar von früheren Liberalisierungstendenzen etwas abweichen, können aber in keiner Weise als „Re-Regulierung“ eingestuft werden. Vielmehr bringen freiere Märkte für die Geschäftsleitung von Finanzinstituten eine stärkere Verpflichtung zu vorsichtigem Geschäftsgebahren mit sich, wobei die Marktkräfte selbst Grenzen setzen und Aufsicht ausüben. Müssen beispielsweise die Banken ihre Eigenkapitalquote erhöhen, so sollte dies die Kapitalgeber – Aktionäre und Kreditgeber ohne Sicherheiten – veranlassen, die Geschäftsführung der Banken genauer zu prüfen. Die weltweite Integration der Finanzmärkte kann sich jedoch als Hemmnis für Initiativen der Aufsichtsbehörden erweisen und die Notwendigkeit eines weltweiten Forums für Beratung und Zusammenarbeit nationaler Aufsichtsbehörden aufzeigen. Bisher existieren nur Teilforen wie der Cooke-Ausschuß für die Bankenaufsichtsbehörden und bilaterale Kontakte zwischen den Börsenaufsichten verschiedener Länder.

Größere internationale Kooperation vonnöten

### *Schlußfolgerungen*

Auf den letzten Seiten wurden zwei Entwicklungstendenzen der Finanzmarktregulierung summarisch beschrieben: die Verschiebung des Schwergewichts der Liberalisierung hin zu einer Erweiterung der erlaubten Tätigkeiten von Finanzinstituten und der Ausbau der Bankenaufsicht. Diese beiden Trends sind zwangsläufig miteinander verknüpft, denn die Überwachung tritt an die Stelle direkter Restriktionen. Zugleich kann man bereits jetzt Bereiche ausmachen, in



denen sich Reibungsflächen zwischen der weiteren Liberalisierung und der Aufrechterhaltung bankaufsichtlicher Mindeststandards herausgebildet haben.

Differenzen können beispielsweise entstehen im Zusammenhang mit Entscheidungen, welche Finanzaktivitäten für ein bestimmtes Unternehmen das optimale Mischungsverhältnis darstellen. Die Aufsichtsbehörden haben lange Zeit die Abgrenzung oder Abschirmung bestimmter Tätigkeitsfelder als notwendig angesehen. Ein Grund hierfür ist, daß es möglicherweise des Schutzes vor einem gemeinsamen Verlustrisiko bei miteinander verknüpften Aktivitäten bedarf; ein anderer ist, daß es streng abgegrenzte Kompetenzen geben sollte, um Interessenkonflikten vorzubeugen. Die Bemühungen um die Beibehaltung dieser Schranken könnten freilich mit Maßnahmen in Konflikt treten, die es Finanzgesellschaften erlauben, sich in einem breiteren Spektrum von Aktivitäten profitabel zu engagieren. Mit den zuletzt genannten Schritten ist beabsichtigt, durch Stimulierung zusätzlicher Kapitalanlagen die Effizienz und den Wettbewerb zu steigern sowie weitere Ziele der Bankenaufsicht zu fördern.

Das Problem besteht natürlich darin, einen Mittelweg zwischen diesen beiden Zielen – Beibehaltung bankaufsichtlicher Beschränkungen und Erweiterung der Geschäftsbefugnisse von Finanzinstituten – zu beschreiten. Um die Erweiterung der geschäftlichen Möglichkeiten nutzen zu können, muß ihre Zusammenlegung in einem Finanzinstitut ökonomische Vorteile bringen und relativ frei von Regulierungen sein. Synergieeffekte – der ökonomische Nutzen aus der Zusammenfassung unterschiedlicher Aktivitäten – von Kreditgeschäften und Wertpapier-Underwriting oder Finanzgeschäften und Handel hängen von operationellen Verbindungen zwischen diesen Aktivitäten ab, wie das gemeinsame Nutzen von Ressourcen oder Kundenlisten, gemeinsames Marketing oder die Koordinierung von Anlage- und spekulativen Positionen zum Ausgleich der Risiken. Diese Verknüpfungen sind ihrem Wesen nach aber auch solche, welche die Aufsichtsbehörden begrenzen möchten, um ein Übergreifen von Verlusten oder Interessenkonflikte zu vermeiden. Veranschaulicht wird dieses Dilemma durch die Debatte in den USA über die Reform des Glass/Steagall-Gesetzes. Dort wird aufgrund von Risikoerwägungen vorgeschlagen, daß ein Zusammenlegen von Kredit- und Wertpapiergeschäften nur im Rahmen einer Holding-Konstruktion zulässig sein sollte und daß Transaktionen zwischen der Kreditbank und der Wertpapierschwesterbank Regulierungen unterworfen sein sollten. Diese Regulierungen sind in einigen Punkten strenger gefaßt als jene, die für Transaktionen zwischen nicht miteinander verbundenen Instituten gelten, was Zweifel aufkommen läßt, ob sich eine solche Zusammenlegung überhaupt lohnt.

Die Verschärfung des Wettbewerbs als Folge niedrigerer Barrieren ist ein weiterer erhoffter Vorteil, der aber die Aufsichtsbehörden in ein Dilemma stürzen könnte. Zahlreiche Beschränkungen, die in der Vergangenheit die Finanzinstitute vor Konkurrenz abgeschirmt haben, wurden oder werden voraussichtlich aufgehoben. Damit nimmt der Konkurrenzdruck zu, da sich die Zahl der Geschäftssparten, in denen Finanzgesellschaften tätig sein können, erhöht. Zwar weist der Wettbewerb eindeutig positive Aspekte auf, nämlich eine erhöhte Effizienz der Kapitalallokation und des Angebots finanzieller

Bankaufsichtliche Kontrollmechanismen können die Rentabilität neuer Geschäftsbereiche begrenzen

Wettbewerb kann größeren Druck auf schwächere Institute ausüben

Dienstleistungen, doch stellt ein verschärfter Wettbewerb naturgemäß höhere Anforderungen an das Unternehmen. Gleichzeitig sind die Banken gehalten, ihre Eigenkapitalquote zu erhöhen. Da Expansion eine Tätigkeit ist, die Kapital in Beschlag nimmt, stellt dies ein großes Hindernis für die Aufnahme neuer Aktivitäten dar.

Diese Anspannungen könnten die zwischen schwachen und starken Banken bestehende Kluft noch vergrößern. In weltweitem Rahmen haben bekannte Rating Agencies unterschieden zwischen den Banken in Kanada und den großen europäischen Ländern, die gewöhnlich über hohe Eigenmittel und große, gesicherte inländische Marktanteile verfügen, und Finanzinstituten in Japan, deren Eigenkapital niedrig ist und denen die Deregulierung Anpassungsprobleme beschert hat; in den USA, wo das Engagement in Krediten an die dritte Welt vergleichsweise hoch ist, haben viele große Geschäftsbanken eine schwache Kapitalbasis, und der Wettbewerb ist enorm. Innerhalb der Vereinigten Staaten besteht ebenfalls eine sich vergrößernde Kluft zwischen einigen expandierenden Regionalbanken, die geringe problematische Aktivposten aufweisen und in ihrem angestammten Markt stark präsent sind, und den großen Geschäftsbanken.

Liegen solche Disparitäten vor, so kann der Wettbewerb die Aufsichtsbehörden in ihrem Bemühen behindern, die aufsichtsrechtlichen Mindestanforderungen heraufzusetzen. Verstärkter Wettbewerb vergrößert möglicherweise die schon bestehenden Schwierigkeiten im Bankgeschäft, die in einigen Fällen bereits Anlaß zu regulativer Hilfestellung gaben. Offizieller Beistand für ein schwaches Finanzinstitut mag aber wiederum das Problem des „moral hazard“ hervorrufen – nämlich die Tendenz des übrigen Finanzsektors, sich vor dem Hintergrund einer Gewährung eines Versicherungsschutzes oder anderer staatlicher Garantien zu größeren Risiken ermuntert zu fühlen. Darüber hinaus hängt die Stabilität des Bankensystems aufgrund der Größenordnung des Interbankengagements in den meisten Ländern und wegen der Anfälligkeit der Banken gegenüber einem Vertrauensverlust in der Öffentlichkeit unverhältnismäßig stark vom schwächsten Institut ab.

Dieses Dilemma wurde in diesem Frühjahr in den USA deutlich, als sowohl eine große Kreditbank als auch eine bedeutende Sparkasse des öffentlichen Beistands bedurfte. Da Insolvenz und nicht so sehr Illiquidität das Problem war, konnte Kredit von der Zentralbank keine vollständige Lösung sein. Die Größe dieser Institute und der Umfang ihrer Transaktionen mit den übrigen Mitgliedern des Finanzsystems stellten eine klare Bedrohung des gesamten Systems für den Fall eines Konkurses dar. Die staatlichen Einlagensicherungsinstitute, welche die Einlagen beider Banken abdeckten, gerieten selbst in Bedrängnis, denn der Konkurs eines der beiden Institute hätte hohe potentielle Verpflichtungen für den jeweils zuständigen Einlagensicherungsfonds nach sich gezogen. Am Ende wurden sämtliche Verbindlichkeiten beider Institute staatlich garantiert, und zwar über die versicherte Höchstgrenze hinaus.

Mit der Fortsetzung der Liberalisierung finanzieller Regulative, wodurch die zwischen den verschiedenen Finanzbereichen bestehenden Eingrenzungen weiter abgetragen werden, dürfte sich das Spannungsfeld zwischen Wettbewerb und Rentabilität einerseits und bankaufsichtlichen Mindestanforderungen



andererseits weiter vergrößern. Gewiß ist es verfrüht zu behaupten, die Liberalisierung sei bereits so weit gegangen, wie es unter Wahrung der Sicherheitsstandards und der Solidität des Finanzsystems zulässig war. Es stimmt aber auch nicht, daß Liberalisierung stets in Konflikt zur Stabilität steht; die Beseitigung von Hemmnissen kann Finanzinstituten zusätzliche Stabilität verleihen, da es ihnen ermöglicht wird, zu diversifizieren und Risiken abzusichern. Gleichwohl setzen bankaufsichtliche Risikoüberlegungen der Liberalisierung Grenzen; diese Grenzen haben in der öffentlichen Debatte zunehmend an Gewicht gewonnen, und ihre Bedeutung kann in der Zukunft nur noch wachsen.

## V. Internationale Finanzmärkte

### Schwerpunkte

1987 mußten die internationalen Finanzmärkte in einem zunehmend schwieriger werdenden Umfeld operieren, das durch rasche Änderungen der Marktsituation und ausgeprägte Zins- und Wechselkursunsicherheiten charakterisiert war. Dank der sehr regen Geschäftstätigkeit in der ersten Jahreshälfte setzte sich nichtsdestoweniger die Ausweitung der neu über die internationalen Finanzmärkte geleiteten Mittel fort. Bereinigt um Wechselkurseffekte, Doppelzählungen und Überschneidungen zwischen einzelnen Marktbereichen dürfte das Marktvolumen um geschätzte \$ 315 Mrd. oder 12% gewachsen sein, also viel mehr als 1986 und 1985, als die Expansion \$ 245 bzw. 175 Mrd. betragen hatte. Allerdings war das Wachstum der neuen Ausleihungen anders als in den Vorjahren nicht mehr über alle Marktsektoren verteilt: Die Vergabe internationaler Bankkredite verstärkte sich, während die Emissionstätigkeit auf den internationalen Märkten für festverzinsliche Wertpapiere erheblich zurückging.

Die treibende Kraft hinter der fortgesetzten Ausweitung des Gesamtvolumens der neuen internationalen Finanzierungen war der fortschreitende Prozeß der Internationalisierung der Finanzmärkte als Folge der anhaltenden Auswirkungen früherer Innovationen, Deregulierungen und neuer Technologien. Grundlegende Nachfrage- und Angebotsfaktoren scheinen andererseits eine eher bescheidene Rolle gespielt zu haben. Die Aktivitäten konzentrierten sich mehr denn je auf das Berichtsgebiet selbst, während sich die Kreditgewährung an Länder außerhalb dieses Gebiets mit wenigen Ausnahmen weiter verlangsamte. Die großen Leistungsbilanzungleichgewichte zwischen den wichtigsten Industrieländern boten natürlich weiten Raum für grenzüberschreitende Kapitalbewegungen, aber die Aktivitäten der internationalen Märkte erhöhten manchmal den offiziellen Finanzierungsbedarf eher, als daß sie diesen verminderten, und die größte Gruppe der Kreditnehmer waren nicht Gebietsansässige aus dem Hauptdefizitland, sondern aus dem größten Überschußland.

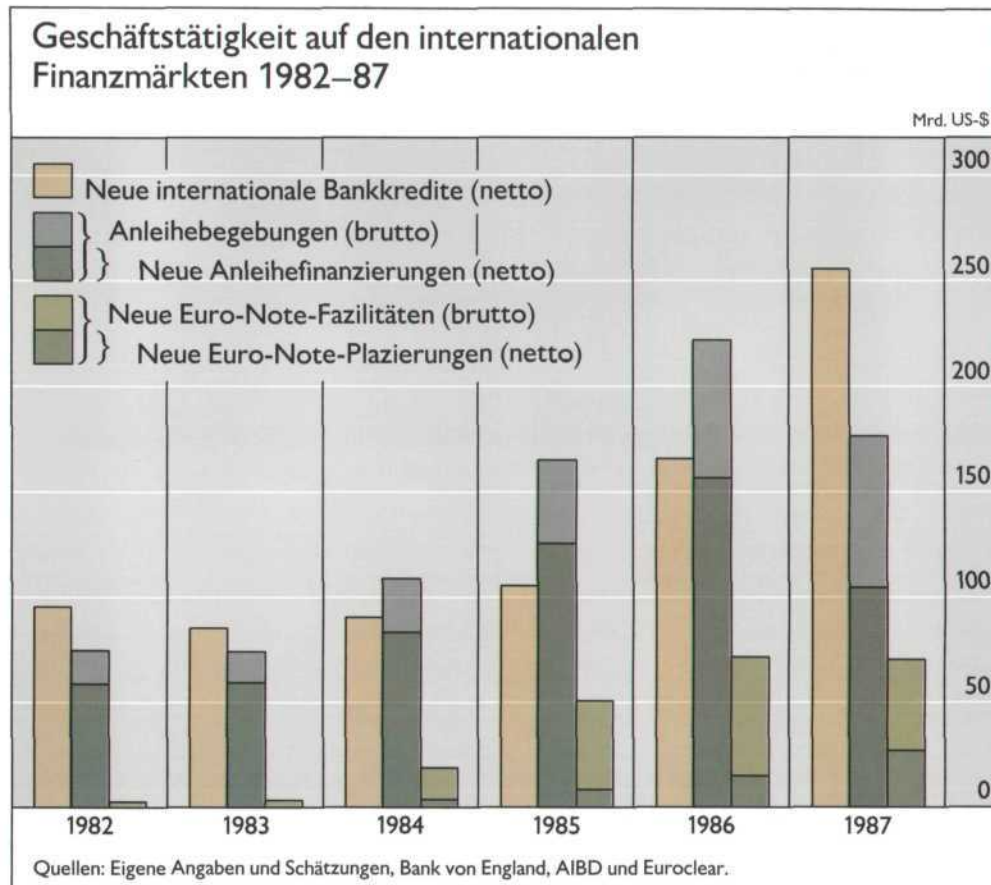
Die internationale Schuldensituation bot im vergangenen Jahr ein gemischtes Bild. Nach der massiven Verschlechterung, die 1986 eingetreten war, verbesserten sich die Verschuldungsrelationen etwas, aber die fundamentale Wirtschaftslage der Problemschuldnerländer zeigte wenig Verbesserung; es gab keine Anzeichen eines Wiederbeginns freiwilliger Kreditgewährungen an diese Länder. Doch konnte der Geist konstruktiver Kooperation zwischen Gläubiger- und Schuldnerländern wiederhergestellt werden, nachdem es zunächst nach einer Konfrontation ausgesehen hatte. Schuldenkonversionen und -regelungen auf Diskontbasis haben an Bedeutung gewonnen. Auch wurden neue Initiativen für die Bereitstellung „weicher“ offizieller Mittel zugunsten der ärmsten Länder gesetzt.



## Das Gesamtbild

1987 fand eine markante Verschiebung in der Zusammensetzung der internationalen Kreditströme weg vom Markt für langfristige Wertpapiere und hin zur Kreditgewährung der Banken und kurzfristigen Wertpapierfinanzierungen statt. Die Nettoausleihungen der internationalen Banken, die schon 1986 sehr stark expandiert hatten, stiegen um weitere 55% auf \$ 255 Mrd., der größten jemals verzeichneten Zunahme. Dieses Wachstum war mit einer deutlichen Erholung des Marktes für Konsortialkredite verbunden, wo das Neugeschäft

Kräftige  
Expansion der  
internationalen  
Bankausleihungen



nahezu wieder auf das in den ersten Jahren dieses Jahrzehnts erreichte Niveau kam. Gleichzeitig zogen sich die Banken – zum Teil unter dem Einfluß der Krise auf dem Markt für zinsvariable Notes (FRN-Märkte) – sowohl als Gläubiger wie auch Schuldner etwas aus dem Anleihemarkt zurück, wodurch sich die Überschneidungen zwischen Kredit- und Anleihefinanzierung erheblich verringerten.

Sehr stark, nämlich von \$ 29 auf 53 Mrd., expandierte das Volumen der kurz- und mittelfristigen Papiere, die im Rahmen von Euro-Note-Fazilitäten (einschl. Euro-Commercial paper) begeben worden sind. Allerdings war ein leichter Rückgang bei den Neuabschlüssen für solche Fazilitäten festzustellen.

Im Gegensatz zur lebhaften Geschäftstätigkeit der internationalen Banken erlitt das Emissionsgeschäft auf den internationalen Anleihemärkten seinen

## Nettokreditvergabe auf den internationalen Märkten (Schätzung): Internationale Bankkredite und Wertpapieremissionen

Position	Veränderungen, bereinigt um Wechselkurseinflüsse <sup>1</sup>						Stand Ende 1987
	1982	1983	1984	1985	1986	1987	
	Milliarden US-Dollar						
Grenzüberschreitende Forderungen der berichtenden Banken insgesamt <sup>2</sup>	180,5	105,7	124,1	233,5	517,3	567,8	4 157,2
abzüglich Doppelzahlungen wegen Weitergabe zwischen den berichtenden Banken <sup>2</sup>	85,5	20,7	34,1	128,5	352,3	312,8	1 937,2
A = internationale Ausleihungen der Banken (netto) <sup>3</sup>	95,0	85,0	90,0	105,0	165,0	255,0	2 220,0
Emissionen von Euro- und Auslandsanleihen abzüglich Tilgungen und Rückkäufen	74,3	73,8	108,4	164,5	221,5	175,6	
B = internationale Anleihefinanzierung (netto)	15,8	15,8	25,4	39,5	65,5	71,6	
	58,5	58,0	83,0	125,0	156,0	104,0	984,0
C (A + B) = Finanzierungen über Banken und durch Anleihen insgesamt	153,5	143,0	173,0	230,0	321,0	359,0	3 204,0
abzüglich Doppelzahlungen <sup>4</sup>	8,5	13,0	28,0	55,0	76,0	44,0	284,0
D = Finanzierungen über Banken und durch Anleihen insgesamt (netto)	145,0	130,0	145,0	175,0	245,0	315,0	2 920,0

<sup>1</sup> Die jährliche Veränderung der Bankforderungen ist die Summe der Quartalsveränderungen, die für Nichtdollaraktiva zu dem am jeweiligen Quartalsende geltenden Wechselkurs errechnet werden. Dieses Verfahren wird, wenn nicht anders angegeben, im gesamten Kapitel angewandt. Nichtdollaranleihen werden zum Wechselkurs des Bekanntmachungsdatums in Dollar umgerechnet. <sup>2</sup> Bis 1983 umfaßte das Berichtsgebiet die Banken der Zehnergruppe, Luxemburgs, Österreichs, Dänemarks und Irlands sowie die Offshore-Niederlassungen von US-Banken auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Panama, Hongkong und Singapur. Seit 1984 schließt das Berichtsgebiet zusätzlich Finnland, Norwegen und Spanien sowie international tätige Nicht-US-Banken auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Hongkong und Singapur, alle Offshore-Geschäftsstellen in Bahrain und alle auf den Niederländischen Antillen tätigen Offshore-Banken ein. <sup>3</sup> Neben 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. <sup>4</sup> Von den berichtenden Banken übernommene internationale Anleihen, soweit sie in der Bankenstatistik als Forderungen gegenüber Gebietsfremden ausgewiesen sind; Anleihen, die von den berichtenden Banken hauptsächlich zur Fundierung ihres internationalen Kreditgeschäfts begeben werden.

Rückgang der neuen Finanzierungen an den internationalen Anleihemärkten

ersten größeren Rückschlag seit sechs Jahren, wobei die angekündigten Neuemissionen mit ca. \$ 175 Mrd. um etwa 20% unter dem 1986 erreichten Rekordvolumen von ca. \$ 220 Mrd. lagen. Bereinigt um fristgemäße Tilgungen und vorzeitige Rückzahlungen ist das Volumen der neuen Finanzierungen auf den internationalen Anleihemärkten um ein Drittel von \$ 156 auf 104 Mrd. zurückgegangen (s. obenstehende Tabelle). Diese Jahreswerte verbergen im übrigen die rege Geschäftstätigkeit im ersten Halbjahr 1987 und eine drastische Verlangsamung im zweiten Halbjahr. In wichtigen Teilmärkten, so im Sektor für festverzinsliche Dollaranleihen und dem für aktienbezogene Emissionen, kamen die Emissionen besonders nach den Turbulenzen an den Aktienbörsen vom Oktober fast zum Erliegen.

Entscheidend für die Kontraktion der internationalen Anleihemärkte waren das vorübergehende Ansteigen der langfristigen Zinsen und die



allgemeine Unsicherheit über die Wechselkurs- und Zinsentwicklung angesichts der anhaltend großen Zahlungsbilanzungleichgewichte zwischen den wichtigen Industrieländern (s. Kapitel IV). Abgesehen von diesen ungünstigen makroökonomischen Entwicklungen wurden die internationalen Anleihemärkte auch durch ein seltenes Zusammentreffen mehrerer negativer mikroökonomischer Einflußfaktoren beeinträchtigt: überzogener Wettbewerb und Festlegung falscher Konditionen, die damit verbundene Lähmung des FRN-Marktes, die Ankündigung von Änderungen in der steuerlichen Behandlung verschiedener festverzinslicher Wertpapiere und die Rückwirkungen des Börsenkrachs auf die Liquidität von Eurobonds. Die Folge dieser Entwicklungen war eine neue Standortbestimmung hinsichtlich der gegenüber den internationalen Finanzmärkten einzuschlagenden Strategien. Eine Reihe von Kredit- und Investmentbanken reduzierte ihre Engagements auf den Wertpapiermärkten, versuchte ihre Kosten vor allem durch den Abbau von Personal zu senken, überprüfte gründlich ihre Risikosteuerungsstrategien und – in einigen Fällen – fusionierte mit anderen Unternehmen. In ähnlicher Weise haben einige internationale Anleger zumindest vorübergehend den Schwerpunkt ihrer Aktivitäten wieder zurück auf die heimischen Märkte verlagert.

Gründe des Rückgangs neuer internationaler Anleihefinanzierungen

Allerdings deutet das Geschehen im ersten Quartal 1988, als stabilere Zinssätze und Wechselkurse eine kräftige Wiederbelebung der Emissionstätigkeit einleiteten, darauf hin, daß es voreilig wäre, davon auszugehen, der Trend zur Internationalisierung und Verbriefung der Finanzierungen hätte ein Ende gefunden. Erstens werden riesige Kapitalflüsse nötig sein, um die großen Leistungsbilanzungleichgewichte, die sich über die nächsten Jahre kumulieren dürften, zu finanzieren. Zweitens setzen Länder wie Japan, das lange Zeit Inländern die Inanspruchnahme ausländischer Finanzmärkte auf vielfältige Weise erschwert hat, die Lockerung der Restriktionen fort. Innerhalb der Europäischen Gemeinschaft wird sich als Resultat der bis 1992 vorgesehenen vollständigen Beseitigung aller zwischen den Finanzmärkten der Mitglieder noch bestehenden Schranken der Prozeß der Internationalisierung wahrscheinlich beschleunigen. Drittens sind, obwohl ein Ergebnis der Entwicklungen des Jahres 1987 sein könnte, daß sich die Interessen der Anleger wieder stärker den inländischen Anleihemärkten zuwenden, diese Märkte ausländischen Kreditnehmern und Anlegern sowie ausländischen Finanzinstituten jetzt leichter zugänglich als in der Vergangenheit. Dies ist eine Folge sowohl der Modernisierung und Liberalisierung der heimischen Märkte als auch der wachsenden Ähnlichkeit zwischen den Usancen auf den nationalen und internationalen Märkten. Während diese Evolution auf den Kredit-, Geld- und Kapitalmärkten schon viele Jahre im Gange ist, hat dieser Prozeß erst in jüngster Zeit auf die Aktienmärkte übergreifen, wo im Gefolge der Börsenkrise begonnen wurde, die internationale Harmonisierung der Aufsichtsbestimmungen und die effizientere Gestaltung des Clearing und der Abrechnung von Wertpapiertransaktionen in Angriff zu nehmen. Viertens war die Erholung des Marktes für Konsortialkredite mit der Entwicklung neuer Instrumente verbunden, wie etwa der Multiple-Option Facilities, die nur zum Teil eine Rückkehr zum Bankkredit darstellen. Fünftens und letztens dämpft die im Gefolge der Schuldenkrise der Entwicklungsländer aufgetretene und seither bestehende strukturelle Schwäche der Bankbilanzen

Vorübergehende oder dauerhafte Umkehr des Trends zur Verbriefung und Internationalisierung?

weiterhin die Hoffnungen auf ein Wachstum der internationalen Bankaktivitäten. Überdies könnte die künftige Expansion des internationalen Bankgeschäfts durch Vorschläge beeinträchtigt werden, die, sollten sie angenommen werden, auf international vereinbarte Mindesteigenkapitalanforderungen hinauslaufen.

Stagnation der Bankausleihungen an die Länder außerhalb des Berichtsgebiets

Gründe für den Rückgang des Neugeschäfts an den internationalen Anleihemärkten im vergangenen Jahr können leicht gefunden werden; schwieriger ist es hingegen, die weitere starke Ausweitung der Geschäftstätigkeit der internationalen Banken zu erklären. Die Ausleihungen an die Länder außerhalb des Berichtsgebiets, im besonderen an die Entwicklungsländer, sind weiter zurückgegangen. Wie die weitere Vergrößerung des Abschlags der auf den Sekundärmärkten notierten Forderungen an Entwicklungsländer zeigt, hat sich die Kreditwürdigkeit der meisten Problemschuldnerländer nicht verbessert. Außerdem haben einige erfolgreiche Entwicklungsländer im Pazifikraum, deren Kreditwürdigkeit nicht beeinträchtigt ist, es vorgezogen, ihre Neuverschuldung bei den Banken zu vermindern oder sogar Nettorückzahlungen vorzunehmen.

Gründe für die starke Ausweitung der Bankkredite innerhalb des Berichtsgebiets

Die neuen internationalen Bankkredite konzentrieren sich daher fast ausschließlich auf das Berichtsgebiet, wo das Kreditangebot wahrlich nicht klein war. Hier gab es natürlich die anhaltend großen Zahlungsbilanzungleichgewichte zwischen den großen Industrieländern. Es scheint, daß die internationalen Banken – anders als die Wertpapiermärkte – zur Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits einen größeren Beitrag leisteten als 1986. Das war allerdings vor allem im ersten und dritten Quartal 1987 der Fall, als sich der Dollarkurs vorübergehend stabilisiert hatte.

Ein anderer Grund für die Dynamik der Geschäftstätigkeit der internationalen Banken im vergangenen Jahr waren die Schwierigkeiten, die auf den internationalen Anleihemärkten entstanden, im besonderen im Zusammenhang mit der Lähmung des FRN-Marktes. Diese Entwicklungen führten zwar zu einer Abnahme des bankeigenen Wertpapiergeschäfts, doch bewirkten sie, daß die Mitteltätigkeit der Banken für internationale Kapitalströme in erheblichem Umfang wieder auflebte.

Ein dritter Faktor, von dem die Geschäftstätigkeit der internationalen Banken im Gegensatz zu den Rentenmärkten profitierte, waren die Arbitragemöglichkeiten, welche die Unbeständigkeit der Zinssätze, die Veränderungen der Renditenkurve und die Schwankungen der internationalen Zinsdifferenzen boten. Überdies stärkte die ausgeprägte Unbeständigkeit der Zinsen und Wechselkurse die Nachfrage nach Krediten für Sicherungsgeschäfte.

Wachsende Osmose zwischen nationalen und internationalen Märkten

Ganz allgemein betrachtet war indes der wichtigste Grund für das fortgesetzte rasche Wachstum des internationalen Bankgeschäfts derselbe, der es auch unwahrscheinlich macht, daß die gesunkenen Aktivitäten an den internationalen Wertpapiermärkten mehr als ein bloß vorübergehendes Phänomen sind: die wachsende Osmose zwischen nationalen und internationalen Finanzmärkten. Diese Globalisierung bringt nicht nur umfangreichere internationale Kapitalbewegungen mit sich, sondern bedeutet auch, daß ein erheblicher Teil der Finanzströme, die über die internationalen Finanzmärkte gehen, inländische Kreditbewegungen ersetzen oder duplizieren.

Ein Musterbeispiel für diese Trends ist Japan, dessen Banken und andere



Wirtschaftseinheiten auch wieder bei dem letztjährigen Wachstum der internationalen Finanzmärkte eine Schlüsselposition einnahmen, und zwar als Kreditnehmer, Anleger und Finanzmittler. Zwar blieb Japan das größte Überschußland, doch haben seine Wirtschaftssubjekte die meisten Kredite aufgenommen. Schätzungsweise mehr als 40% der internationalen Nettokreditgewährung der berichtenden Banken gingen im letzten Jahr nach Japan. Abzüglich Tilgungen wurde ein Drittel des Mittelaufkommens an den internationalen Wertpapiermärkten von Japanern beansprucht – im Bereich aktienbezogener Anleihen fast zwei Drittel. Gleichzeitig waren die japanischen Anleger dem Vernehmen nach die größte Gruppe von Käufern der verschiedenen von Japanern emittierten Papiere.

Herausragende Stellung Japans an den internationalen Finanzmärkten

Die Rolle der japanischen Finanzinstitute als Intermediär auf den internationalen Finanzmärkten ist gleichermaßen bemerkenswert. Die japanischen Geschäftsbanken haben in den letzten Jahren das Wachstum des internationalen Bankensektors in einer Weise dominiert, daß ihre internationalen Aktiva (bereinigt um die grenzüberschreitenden Positionen zwischen zusammengehörenden Niederlassungen) nunmehr rund dreimal so groß sind wie jene der US-Banken. 1987 agierten japanische Wertpapierhäuser für 32% aller Euroanleiheemissionen als Konsortialführer, und auf die Tochterbanken der japanischen Geschäftsbanken entfielen weitere 7%.

Es gibt verschiedene Gründe für die wachsende japanische Präsenz auf den internationalen Märkten. Erstens veranlaßte die Unbeständigkeit der Wechselkurse und Zinssätze Japaner zur aktiven Nutzung von Portfoliostrategien, die auf Abdeckung von Verlustrisiken und Ausnützung von Gewinnmöglichkeiten ausgerichtet sind. Dies führte zu einem enormen Anstieg der Aufnahme von Fremdwährungskrediten durch japanische Nichtbanken, die diese Mittel für ihre riesigen Käufe von internationalen Wertpapieren verwendeten. Zweitens waren auf dem Interbankmarkt die Bruttofinanzierungsströme aus und nach Japan besonders im Fall des japanischen Offshore-Marktes beachtlich, wo nach der Eröffnung im Dezember 1986 die Geschäftstätigkeit namentlich mit den anderen Finanzzentren in Asien einen rasanten Aufschwung erlebte. Ein signifikanter Teil dieser Geschäfte betraf Transaktionen zwischen zusammengehörenden Niederlassungen zur Umgehung nationaler Vorschriften. Einer der Hauptgründe für die führende Rolle japanischer Institute auf den internationalen Wertpapiermärkten ist eben das Fehlen gesetzlicher und gewohnheitsmäßiger Beschränkungen, wie sie in Japan für solche Geschäfte gelten. In der Tat war im letzten Jahr das sprunghafte Ansteigen der japanischen Mittelaufnahme auf den internationalen Märkten begleitet von einem Rückgang der Begebung inländischer japanischer Industrieschuldverschreibungen und – trotz des Aktienbooms – einem Mangel an inländischen Aktienemissionen, sofern sie nicht auf die Ausübung eines Umwandlungsrechts, wie es mit eigenkapitalbezogenen internationalen Anleihen verbunden ist, zurückgingen.

Gründe für die wachsende japanische Präsenz

Ein letzter Einflußfaktor war in diesem Zusammenhang der Versuch japanischer Finanzinstitute, die sich aus den riesigen Sparüberschüssen des Landes und der wachsenden Bedeutung des Yen ergebenden komparativen Vorteile zu nutzen, um eine starke Position auf den internationalen Märkten aufzubauen. Eine Akzentuierung fanden diese Bestrebungen noch dadurch, daß sie diese

Märkte als Schauplatz benutzen, auf dem sie miteinander um Marktanteile und die größte Bilanz wetteifern können.

## Der internationale Bankensektor

### Die Entwicklung der Gesamtaggregate

Rekordausweitung der zusammengefaßten Bankpositionen

Die Auslandspositionen der berichtenden Banken zeigten im letzten Jahr zu laufenden Dollarwerten gerechnet die bei weitem größte jemals verzeichnete Zunahme: Die Forderungen stiegen um \$ 885 Mrd. und die Verbindlichkeiten um \$ 959 Mrd. Ein Großteil dieses Wachstums resultierte aus der Höherbewertung von Währungen wie D-Mark und Yen gegenüber dem Dollar, wodurch der Dollarwert der auf diese Währungen lautenden Bankpositionen in die Höhe getrieben wurde. Bereinigt um solche Wechselkurseffekte nahmen die Forderungen um \$ 568 Mrd. (16%) und die Verbindlichkeiten um \$ 663 Mrd. (19%) zu. Das besonders starke Wachstum der Verbindlichkeiten führte dazu, daß sich

Ausgewählte Merkmale des internationalen Geschäfts der an die BIZ berichtenden Banken											
Position	Forderungen					Verbindlichkeiten					
	Veränderungen, bereinigt um Wechselkurseinflüsse				Stand Ende 1987	Veränderungen, bereinigt um Wechselkurseinflüsse				Stand Ende 1987	
	1984	1985	1986	1987		1984	1985	1986	1987		
Milliarden US-Dollar											
Grenzüberschreitende Positionen gegenüber:	Banken innerhalb des Berichtsgebiets	94,1	182,4	450,9	484,5	2780,2	108,9	197,5	441,6	540,5	3009,0
	Nichtbanken innerhalb des Berichtsgebiets	16,9	23,1	39,8	63,1	542,2	12,0	23,3	72,1	39,5	513,4
	Länder außerhalb des Berichtsgebiets	13,1	23,8	13,5	7,4	726,1	28,8	19,3	-2,1	50,6	490,0
	Nicht aufteilbar	0,0	4,2	13,1	12,8	108,7	0,3	2,5	31,0	32,4	189,0
Grenzüberschreitende Positionen zusammen darunter: in Fremdwährung und ECU		124,1	233,5	517,3	567,8	4157,2	150,0	242,6	542,6	663,0	4201,4
		82,7	184,1	383,5	440,8	3005,1	92,0	173,5	426,0	475,6	3203,5
Inlandspositionen in Fremdwährung:	Interbankpositionen*	4,6	48,5	79,2	62,5	551,8	15,1	65,1	95,6	98,9	668,5
	Positionen gegenüber Nichtbanken*	22,9	14,9	68,4	100,1	427,7	5,7	7,1	17,3	19,6	119,3
Inlandspositionen zusammen		27,5	63,4	147,6	162,6	979,5	20,8	72,2	112,9	118,5	787,8
Fremdwährungspositionen zusammen		110,2	247,5	531,1	603,4	3984,6	112,8	245,7	538,9	594,1	3991,3

\* Nur für die Banken in Europa, Kanada und Japan. Für Japan sind bei den Verbindlichkeiten die Werte über die Nichtbankpositionen in den Interbankzahlen enthalten.



1987 erstmals seit 1980 die Nettoforderungsposition der berichtenden Banken insgesamt in Nettoverbindlichkeiten gewandelt hat. Dies war hauptsächlich darauf zurückzuführen, daß die Banken Auslandsmittel vermehrt für die lokale Gewährung von Fremdwährungskrediten verwendeten, die zu einem Großteil mit der Finanzierung und Risikoabdeckung von Käufen ausländischer Wertpapiere durch Inländer im Zusammenhang standen.

Wie üblich war der Anstieg der Interbankpositionen innerhalb des Berichtsgebiets die bei weitem größte Komponente des Wachstums der Forderungen und Verbindlichkeiten der berichtenden Banken, aber auch die Direktforderungen an Nichtbanken nahmen im vergangenen Jahr stark zu. Selbst nach Abzug der Doppelzahlungen aus der Weitergabe von Mitteln zwischen den berichtenden Banken stiegen die Neuausleihungen kräftiger, und zwar auf \$ 255 Mrd., was 55% mehr war als 1986.

### *Herkunft und Verwendung internationaler Bankmittel innerhalb des Berichtsgebiets*

Vom gesamten Wachstum der Endkreditvergabe gingen schätzungsweise \$ 235 Mrd. oder gut über 90% in das Berichtsgebiet. Nicht weniger als \$ 163 Mrd. dieses Zuwachses entfielen auf Direktkredite an Nichtbanken, während die restlichen \$ 72 Mrd. von den Banken selbst zur Vergabe von Inlandskrediten in heimischer Währung verwendet wurden. Die bei weitem größten Kreditnehmer waren japanische Nichtbanken (\$ 84 Mrd.) und die Banken in den USA (über \$ 50 Mrd.).

Neugeschäft auf Berichtsgebiet konzentriert

Was die Herkunftsseite des internationalen Kreditmarktes betrifft, so wurden etwas mehr als \$ 170 Mrd. vom Berichtsgebiet selbst zur Finanzierung des Neugeschäfts aufgebracht. Der identifizierte Einlagenzugang von Nicht-

Herkunft und Verwendung internationaler Bankmittel (Schätzung)							
Position	Veränderungen, bereinigt um Wechselkurseinflüsse						Stand Ende 1987
	1982	1983	1984	1985	1986	1987	
Milliarden US-Dollar							
<b>Verwendung</b>							
Berichtsgebiet	42	52	77	77	138	235	1 385
Außengebiet	39	28	13	24	14	7	726
Nicht aufteilbar	14	5	0	4	13	13	109
Insgesamt	95	85	90	105	165	255	2 220
<b>Herkunft</b>							
Berichtsgebiet	93	81	61	83	136	172	1 541
Außengebiet	-12	1	29	19	- 2	50	490
Nicht aufteilbar	14	3	0	3	31	33	189
Insgesamt	95	85	90	105	165	255	2 220
<b>Saldo</b>							
Berichtsgebiet	-51	-29	16	-6	2	63	-156
Außengebiet	51	27	-16	5	16	-43	236
Nicht aufteilbar	0	2	0	1	-18	-20	- 80

banken erreichte \$ 59 Mrd., wobei die britischen und amerikanischen Nichtbanken die meisten Mittel zur Verfügung stellten. Zusätzlich gelangten etwa \$ 20 Mrd. an neuen Mitteln von Nichtbanken über schweizerische Treuhandkonten in den Markt. Als Folge der Entwicklungen auf den Devisenmärkten führten im vergangenen Jahr auch offizielle Stellen, im besonderen Zentralbanken aus dem Berichtsgebiet, dem Markt Mittel in beträchtlicher Höhe zu; die berichtenden Banken selbst verwendeten namhafte Beträge an inländischen Mitteln zur Finanzierung ihrer Kreditvergabe auf den internationalen Märkten.

Die Zahlen über das Mittelaufkommen im Berichtsgebiet enthalten nicht den statistisch nicht aufteilbaren Posten, der ungefähr um \$ 33 Mrd. zunahm. Dieser beruhte zum Teil auf der Emission eigener kurz- und langfristiger Papiere der Banken. Obwohl die Eigentümer solcher Wertpapiere gewöhnlich nicht identifiziert werden können, kann doch angenommen werden, daß die meisten von ihnen im Berichtsgebiet ansässig waren.

#### *Entwicklung der Geschäftstätigkeit der berichtenden Banken mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets*

Außengebiet stellt 1987 den berichtenden Banken netto umfangreiche Mittel zur Verfügung

Im letzten Jahr fand eine massive Umkehr der Kapitalströme zwischen den berichtenden Banken und den Ländern außerhalb des Berichtsgebiets statt. 1986 hatten diese Länder noch netto Kredite in Höhe von fast \$ 16 Mrd. aufgenommen; im Gegensatz dazu stellten sie 1987 den berichtenden Banken netto fast \$ 43 Mrd. an neuen Mitteln zur Verfügung. Dieser Umschwung im Ausmaß von nahezu \$ 60 Mrd. beruhte vor allem auf einem beträchtlichen, \$ 50 Mrd. betragenden Zugang von Einlagen aus Ländern außerhalb des Berichtsgebiets; 1986 hatten diese Länder hingegen ihre Einlagen bei den berichtenden Banken um \$ 2 Mrd. verringert. Ein zweiter Faktor, der hinter der Umkehr des Nettokreditstroms stand, war die weitere Verlangsamung des Wachstums der Forderungen der berichtenden Banken gegenüber den Außengebietsländern von dem an sich schon recht mäßigen Niveau von \$ 13,5 Mrd. im Jahr 1986 auf nur noch \$ 7,4 Mrd. im vergangenen Jahr; das war die kleinste je verzeichnete Zunahme seit Erhebung dieser umfassenden Kreditdaten.

Entwicklung des Geschäfts der berichtenden Banken mit den Entwicklungsländern

Diese sehr ausgeprägte Veränderung der Struktur der Finanzmittelströme hat ihren Ursprung vor allem in der Entwicklung des Geschäfts der berichtenden Banken mit den Entwicklungsländern, insbesondere mit den ölexportierenden Ländern. Nach dem Verfall der Ölpreise 1986 hatten die OPEC-Länder \$ 22 Mrd. an Einlagen von den berichtenden Banken abgezogen. 1987 konnten diese Länder ihre externen Zahlungsdefizite stark reduzieren und ihre Einlagen um \$ 19 Mrd. aufstocken. Auch die anderen Entwicklungsländer verstärkten ihre Einlagetätigkeit, und zwar von \$ 12,8 Mrd. im Jahr 1986 auf \$ 24,4 Mrd. im Jahr 1987. Zudem traten die Entwicklungsländer 1987 nicht wesentlich als Kreditnehmer in Erscheinung. Die Forderungen der berichtenden Banken an die OPEC-Länder stiegen zwar um \$ 2,3 Mrd., aber die Forderungen an die übrigen Entwicklungsländer gingen zurück – besonders dann, wenn die Ausleihungen an Taiwan, das einen Sonderfall darstellt, unberücksichtigt bleiben.

Von den OPEC-Ländern tätigte Saudi-Arabien die bei weitem größten Einlagen (\$ 9 Mrd. ohne Einlagen bei Banken in den USA) und war zugleich auch



der wichtigste Kreditnehmer. Die Entwicklung der zusammengefaßten Position der berichtenden Banken gegenüber den Nicht-OPEC-Ländern war stark durch die Geschäftstätigkeit mit Taiwan bestimmt. Die diesem Land neugewährten Kredite beschleunigten sich markant auf \$ 8,3 Mrd., und zwar weitgehend als Ergebnis von Auslandskreditaufnahmen durch Taiwanesen in Erwartung einer Abwertung des US-Dollars. Gleichzeitig tätigte Taiwan deutlich weniger Einlagen bei den berichtenden Banken, soweit diese statistisch erfaßt sind.

Die gegenüber Nicht-OPEC-Entwicklungsländern ausstehenden Forderungen der berichtenden Banken (ohne die Positionen gegenüber Taiwan) sind im vergangenen Jahr um ansehnliche \$ 9,5 Mrd. zurückgegangen, dies trotz neuer Kredite in Höhe von \$ 5,6 Mrd. im Rahmen von unter offizieller Mitwir-

Veränderung der Positionen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber Ländergruppen außerhalb des Berichtsgebiets (Schätzung) <sup>1</sup>								
Positionen der berichtenden Banken gegenüber:	Veränderungen, bereinigt um Wechselkurseinflüsse							Stand Ende 1987
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	
Milliarden US-Dollar								
<b>OPEC-Länder<sup>2</sup></b>								
Forderungen	4,2	8,2	9,8	- 1,9	0,2	0,4	2,3	127,4
Verbindlichkeiten	3,2	-18,2	-13,0	2,1	7,6	-22,0	18,9	169,7
Saldo <sup>3</sup>	1,0	26,4	22,8	- 4,0	- 7,4	22,4	-16,6	-42,3
<i>Nachrichtlich:</i>								
Devisenreserven <sup>4</sup>	- 8,8	- 7,5	- 8,3	- 3,4	6,5	-13,9	4,7	51,9
Leistungsbilanzsaldo	53,0	- 8,5	-21,5	- 6,5	5,0	-26,5	- 4,0	
<b>Entwicklungsländer (ohne OPEC)</b>								
Forderungen	39,9	19,8	12,6	9,8	11,1	3,0	- 1,2	384,9
Verbindlichkeiten	9,5	4,6	10,4	19,3	5,7	12,8	24,4	229,8
Saldo <sup>3</sup>	30,4	15,2	2,2	- 9,5	5,4	- 9,8	-25,6	155,1
<i>Nachrichtlich:</i>								
Devisenreserven <sup>4</sup>	- 0,1	- 2,4	8,5	17,4	4,5	24,0	44,9	158,5
Leistungsbilanzsaldo	-78,0	-62,5	-34,0	-21,5	-29,0	-13,0	7,5	
<b>Übrige entwickelte Länder</b>								
Forderungen	16,8	16,0	7,2	5,3	6,8	6,7	4,6	129,8
Verbindlichkeiten	3,8	- 0,1	1,3	3,1	3,2	7,2	8,0	58,6
Saldo <sup>3</sup>	13,0	16,1	5,9	2,2	3,6	- 0,5	- 3,4	71,2
<i>Nachrichtlich:</i>								
Devisenreserven <sup>4</sup>	- 1,6	1,8	2,4	- 1,0	- 1,2	5,1	3,6	21,7
Leistungsbilanzsaldo	-25,5	-24,5	-13,5	-15,5	- 9,0	- 9,0	- 7,0	
<b>Osteuropa</b>								
Forderungen	4,8	- 4,6	- 1,1	- 0,1	5,7	3,4	1,7	84,0
Verbindlichkeiten	0,1	2,0	2,7	4,3	2,8	- 0,1	- 0,7	31,9
Saldo <sup>3</sup>	4,7	- 6,6	- 3,8	- 4,4	2,9	3,5	2,4	52,1

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

<sup>1</sup> Zur Definition des Berichtsgebiets s. Fußnote 2 der Tabelle auf S. 123. <sup>2</sup> Umfaßt zusätzlich Brunei, Oman und Trinidad und Tobago, während Bahrain ab 1984 nicht mehr enthalten ist. <sup>3</sup> Ein Minuszeichen bedeutet Nettoeinlagen. <sup>4</sup> Zu jeweiligen Wechselkursen.

Geschäfte der an die BIZ berichtenden Banken mit einzelnen Gruppen von Entwicklungsländern (ohne OPEC)									
Position	Veränderungen, bereinigt um Wechselkurseinflüsse								Stand Ende 1987
	1980	1981	1982	1983	1984*	1985	1986	1987	
Milliarden US-Dollar									
Forderungen									
Lateinamerika	27,4	30,5	12,1	8,3	5,3	1,7	1,6	-7,1	225,7
Nahe Osten	2,1	2,3	1,7	0,3	-0,4	0,2	-0,8	-1,0	17,0
Afrika	2,0	2,0	1,7	0,6	0,1	0,9	-0,3	-0,6	25,0
Asien	7,4	5,1	4,3	3,4	4,8	8,3	2,5	7,5	117,2
Insgesamt	38,9	39,9	19,8	12,6	9,8	11,1	3,0	-1,2	384,9
Verbindlichkeiten									
Lateinamerika	-0,9	4,7	-1,9	5,8	10,1	0,4	0,8	7,4	80,0
Nahe Osten	2,7	1,5	1,8	-0,9	-1,6	1,5	-1,0	1,5	25,0
Afrika	0,7	0,5	-0,8	0,2	1,0	1,4	-0,1	1,4	15,8
Asien	1,5	2,8	5,5	5,3	9,8	2,4	13,1	14,1	109,0
Insgesamt	4,0	9,5	4,6	10,4	19,3	5,7	12,8	24,4	229,8

\* 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.

Rückgang der Bankkredite an Nicht-OPEC-Entwicklungsländer

kung geschnürten Finanzierungspaketen. Diese Zahlen vermitteln ein sehr düsteres Bild der Finanzierungssituation der schwerverschuldeten Länder. Sie überzeichnen jedoch beträchtlich die Umkehr der Kreditströme, da die Daten über die Forderungen der Banken durch Schuldenumwandlungen, Verkauf von Forderungen, das Nichtverbuchen von Zinsrückständen und – in einigen wenigen Fällen – die vollständige Abschreibung von Forderungen beeinflusst wurden. Hinzu kommt, daß die Situation der einzelnen Länder sehr unterschiedlich war.

Entwicklung gegenüber Lateinamerika

Betrachtet man die einzelnen Regionen, so zeigt sich, daß die Forderungen der berichtenden Banken an Lateinamerika am stärksten zurückgingen (-\$ 7,1 Mrd.), während die Einlagen aus dieser Region um etwa den gleichen Betrag gestiegen sind. Die Forderungen gegenüber Brasilien, das Anfang 1987 ein Moratorium für Zinszahlungen auf mittel- und langfristige private Verbindlichkeiten erklärt hatte, nahmen um \$ 2,7 Mrd. ab, weitgehend als Folge der Nichterneuerung von Handelskrediten, Schuldenumwandlungen und einigen Schuldentrückkäufen durch private Kreditnehmer. Außerdem verbuchten die Banken in den meisten Fällen die aus Verbindlichkeiten Brasiliens anfallenden Zinsrückstände nicht als Forderungen. Die brasilianischen Einlagen bei den berichtenden Banken sanken um \$ 1 Mrd. Ganz anders war die Entwicklung bei Mexiko: Dank eines Leistungsbilanzüberschusses, Ziehungen in Höhe von \$ 4,4 Mrd. auf ein unter offizieller Mitwirkung geschnürtes Kreditpaket und freiwilliger, durch eine restriktive Kreditpolitik ausgelöster Kapitalzuflüsse stiegen die Währungsreserven im letzten Jahr massiv an, was einer der Hauptgründe dafür war, daß sich die mexikanischen Einlagen bei den berichtenden Banken um \$ 5 Mrd. erhöhten. Trotz des erheblichen Betrags an neuen



Kredit im Rahmen offiziell ausgehandelter Finanzierungspakete gingen die Forderungen der berichtenden Banken an Mexiko infolge von Rückzahlungen durch private Schuldner und Schuldenumwandlungen zurück.

Die Forderungen der berichtenden Banken an Argentinien, das im Rahmen eines offiziell geschnürten Kreditpakets Mittel in Höhe von \$ 1,2 Mrd. in Anspruch nahm, erhöhten sich um \$ 0,5 Mrd. Die Forderungen gegenüber Chile verzeichneten eine Abnahme um \$ 1,6 Mrd.; das Land griff in erheblichem Umfang, und zwar im Nominalwert von fast \$ 2 Mrd., auf Schuldenumwandlungen zurück. Gleichzeitig stiegen die chilenischen Einlagen bei den berichtenden Banken um nicht weniger als \$ 1,2 Mrd.

Gegenüber Asien (abzüglich der Positionen gegenüber Taiwan), wo die meisten Länder ihr gutes Kredit-Standing halten konnten, verzeichneten die berichtenden Banken einen kleinen Rückgang ihrer Forderungen. Ihre Verbindlichkeiten gegenüber diesen Ländern erhöhten sich um \$ 7,5 Mrd. Der größte Kreditnehmer dieser Region war China (\$ 4,8 Mrd.), das auch seine Einlagen bei den berichtenden Banken um \$ 5,3 Mrd. aufstocken konnte.

Gegenüber dem Nahen Osten und Afrika nahmen die Forderungen der berichtenden Banken um insgesamt \$ 1,6 Mrd. ab, während die Einlagen aus den Ländern dieser Gebiete um nahezu \$ 3 Mrd. zunahmen.

Das Osteuropageschäft der berichtenden Banken im letzten Jahr verlief ebenfalls nicht sehr dynamisch. In laufenden Dollarwerten stiegen die Forderungen zwar um fast \$ 12 Mrd., doch war diese Steigerung weitestgehend eine Auswirkung der Wechselkursveränderungen, da ein großer Teil der Bankschulden dieser Länder in Nichtdollarwährungen denominated sind. Bereinigt um die Wechselkurseffekte betrug der Zuwachs lediglich \$ 1,7 Mrd.; er entstand vornehmlich gegenüber der DDR, Ungarn, Bulgarien und der Tschechoslowakei. Die Forderungen an Polen und Rumänien gingen zurück, während sich der Stand gegenüber der Sowjetunion kaum veränderte. Die Sowjetunion beschaffte sich allerdings von den berichtenden Banken konvertible Währungen durch Einlagenabzüge im Betrag von \$ 2 Mrd.

Gegenüber den außerhalb des Berichtsgebiets gelegenen entwickelten Ländern war der Anstieg der Forderungen in laufenden Dollarwerten gerechnet zwar recht bedeutend (\$ 14,1 Mrd.), in konstanten Dollarwerten jedoch nur mäßig (\$ 4,6 Mrd.). Neuseeland und die Türkei erhielten mit \$ 3,2 bzw. 1,6 Mrd. die größten Kreditbeträge, während Australien der größte Einleger war (\$ 2,8 Mrd.).

### *Entwicklung in den einzelnen Marktzentren*

Was die einzelnen Marktzentren betrifft, so wiesen die Banken in Japan wieder sehr hohe Zuwachsraten aus. Der laufende Dollarwert ihrer Auslandsaktiva erhöhte sich um \$ 232 auf insgesamt 577 Mrd., wobei allerdings fast 30% dieser Wertsteigerung wechselkursbedingt waren. Dieses kräftige Wachstum hatte zur Folge, daß Japan im Verlauf des Jahres 1987 in bezug auf die Größenordnungen seines internationalen Bankgeschäfts auf den zweiten Platz hinter Großbritannien und noch vor den USA vorrückte.

Da die Auslandsverbindlichkeiten der japanischen Banken eine noch deutlichere

Langsames  
Wachstum des  
Osteuropa-  
geschäfts der  
berichtenden  
Banken

Sehr kräftige  
Expansion des  
internationalen  
Bankgeschäfts in  
Japan

Zunahme aufwiesen, waren die japanischen Banken im vergangenen Jahr trotz des hohen Leistungsbilanzüberschusses netto gerechnet Kapitalimporteure, wobei die Erhöhung ihrer Nettoschuldnerposition zum Ausland in Fremdwährungen von \$ 47 auf 80 Mrd. nur zum Teil durch einen Anstieg ihrer Nettogläubigerpositionen in Yen ausgeglichen werden konnte. Die Nettokreditaufnahmen im Ausland in Fremdwährungen fanden ausschließlich im zweiten und vierten Quartal statt, als der Dollar auf den Devisenmärkten unter starkem Druck war und die japanische Wirtschaft ihre mit Auslandsanlagen verbundenen Wechselkursrisiken abzusichern suchte.

Der japanische Offshore-Markt, der im Dezember 1986 eröffnet worden war, expandierte während des ganzen Jahres 1987 kräftig. Am Jahresende entfiel auf ihn etwa ein Drittel der Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken in Japan.

Entwicklung an den einzelnen Bankplätzen										
Auslandsposition der Banken in:	Veränderungen, bereinigt um Wechselkurseinflüsse								Stand Ende 1987	
	Forderungen				Verbindlichkeiten				Forderungen	Verbindlichkeiten
	1984	1985	1986	1987	1984	1985	1986	1987		
Milliarden US-Dollar										
Großbritannien	23,1	30,7	87,5	89,1	35,6	45,7	97,1	95,5	875,6	927,6
Frankreich	8,2	7,5	14,9	37,9	6,6	4,8	13,8	36,3	266,4	271,4
Deutschland (BR)	7,4	19,4	38,8	17,0	5,5	6,4	11,0	12,9	206,0	131,8
Luxemburg	7,3	9,6	15,2	19,0	5,8	9,5	16,6	17,9	182,3	168,9
Belgien	10,8	16,1	22,4	22,2	12,4	16,9	23,5	24,8	164,8	189,3
Schweiz	2,2	9,1	10,3	16,4	1,0	8,1	9,6	11,8	130,2	82,0
Niederlande	3,9	5,2	5,9	12,7	1,7	4,2	9,7	11,5	115,3	107,6
Italien	2,9	8,7	3,8	-1,6	6,6	5,7	8,5	3,6	63,4	93,5
Österreich	1,9	5,2	6,1	1,6	3,8	5,6	6,8	3,5	54,9	60,0
Spanien	1,3	1,7	2,8	-0,1	0,6	-1,3	4,4	5,1	25,5	31,5
Schweden	0,0	1,6	1,2	4,9	-0,3	3,0	3,4	10,6	17,1	37,1
Dänemark	1,2	4,1	-1,2	4,0	1,4	4,8	-0,9	3,4	17,1	17,0
Übrige europäische berichtende Länder <sup>1</sup>	2,2	1,3	3,5	2,8	3,6	4,8	7,4	10,5	21,4	53,3
Europäische berichtende Länder zusammen	72,4	120,2	211,2	225,9	84,3	118,2	210,9	247,4	2 140,0	2 171,0
US-Bankenfreizone	17,1	11,8	35,7	30,5	19,4	16,2	52,9	49,6	277,3	306,0
Übrige Banken in den USA	-2,5	-8,8	14,6	-1,1	12,6	22,1	21,0	29,6	231,6	226,4
Banken in den USA zusammen	14,6	3,0	50,3	29,4	32,0	38,3	73,9	79,2	508,9	532,4
Japan	21,9	53,4	126,6	166,6	23,8	41,4	147,6	191,0	576,9	592,0
<i>darunter: Offshore-Markt</i>			88,7	89,9			88,0	90,2	191,9	191,2
Kanada	1,8	2,0	6,7	-1,3	1,2	2,4	3,8	1,7	52,9	73,3
Übrige berichtende Länder <sup>2</sup>	13,4	54,9	122,5	147,2	8,7	42,3	106,4	143,7	878,5	832,7
Insgesamt	124,1	233,5	517,3	567,8	150,0	242,6	542,6	663,0	4 157,2	4 201,4

<sup>1</sup> Umfaßt Finnland, Irland und Norwegen. <sup>2</sup> Banken mit internationalem Geschäft auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Hongkong und Singapur, sämtliche Offshore-Geschäftsstellen in Bahrain, alle Offshore-Banken auf den Niederländischen Antillen und die Filialen von US-Banken in Panama.



Wie bereits erwähnt, tätigten die US-Banken umfangreiche Nettokapitalimporte im vergangenen Jahr. Erstmals seit 1975 kehrte sich gegenüber dem Ausland ihre Nettogläubigerposition (\$ 27,5 Mrd. Ende 1986) in eine Nettoschuldnerposition (\$ 23,5 Mrd) um. Dieser Kapitalzufluß von \$ 51 Mrd. leistete einen erheblichen Beitrag zur Finanzierung des riesigen Leistungsbilanzdefizits des Landes, hatte aber zum Teil etwas mit der Plazierung namhafter Währungsreserven am Eurodollarmarkt zu tun.

Umfangreiche Nettokapitalimporte der Banken in den USA

Die Auslandsforderungen der berichtenden europäischen Banken stiegen – gemessen in konstanten Dollarwerten – um 12%, was weniger als ein Drittel der japanischen Zuwachsrates war. Die Expansion war sehr weit gestreut und umfaßte alle wichtigen europäischen Marktzentren; nur die Banken in Italien und Spanien verzeichneten kein Wachstum ihrer Auslandsforderungen.

### Währungszusammensetzung des internationalen Bankgeschäfts und Wachstum des ECU-Marktes

Angesichts der Entwicklung auf den Devisenmärkten überrascht es nicht sonderlich, daß die relative Bedeutung des Dollars im internationalen Bankgeschäft im letzten Jahr abgenommen hat. Selbst dem Volumen nach beschleunigte sich das Wachstum der grenzüberschreitenden Nichtdollarforderungen (nur der berichtenden Banken aus den Industrieländern) von \$ 163 Mrd. im Jahr 1986 auf \$ 221 Mrd., während der Anstieg der Dollarforderungen sich von \$ 232 auf 200 Mrd. verlangsamte. Bei Rechnung zu laufenden Dollarwerten ist der Verlust an Bedeutung noch stärker. So gerechnet stiegen die grenzüber-

Lebhaftes Nichtdollargeschäft

Währungszusammensetzung der grenzüberschreitenden Positionen der an die BIZ berichtenden Banken <sup>1</sup>											
Währung		Veränderungen, bereinigt um Wechselkurseinflüsse								Stand Ende 1987	
		Forderungen				Verbindlichkeiten				Forderungen	Verbindlichkeiten
		1984	1985	1986	1987	1984	1985	1986	1987		
Milliarden US-Dollar											
US-Dollar	A	22,0	52,9	188,8	186,4	40,1	41,3	210,1	196,1	1 238,2	1 377,9
	B	8,8	1,4	43,2	13,5	27,9	33,5	63,1	63,4	458,2	477,4
Sonstige Währungen	A	47,5	77,9	72,8	107,2	43,1	90,7	110,1	136,5	893,1	996,2
	B	32,4	46,4	90,0	113,5	30,2	34,8	52,9	123,3	689,2	517,2
darunter: <sup>2</sup>											
D-Mark	A	10,6	13,5	1,1	33,8	16,4	16,0	28,7	43,1	297,7	338,8
	B	4,2	15,5	26,4	4,0	2,9	3,0	2,3	4,4	147,9	80,7
Schweizer Franken	A	2,9	15,3	7,8	-1,8	2,7	18,9	17,5	10,0	139,2	181,5
	B	1,6	2,8	3,3	3,5	1,0	2,4	1,4	4,7	66,4	25,3
Japanischer Yen	A	6,4	21,0	20,9	30,9	1,8	19,4	21,2	23,9	147,8	137,2
	B	11,9	22,1	43,9	92,6	11,3	17,9	29,4	89,9	288,6	223,8
Pfund Sterling	A	5,0	4,8	8,7	5,8	4,7	7,1	10,3	14,5	48,3	67,0
	B	6,7	2,3	8,8	8,3	8,3	5,6	9,4	14,9	72,2	94,0
ECU		12,8	13,7	7,4	9,9	10,5	12,4	4,2	8,7	78,5	69,4

Anmerkung: A = Euromarktpositionen; B = Auslandspositionen in Landeswährung.  
<sup>1</sup> Nur Positionen der Banken in den berichtenden Industrieländern. <sup>2</sup> Ohne Positionen der Banken in den USA.

Struktur des ECU-Geschäfts der Banken								
	Forderungen				Verbindlichkeiten			
	Veränderungen, bereinigt um Wechselkurseinflüsse			Stand Ende 1987	Veränderungen, bereinigt um Wechselkurseinflüsse			Stand Ende 1987
	1985	1986	1987		1985	1986	1987	
Milliarden US-Dollar								
Positionen gegenüber Nichtbanken								
Inland	-0,7	0,0	3,0	11,1	1,7	-0,5	0,1	4,2
Ausland (EG)	1,2	0,7	1,2	8,6	0,9	-0,4	0,2	2,6
Ausland (außer EG)	0,9	0,9	0,2	2,9	0,4	0,0	0,2	0,9
Nicht aufteilbar*	0,6	0,3	0,8	3,6	0,3	0,0	0,2	1,1
Positionen gegenüber Nichtbanken zusammen	2,0	1,9	5,2	26,2	3,3	-0,9	0,7	8,8
Positionen gegenüber Banken								
Inland	3,6	0,0	-0,2	16,5	3,7	-0,2	0,2	16,1
Ausland (EG)	7,6	0,6	2,2	40,0	7,6	1,7	1,9	41,7
Ausland (außer EG)	2,0	3,3	3,8	13,1	2,6	2,6	4,8	14,8
Nicht aufteilbar*	1,4	1,6	1,7	10,3	0,6	0,3	1,4	8,3
Interbankpositionen zusammen	14,6	5,5	7,5	79,9	14,5	4,4	8,3	80,9
Insgesamt	16,6	7,4	12,7	106,1	17,8	3,5	9,0	89,7

\* Einschl. internationaler Organisationen (ohne BIZ).

schreitenden Nichtdollarforderungen um \$ 517 Mrd. oder um das Zweieinhalbfache der Dollarforderungen, und ihr Anteil an der Summe aller ausstehenden grenzüberschreitenden Forderungen der berichtenden Banken der Industrieländer vergrößerte sich von knapp 42 auf 48%.

Die wichtigste Ursache für das starke Volumenswachstum der Nichtdollarforderungen waren die rasante Beschleunigung des Wachstums der auf Yen lautenden Auslandsforderungen der japanischen Banken auf \$ 93 Mrd. und eine Zunahme von \$ 34 Mrd. der Euro-DM-Forderungen, die 1986 kaum eine Veränderung verzeichnet hatten. Auch das Wachstum der Euro-Yen-Forderungen beschleunigte sich weiter, von \$ 21 Mrd. im Jahr 1986 auf \$ 31 Mrd. Andererseits war bei den Euromarktausleihungen in Pfund Sterling eine Abschwächung festzustellen, und die Euro-Schweizerfranken-Forderungen verzeichneten sogar absolut eine leichte Abnahme.

Die etwas günstigeren Aussichten auf stabile Wechselkursrelationen zwischen den Währungen, welche die ECU bilden, trugen zwar dazu bei, daß sich das Wachstum der ECU-Forderungen der Banken (unter Einschluß des lokalen Geschäfts mit Inländern) von \$ 7,4 Mrd. im Jahr 1986 auf \$ 12,7 Mrd. beschleunigte, aber doch erheblich unter den in früheren Jahren verzeichneten Expansionsraten blieb. Eine bemerkenswerte Zunahme von \$ 1,9 Mrd. in 1986 auf \$ 5,2 Mrd. wiesen die Direktausleihungen an Nichtbanken auf. Im wesentlichen ging diese Entwicklung auf ECU-Ausleihungen der Banken in Frankreich an Inländer zurück, wo die Verwendung von ECU von offizieller Seite erheblich gefördert worden ist.

Belegung des ECU-Geschäfts der Banken



Eine signifikante Umkehr fand auf der Herkunftsseite des Marktes statt, wo nach Abzügen in Höhe von \$ 0,9 Mrd. im Jahr 1986 die ECU-Einlagen der Nichtbanken im letzten Jahr um \$ 0,7 Mrd. stiegen. Die Aufhebung des teilweisen Verbots der inländischen Verwendung von ECU als Denominator in Deutschland (s. Kapitel VII, S. 202) war nicht mit einer signifikanten Zunahme der ECU-Anlagen von Inländern verbunden. Ein starkes Volumenswachstum (\$ 4,8 Mrd.) war bei den von Banken außerhalb der EG zugegangenen ECU-Mitteln zu verzeichnen.

### Die Nationalitätenstruktur des internationalen Bankgeschäfts

Betrachtet man die Entwicklung des internationalen Bankgeschäfts unter dem Gesichtspunkt der Nationalität der berichtenden Banken, so ragt wie in den vergangenen Jahren die dominierende Rolle der japanischen Banken beim Wachstum sowohl der grenzüberschreitenden Aktiva als auch der lokalen Kreditgewährung in Fremdwährung der berichtenden Banken heraus. Die internationalen Forderungen der japanischen Banken einschließlich ihrer Niederlassungen in den anderen berichtenden Industrieländern expandierten im letzten Jahr um \$ 432 Mrd. oder 39%, womit sie fast die Hälfte des gesamten Wachstums (\$ 927 Mrd.) der internationalen Forderungen der Banken in den berichtenden Industrieländern auf sich vereinigten. Im Vergleich dazu wiesen die internationalen Forderungen der französischen, schweizerischen, deutschen

Dominierende Rolle der japanischen Banken beim Wachstum des internationalen Bankgeschäfts

Klassifizierung der internationalen Forderungen der Banken nach der Nationalität*						
Heimatland der Bank	Dezember 1985		Dezember 1986		Dezember 1987	
	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)	191,2	7,0	270,1	7,8	347,9	7,9
Frankreich	244,0	9,0	289,6	8,4	375,5	8,6
Großbritannien	192,9	7,1	211,5	6,1	253,9	5,8
Italien	113,3	4,2	145,1	4,2	185,0	4,2
Japan	707,2	26,1	1 120,1	32,4	1 552,1	35,4
Schweiz	109,2	4,0	152,0	4,4	196,1	4,5
USA	590,2	21,7	599,2	17,3	647,6	14,8
Sonstige	566,8	20,9	666,4	19,4	823,2	18,8
<b>Insgesamt</b>	<b>2 714,8</b>	<b>100,0</b>	<b>3 454,0</b>	<b>100,0</b>	<b>4 381,3</b>	<b>100,0</b>
<i>davon: gegenüber Nichtbanken</i>	<i>785,0</i>	<i>28,9</i>	<i>954,4</i>	<i>27,6</i>	<i>1 200,1</i>	<i>27,4</i>

\* 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, 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.

und italienischen Banken Wachstumsraten zwischen 30 und 27,5% auf, während die internationalen Aktiva der US-amerikanischen und kanadischen Banken nur um 8 bzw. 2,5% wuchsen. Im Endergebnis weitete sich deshalb der Anteil der japanischen Banken am Gesamtbestand der internationalen Forderungen weiter aus, nämlich von 32,4% Ende 1986 auf 35,4%, während jener der US-Banken weiter von 17,3 auf 14,8% fiel.

Die Unterschiedlichkeit der Entwicklungen zwischen nordamerikanischen Banken und Banken anderer Nationalitäten ist besonders dann augenfällig, wenn man die Forderungen zwischen konzernverbundenen Bankstellen ausklammert. Auf dieser Basis zeigte nämlich das ausstehende internationale Geschäft der US-Banken kaum ein Wachstum im letzten Jahr; mit \$ 357 Mrd. war es nur ein Drittel so groß wie das der japanischen Banken und, was vielleicht mehr überrascht, nur wenig umfangreicher als das der französischen (\$ 325 Mrd.) und der deutschen Banken (\$ 293 Mrd.). Dies ist ein riesiger Unterschied im Vergleich mit der Situation vor nur fünf Jahren, als die internationalen Aktiva der US-Banken noch erheblich größer waren als jene der japanischen Banken und eine ganz andere Größenordnung hatten als die der europäischen Banken. Ein Teil dieses dramatischen Rückgangs des Anteils der amerikanischen Banken an den internationalen Märkten geht auf Wechselkurseffekte zurück. Die internationalen Aktivitäten der japanischen und europäischen Banken bestehen zu einem weit größeren Teil – als dies bei den US-Banken der Fall ist – aus Nichtdollarwährungen, deren Dollarwert durch die Wechselkursentwicklung aufgebläht wurde. Der Hauptgrund für den Rückgang des Marktanteils der amerikanischen Banken liegt jedoch in deren Anstrengungen, angesichts ihres hohen Engagements in Lateinamerika und inländischer Kreditprobleme die Struktur ihrer Bilanzen durch eine Rückführung des internationalen Geschäfts zu stärken.

Hinzuzufügen wäre noch, daß diese Zahlen dazu tendieren, den Marktanteil der USA zu überzeichnen und den Japans zu unterzeichnen, weil die Zahlen über die US-Banken – anders als bei den Banken anderer Nationalität – auch deren Niederlassungen an den größeren Offshore-Finanzplätzen im karibischen Raum und im Fernen Osten einschließen. Im Gegensatz dazu sind die sehr beträchtlichen Aktivitäten japanischer Niederlassungen in Singapur und Hongkong nicht in diesen Statistiken enthalten.

#### *Der Konsortialkreditmarkt*

Nach mehreren Jahren geringerer Aktivität erlebte der internationale Markt für Konsortialkredite 1987 einen starken Aufschwung. Das Volumen der angekündigten neuen internationalen Fazilitäten erreichte mit \$ 88 Mrd. mehr als das Doppelte des vergangenen Jahres. Aber der Trend zur Finanzierung über Banken stellt keine Rückkehr zu den Strukturen der frühen achtziger Jahre dar, als die Entwicklungsländer und die osteuropäischen Staaten eine dominierende Stellung als Schuldner am Konsortialkreditmarkt einnahmen. 1987 wurden fast 90% der neuen Fazilitäten von Kreditnehmern aus Industrieländern beansprucht, wobei der Großteil dieser Kredite auf nichtfinanzielle Unternehmen entfiel. Im Gegensatz dazu nützten die Regierungen einiger dieser Staaten ihre hohe Kreditwürdigkeit, um vorwiegend auf den internationalen Anleihemärkten Mittel aufzunehmen.

Gründe für den Rückgang des Marktanteils der US-Banken

Kräftige Wiederbelebung des Geschäfts



Auch die Struktur der neuen Fazilitäten war wesentlich anders als in früheren Jahren. Es gab eine weitere Ausweitung (auf \$ 40 Mrd.) der Fazilitäten mit Mehrfachooptionen, die es den Kreditnehmern erlauben, die Mittel in verschiedenen Währungen und in verschiedenen Formen zu beanspruchen, etwa in Gestalt von Commercial papers, Bankakzepten oder kurzfristigen Bankkrediten. Das größte Volumen neuer Konsortialkredite wurde im letzten Jahr für nichtfinanzielle Unternehmen aus Großbritannien (\$ 30,7 Mrd.) bereitgestellt, \$ 8 Mrd. allein für den Bau des Ärmelkanaltunnels. Andere größere Fazilitäten erhielten Kreditnehmer in den USA (\$ 15,8 Mrd.) und in Frankreich (\$ 6,3 Mrd.).

Strukturmerkmale und Nationalität der Schuldner

## Die internationalen Wertpapiermärkte

### *Der Markt für Euronotes*

1987 zeigte die Struktur des Marktes für Euronotes (definiert als Schuldscheine, die mit oder ohne Übernahmegarantie auf den internationalen Märkten emittiert werden) viele der Merkmale, die bereits in der zweiten Hälfte des Jahres 1986 zu beobachten gewesen waren. Das Gesamtvolumen neuer mittelfristiger Fazilitäten zur Ausgabe kurz- und mittelfristiger Euronotes belief sich auf \$ 70,2 Mrd., was etwas weniger war als 1986. Der Betrag der tatsächlich im Rahmen dieser Fazilität ausgegebenen und auf den Märkten umlaufenden Notes dürfte sich hingegen 1987 um schätzungsweise \$ 23,3 auf insgesamt 52,7 Mrd. ausgeweitet haben. Fast 95% der neuen Fazilitäten waren Euro-Commercial-paper-Programme (ECP), bei denen die Händler die Unterbringung der Papiere besorgten, ohne daß eine Geschäftsbank deren Übernahme garantiert. Tatsächlich haben einige Schuldner bestehende, garantierte Fazilitäten gekündigt und durch ECP-Programme ersetzt. Auf Euro-Commercial papers entfiel zudem fast der gesamte Zuwachs an tatsächlichen Plazierungen, und auf sie entfielen Ende 1987 63% aller am Euromarkt umlaufender Notes. Eine andere wichtige Entwicklung war das weitere Wachstum der neuen Fazilitäten zur Ausgabe mittelfristiger Notes (definiert als Schuldtitel mit Laufzeiten von über neun Monaten bis zu zehn Jahren), das 1987 \$ 11 Mrd. ausmachte.

Kleineres Volumen neuer Fazilitäten, aber stärkere Nutzung

Verlagerung zu nichtgarantierten Papieren

Das Überwiegen der ECP-Programme war der Hauptgrund für die zunehmende Annäherung zwischen dem Euro-Note-Markt und dem Inlandsmarkt für Commercial paper in den USA. Entwicklungen wie die zunehmende Bedeutung von Rating-Agenturen und die Veröffentlichung repräsentativer Zinssätze für Euro-Commercial papers durch die Bank von England seit August 1987 sollten helfen, den kurzfristigen Euro-Note-Markt auf eine solidere Basis zu stellen. Das Rating von Euronotes setzt voraus, daß der Emittent Zugang zu Bankkrediten hat, auch wenn dieser Zugang nicht vertraglich mit der Ausgabe der Titel verbunden ist. Die Veröffentlichung repräsentativer Zinssätze für Euro-Commercial papers mit verschiedenen Laufzeiten erlaubt eine Zinsfestlegung unabhängig von traditionellen bankbezogenen Sätzen wie dem LIBOR, obwohl diese neuen Richtsätze bis jetzt nicht so allgemein verwendet werden, wie erwartet wurde. Überdies scheint es, daß der ECP-Markt dem Muster des US-Marktes insoweit folgt, als die Laufzeit der Papiere auf die Bedürfnisse der

Annäherung zwischen den US- und den Euro-Commercial-paper-Märkten

## Internationale Finanzmarktaktivitäten nach Marktsektoren und Schuldnern

Schuldner \ Marktsektor	USA	Japan	Übrige berich- tende Indu- strie- länder	Son- stige ent- wickel- te Länder	Ost- europa	Ent- wick- lungs- länder (einschl. OPEC)	Sonsti- ge <sup>1</sup>	Ins- gesamt
	Milliarden US-Dollar							
<b>Internationale Anleihebegebungen</b>								
1982	15,3	5,9	34,4	4,0	0,0	3,1	11,6	74,3
1983	7,9	11,3	34,3	3,6	0,0	1,8	14,9	73,8
1984	24,8	15,8	45,4	6,1	0,1	2,8	13,4	108,4
1985	40,6	20,0	67,8	9,4	0,4	6,1	20,2	164,5
1986	41,6	31,8	109,5	15,4	0,6	2,9	19,7	221,5
1987	22,6	42,3	76,7	11,9	0,6	2,0	19,5	175,6
1988 1. Quartal	3,0	9,4	35,7	3,4	0,4	0,9	6,7	59,5
<b>Euro-Note-Fazilitäten<sup>2</sup></b>								
1982	0,4	0,0	0,9	0,4	0,0	0,5	0,2	2,4
1983	0,4	0,6	1,0	1,0	0,1	0,2	0,0	3,3
1984	3,0	0,2	9,4	4,8	0,1	0,6	0,7	18,8
1985	16,5	0,5	21,1	9,7	0,1	1,2	1,2	50,3
1986	19,0	10,4	27,6	11,0	0,1	1,3	1,7	71,1
1987	15,0	10,0	31,6	11,8	0,0	1,3	0,5	70,2
1988 1. Quartal	4,1	0,0	15,1	2,1	0,1	0,4	0,4	22,2
<b>Wertpapiermarkt insgesamt</b>								
1982	15,7	5,9	35,3	4,4	0,0	3,6	11,8	76,7
1983	8,3	11,9	35,3	4,6	0,1	2,0	14,9	77,1
1984	27,8	16,0	54,8	10,9	0,2	3,4	14,1	127,2
1985	57,1	20,5	88,9	19,1	0,5	7,3	21,4	214,8
1986	60,6	42,2	137,1	26,4	0,7	4,2	21,4	292,6
1987	37,6	52,3	108,3	23,7	0,6	3,3	20,0	245,8
1988 1. Quartal	7,1	9,4	50,8	5,5	0,5	1,3	7,1	81,7
<b>Konsortialkredite<sup>3</sup></b>								
1982	7,0	0,1	22,9	12,5	0,8	53,5	2,6	99,4 <sup>4</sup>
1983	3,4	0,1	13,6	5,6	0,8	26,6	1,7	51,8 <sup>4</sup>
1984	3,6	0,3	8,3	4,2	2,5	17,1	0,6	36,6 <sup>4</sup>
1985	2,1	0,0	5,1	2,4	3,6	7,8	0,1	21,1 <sup>4</sup>
1986	3,8	0,3	10,6	3,5	2,0	16,4	1,2	37,8 <sup>4</sup>
1987	15,8	0,5	52,0	7,8	1,9	8,9	1,0	87,9 <sup>4</sup>
1988 1. Quartal	3,4	0,0	15,5	2,6	0,2	2,2	0,0	23,9 <sup>4</sup>

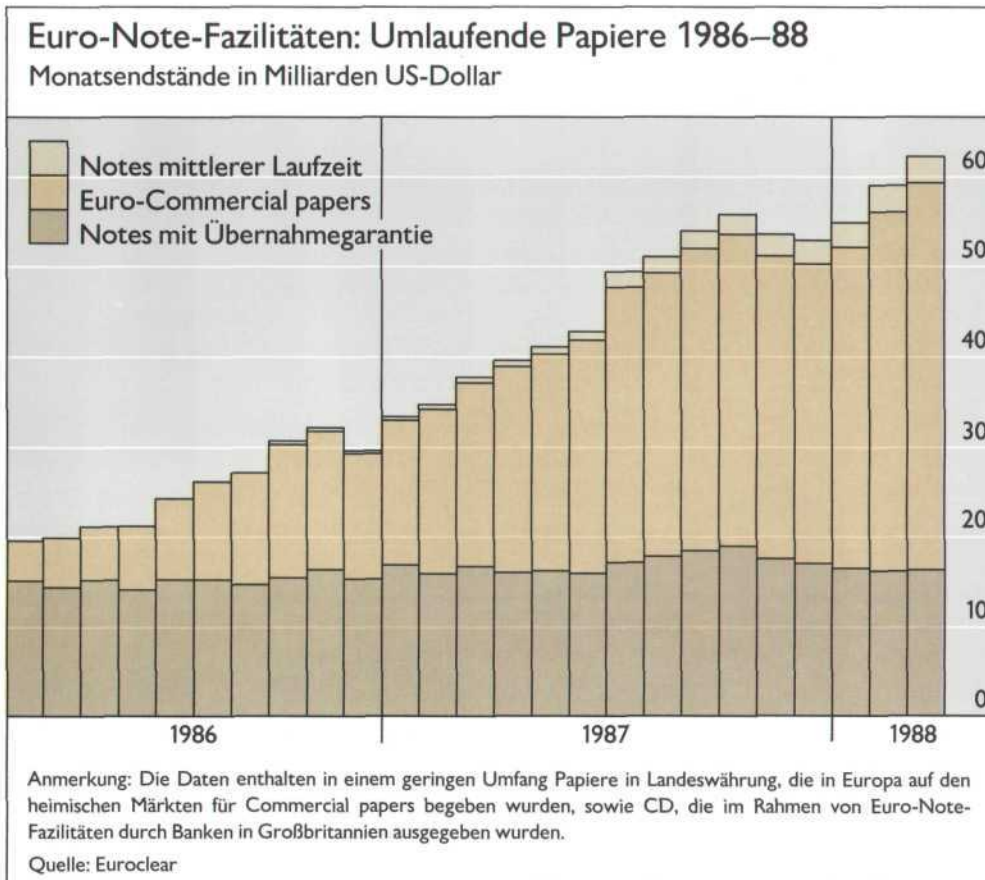
<sup>1</sup> Offshore-Finanzplätze, internationale Finanzinstitutionen zuzüglich nicht zurechenbarer Positionen. <sup>2</sup> Umfaßt alle Euro-Note-Fazilitäten einschl. „underwritten facilities“ (NIF, RUF und Multi-Component Facilities mit der Option zur Plazierung von Notes) sowie „non underwritten“ oder „uncommitted facilities“ vornehmlich in Form von Euro-Commercial-paper-Programmen. <sup>3</sup> Ohne bestehende Kredite, bei denen nur neue Zinsspannen vereinbart wurden.

<sup>4</sup> Enthält die folgenden Beträge, die im Rahmen von unter offizieller Mitwirkung geschnürten Kreditpaketen gewährt wurden: \$ 11,2 Mrd. 1982, \$ 13,7 Mrd. 1983, \$ 6,5 Mrd. 1984, \$ 2,3 Mrd. 1985, \$ 8 Mrd. 1986 und \$ 4,7 Mrd. 1987. Im ersten Quartal 1988 wurden \$ 1,7 Mrd. an derartigen Krediten vergeben.

Quelle: Bank von England.



einzelnen Gläubiger und Schuldner zugeschnitten wird und man sich deshalb zunehmend von der Standardlaufzeit drei Monate entfernt, die bisher für den Großteil der ausgegebenen Papiere galt. Eine andere Entwicklung war die Abnahme der Zahl der Finanzinstitute, die aktiv als Marktmacher auf den Märkten für abgesicherte Euronotes und Euro-Commercial papers tätig sind. Dieser Rückzug, der parallel zur Entwicklung in anderen Märkten erfolgte, ist eine Folge der massiven Schmälerung der erzielbaren Spreads. Er stellt auch eine Hinwendung zu einer dem US-Commercial-paper-Markt ähnlichen Struktur dar, bei der die Zahl der Händler vergleichsweise gering ist.



Trotz dieser Konvergenz bleiben einige Unterschiede zwischen dem Commercial-paper-Markt in den USA und dem internationalen Markt bestehen. Zum Beispiel sind in den Vereinigten Staaten die Hauptkäufer der Commercial papers große inländische institutionelle Anleger, im besonderen die Geldmarktfonds, während die Euronotes dem Vernehmen nach von einem breiteren Spektrum internationaler Anleger erworben werden. Auch differieren die Plazierungspraktiken und Abrechnungsmechanismen zwischen beiden Märkten.

Obwohl die weitaus meisten der neuen ECP-Programme und anderen kurzfristigen Fazilitäten auf US-Dollar lauteten, schloß eine wachsende Zahl von Programmen die Option ein, Notes auch in anderen Währungen und in ECU zu begeben. Die vermehrte Verwendung anderer Währungen war von einer Expansion der nationalen Commercial-paper-Märkte außerhalb der USA begleitet. Allerdings bewahrten diese Märkte im wesentlichen ihren inländischen Charakter. 1987 erhöhte sich das auf dem französischen Markt umlau-

Ausbreitung nationaler Commercial-paper-Märkte

fende Commercial-paper-Volumen, das nahezu zur Gänze von inländischen Anlegern gehalten wurde, um 70% auf FF 40,8 Mrd. In Großbritannien schnellte das Emissionsvolumen von £ 0,5 Mrd. (Ende 1986), auf £ 2,9 Mrd. (Ende März 1988), wobei nur 5% dieses Betrags von ausländischen Unternehmen aufgenommen wurden.

Nationalität der Schuldner

Was die Nationalität der Emittenten betrifft, so legten US-Schuldner das größte Volumen an neuen Euro-Note-Programmen auf (\$ 15 Mrd.). Japanische Schuldner waren mit Abschlüssen neuer Fazilitäten im Ausmaß von \$ 10 Mrd. gleichfalls sehr aktiv, wobei der weitaus größte Teil Einlagezertifikate von Banken betraf. Obwohl die Begebung von Euro-Yen-Commercial papers erst Ende November 1987 gestattet worden war, wurden bis Ende des Jahres neue Programme im Betrag von \$ 1,5 Mrd. für japanische Schuldner abgeschlossen. Weitere beträchtliche Fazilitäten gingen an Kreditnehmer in Großbritannien (\$ 9,1 Mrd.), Australien (\$ 8 Mrd.) sowie Norwegen und Neuseeland (je \$ 3,2 Mrd.).

Gemessen am Volumen der Ende Dezember 1987 umlaufenden Papiere waren australische Wirtschaftssubjekte die größten Schuldner (\$ 11,2 Mrd.). Kreditnehmer in den USA, für die seit Bestehen des Euro-Note-Marktes das größte Volumen an Fazilitäten abgeschlossen worden ist, hatten nur \$ 7,9 Mrd. im Umlauf. Andere große Schuldner kamen aus den Niederlanden (\$ 4,3 Mrd.), Frankreich (\$ 4,1 Mrd.) und Schweden (\$ 3,9 Mrd.).

Im ersten Quartal 1988 sind neue Euro-Note-Fazilitäten in Höhe von \$ 22,2 Mrd. abgeschlossen worden, was die größte jemals verzeichnete Ausweitung war. Gleichzeitig hat auch das Volumen der umlaufenden Papiere, das in den beiden Monaten nach dem Börsenkrach stark abgenommen hatte, kräftig expandiert, und zwar auf \$ 62 Mrd. bis Ende März 1988.

### *Der internationale Anleihemarkt*

Abnehmende Emissionstätigkeit

Nach einigen Jahren beispiellosen Wachstums ist der Betrag der auf den internationalen Anleihemärkten neu angekündigten Begebungen im vergangenen Jahr von \$ 222 Mrd. im Jahr 1986 auf \$ 176 Mrd. zurückgegangen. Nach einem Emissionsrekord in den ersten drei Monaten von 1987 setzte im zweiten Quartal die Abschwächung ein, die sich dann nach dem Börsenkrach im Oktober akzentuierte.

Die Bedeutung der Zinsvolatilität

Drei Bündel von Faktoren übten einen starken Einfluß auf die Zusammensetzung und das Volumen der Aktivitäten auf den internationalen Anleihemärkten aus. Erstens wurde nach einem vorübergehenden Zinsrückgang während des ersten Quartals das makroökonomische Umfeld weniger freundlich. Die ab März steigenden Dollarzinssätze dämpften das Interesse von Kreditnehmern und Anlegern an festverzinslichen Titeln, während der FRN-Markt noch immer darniederlag. Der Zinsanstieg beeinträchtigte auch das Underwriting, weil dadurch die Absicherung von Trading-Positionen erschwert wurde. Als Folge dieser Entwicklungen gingen die Emissionen von Festzinsanleihen, die im ersten Quartal \$ 57,4 Mrd. ausgemacht hatten, für den Rest des Jahres auf einen Quartalsdurchschnitt von etwa \$ 35 Mrd. zurück. Yen-Emissionen waren durch das Steigen der japanischen Zinssätze, das einige Monate später als in den



Strukturmerkmale des internationalen Anleihemarktes <sup>1</sup>									
Position	1984	1985	1986	Jahr	1987				1988 1. Quartal
					1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal	
Milliarden US-Dollar									
Anleihen insgesamt	108,4	164,5	221,5	175,6	60,1	45,7	42,2	27,6	59,5
nach Emissionsart:									
Festverzinsliche									
Anleihen	74,4	108,6	173,7	163,6	57,4	44,0	39,6	22,6	56,8
Zinsvariable Notes	34,0	55,9	47,8	12,0	2,7	1,7	2,6	5,0	2,7
darunter:									
mit Eigenkapitalbezug <sup>2</sup>	8,5	11,6	27,5	43,3	7,8	15,7	17,2	2,6	7,9
nach Emissionswährung:									
US-Dollar	66,9	95,5	115,3	57,8	18,5	16,0	18,7	4,6	15,5
Euro	1,9	3,9	6,4	5,0	1,3	0,4	1,0	2,3	1,6
Ausland	1,2	6,9	18,2	23,1	8,5	8,6	0,9	5,1	4,9
Yen	4,7	5,4	4,4	1,6	0,6	0,0	0,7	0,3	0,9
Euro	13,1	14,9	23,3	24,0	6,1	4,9	7,9	5,1	10,0
Ausland	7,0	11,3	16,2	15,0	6,6	2,5	2,2	3,7	7,6
Schweizer Franken	4,1	5,6	10,9	14,9	5,3	4,2	2,5	2,9	7,4
Euro	1,4	1,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ausland	0,3	3,2	3,4	8,7	3,1	3,3	2,2	0,1	1,6
Australischer Dollar	2,9	7,3	6,8	7,4	3,7	1,7	1,1	0,9	2,1
ECU <sup>3</sup>	4,9	9,5	16,2	18,1	6,4	4,1	5,0	2,6	7,9
Sonstige									

<sup>1</sup> Die Zahlen basieren auf Angaben vom Tag der Bekanntgabe. <sup>2</sup> Wandelanleihen und Anleihen mit Option zum Bezug von Aktien.  
<sup>3</sup> Ohne Anleihen, die auf den nationalen Märkten der Schuldner begeben wurden.  
Quelle: Bank von England.

USA einsetzte, sehr stark betroffen. Nach einer stetigen Expansion, die in Anleihebegehungen in Höhe von \$ 8,6 Mrd. im zweiten Quartal 1987 kulminierte, fielen sie im dritten Quartal auf den geringen Betrag von \$ 0,9 Mrd. zurück.

Die Schwäche des US-Dollars und die Befürchtung, daß künftige Wertverluste durch das Zinsgefälle zugunsten des Dollars nicht vollständig gedeckt sein könnten, waren die wichtigsten Faktoren hinter der starken Verkleinerung des Anteils der Dollaranleihen am Gesamtbetrag aller begebenen Festzinsanleihen auf 37%, den niedrigsten Wert, der jemals verzeichnet wurde. Obwohl sich die Emissionen in anderen Währungen ausweiteten, genügte dies nicht, um den Rückgang der Dollarbegehungen auszugleichen, zumal der Swapmarkt zwar aktiv war, aber der Neuemission von Anleihen nicht immer Auftrieb gab.

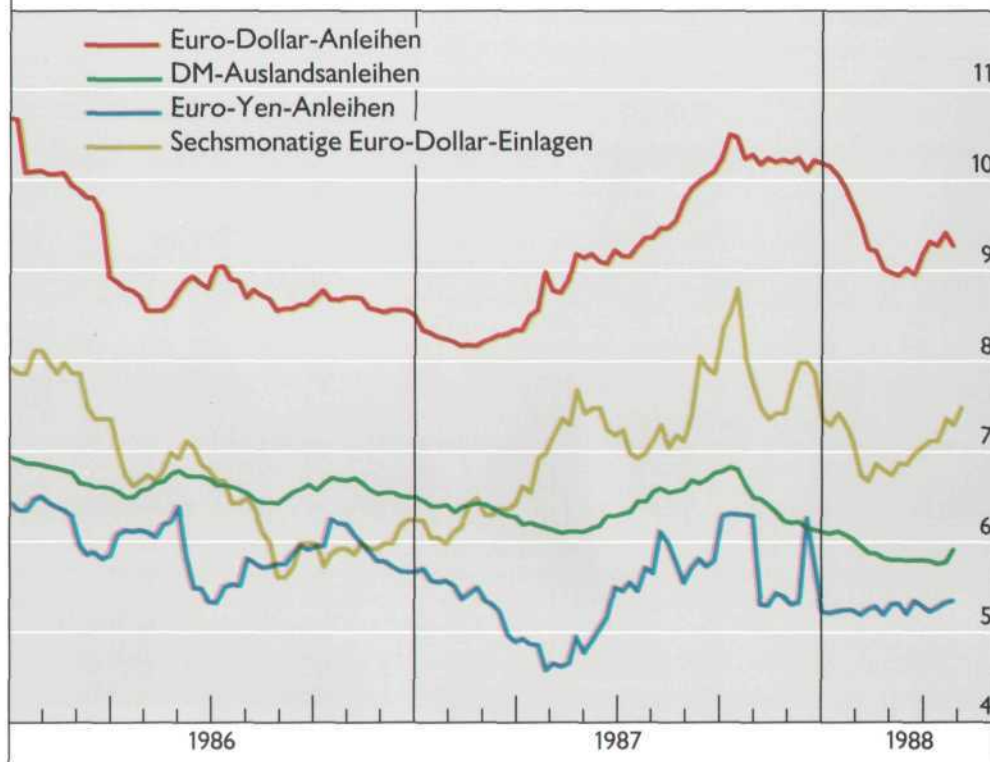
Angesichts der anhaltenden Probleme auf dem FRN-Markt war bis zum Oktober der starke Kursanstieg auf den Aktienmärkten die einzige treibende Kraft bei Neuemissionen. Eigenkapitalbezogene Emissionen, meist in der Form von Optionsanleihen, schnellten auf \$ 43,3 Mrd., das waren 25% aller 1987 aufgelegten Anleihen. Im zweiten und dritten Quartal vereinigten sie sogar im Durchschnitt fast 40% aller Neuemissionen auf sich.

Die Börsenhausse bis Oktober belebte auch die Emissionstätigkeit auf dem internationalen Aktienmarkt. Die internationale Begebung von Aktien und aktienähnlichen Wertpapieren erreichte 1987 \$ 15,5 Mrd. oder nahezu das Doppelte des Vorjahresgesamtwerts. Ein erheblicher Teil dieser Emissionen

Wechselkurseinflüsse

Rückwirkungen der Aktienmarktentwicklungen

Rendite ausgewählter internationaler Anleihen und Zinssatz für Euro-Dollar-Einlagen 1986–88  
Mittwochswerte in Prozent



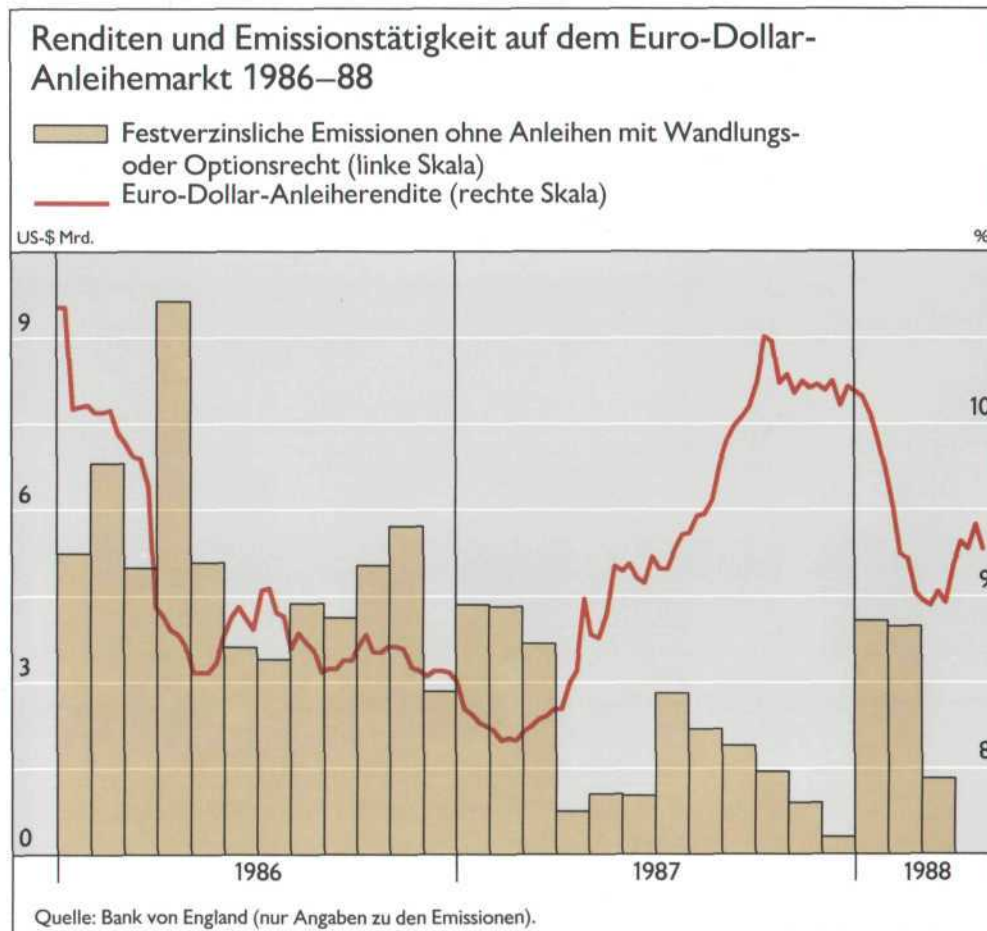
bestand aus Zeichnungsangeboten an Ausländer im Zusammenhang mit der Privatisierung öffentlicher Unternehmen.

Steuerliche  
Unsicherheiten

Ein zweites Bündel von Einflüssen auf dem internationalen Anleihemarkt waren angekündigte Änderungen von Steuervorschriften und im besonderen Unklarheiten betreffend ihre Anwendung. Gegen Ende Juni erklärte das US-Finanzministerium, es beabsichtige, das Doppelbesteuerungsabkommen mit den Niederländischen Antillen aufzukündigen, und löste damit die Erwartung aus, daß von den mit vielen Anleihen verbundenen Kündigungsbestimmungen Gebrauch gemacht würde. Obwohl das US-Finanzministerium später seinen Vorschlag zurückzog, fielen die Kurse für jene Wertpapiere, die unter den vorteilhaften Bestimmungen des Doppelbesteuerungsabkommens emittiert worden waren, auf den Sekundärmärkten in die Tiefe, und für viele dieser Papiere wurde die Marktmachertätigkeit überhaupt eingestellt. Ein anderes Ereignis, das die Märkte beeinträchtigte, war die von deutschen Stellen angekündigte Quellensteuer auf Zinserträgen, deren Anwendungsbereich anfänglich nicht sehr klar war. Dies hatte zur Folge, daß sich die Zinsdifferenz zwischen DM-Anleihen am Euromarkt und solchen am Inlandsmarkt drastisch verengte und sich die Anlagepräferenzen auf Anleihen verlegten, deren Denominationswährung als ein fast gleichwertiger Ersatz für die D-Mark angesehen wurde.

Ein dritter wichtiger Einfluß war das Verhalten der Finanzinstitute – besonders im Rahmen des Wettbewerbs um Syndikatsmandate und Marktanteile –, das erhebliche Rückwirkungen auf die Gestaltung der Emissionskonditionen und





Spreads hatte. Die Konsequenzen einer potentiell falschen Preisgestaltung wurden erstmals Ende 1986 mit dem Zusammenbruch des Marktes für FRN ohne Laufzeitbegrenzung und danach mit den Liquiditätsproblemen auf den FRN-Märkten allgemein sichtbar. Trotz steigender Zinssätze und einer steileren Renditenkurve, welche die Attraktivität zinsvariabler Papiere eigentlich hätte erhöhen müssen, war das Volumen der FRN-Neuemissionen 1987 mit \$ 12 Mrd. das niedrigste seit 1981. In der zweiten Jahreshälfte breiteten sich die Liquiditätsprobleme auf andere Sektoren aus. Angesichts der Präferenz der Anleger für hochliquide Papiere mit kurzer Laufzeit konnten ungenügend attraktiv ausgestattete Anleihen auf den Sekundärmärkten nicht ohne Kapitalverlust verkauft werden. Dies erschwerte wiederum die Emission neuer Wertpapiere.

Konsequenzen falscher Konditionsgestaltung

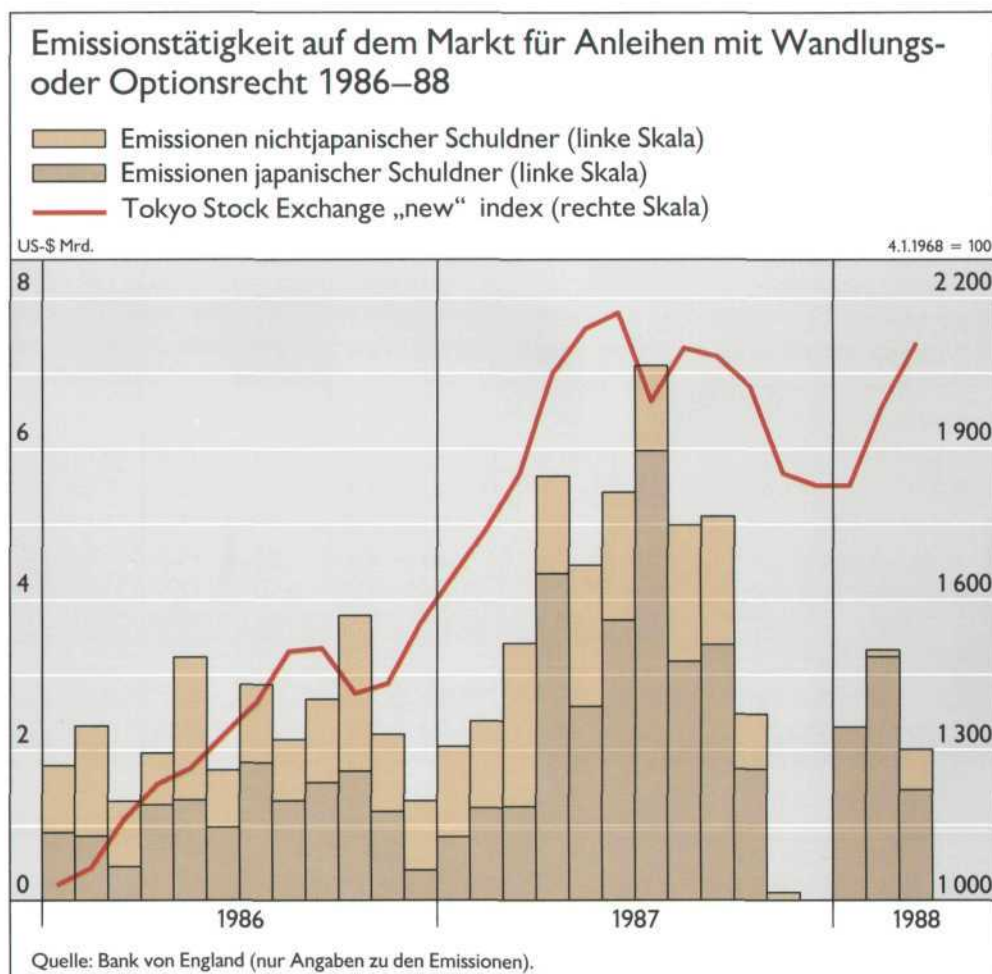
Zum Teil als Ergebnis der Probleme auf dem FRN-Markt und des Rückgangs der Dollaremissionen spielten Swaps bei der Mittelaufnahme eine wichtige Rolle. Das Volumen der direkt mit Neuemissionen verknüpften statistisch erfaßten Zins- und Währungsswaps vergrößerte sich um 28% auf \$ 38,1 Mrd. Im ersten Halbjahr waren die Swaps eng mit Geschäften im Nichtdollar-sektor verbunden, wobei fast 50% der Summe der Neuemissionen in australischem Dollar, ECU und Yen mit Zins- und Währungsswaps einhergingen. Im zweiten Halbjahr ging hingegen das Volumen statistisch erfaßter, direkt mit der Emissionstätigkeit verknüpfter Swaps kräftig zurück; die Schwierigkeiten, neue FRN-Emissionen zu arrangieren, begünstigte Swaps, die nicht mit Neuemissionen

Lebhafte Swapaktivitäten

verbunden sind, ebenso wie Forderungstauschaktionen (asset-based swaps) für Zwecke des Portfoliomanagements.

Der Swapmarkt entwickelte sich im letzten Jahr ganz allgemein in einer Weise, die es staatlichen Emittenten und großen Unternehmen erlaubte, ihre Forderungen und Verbindlichkeiten flexibler umzustrukturieren. Trotz zunehmender Anwendung der Swaptechnik, losgelöst von Neuemissionen, war der Swapmarkt freilich nicht immun gegen die Folgen des Börsenkrachs im Oktober, und die Swappremien stiegen auf Rekordniveaus. Zwei Arten von Einflüssen trugen zu dieser Entwicklung bei. Erstens überstieg, als die Zinsen fielen, das Angebot an festverzinslichen Titeln die Nachfrage. Zweitens wurden Terminalsicherungsgeschäfte wegen des Anstiegs der Zinsen, der erhöhten Wechselkursvolatilität und der größeren Anlagerisiken schwieriger.

Im ersten Quartal 1988 erlebte der internationale Anleihemarkt einen starken Wiederaufschwung: Die Neuemissionen schnellten auf \$ 59,5 Mrd., was fast so viel war wie das Rekordvolumen vom ersten Quartal 1987. Die wichtigsten zu diesem ausgeprägten Wachstum beitragenden Gründe waren ein günstiges Zinsklima, ein stabileres Wechselkursumfeld und – besonders im Fall Japans – die Erholung an den Aktienmärkten. Während die FRN-Emissionen nach einem leichten Anstieg im vorangegangenen Quartal wieder zurückfielen, stiegen die festverzinslichen Emissionen von \$ 20 auf 49 Mrd. In Eigenkapital umwandelbare Emissionen, die nach dem Aktien-Crash im Oktober zum





Erliegen gekommen waren, zogen wieder auf fast \$ 8 Mrd. an, wobei der Großteil auf japanische Kreditnehmer entfiel.

Das relativ günstige Wechselkursklima trug zu einem eindrucksvollen Comeback der Dollaremissionen bei (Anstieg von \$ 6,9 Mrd. im vierten Quartal 1987 auf \$ 17,1 Mrd.), aber auch die Emissionstätigkeit in den meisten anderen Währungssektoren war sehr lebhaft: Schweizerfranken-Emissionen erreichten mit \$ 10 Mrd. ein Rekordvolumen, und die auf D-Mark, Pfund Sterling und ECU lautenden Begebungen erhöhten sich auf mehr als das Doppelte.

### *Ausstehende Verbindlichkeiten und Nettokreditströme auf den internationalen Anleihemärkten*

Die beiden folgenden Tabellen enthalten zum ersten Mal systematische Angaben über die im Umlauf befindlichen internationalen Anleihen und die über die internationalen Anleihemärkte fließenden Nettokreditströme. Diese neuen

Ausstehende Verschuldung und Nettokreditaufnahme an den internationalen Anleihemärkten nach Art und Währung der Emission										
Position	Stand		Veränderung 1986			Stand Ende 1986	Veränderung 1987			Stand Ende 1987
	Ende 1982	Ende 1985	Brutto-neu-emissionen <sup>1</sup>	Til-gun-gen <sup>2</sup>	Wech-sel-kurs-ein-flüsse		Brutto-neu-emissionen <sup>1</sup>	Til-gun-gen <sup>2</sup>	Wech-sel-kurs-ein-flüsse	
Milliarden US-Dollar										
Anleihen insgesamt	255,0	557,4	218,8	-62,1	58,5	772,6	180,6	-71,9	100,0	981,3
nach Emissionsart:										
Festverzinsliche Anleihen	225,0	436,6	170,1	-40,7	56,3	622,3	168,7	-59,8	93,2	824,4
Zinsvariable Notes	30,0	120,8	48,7	-21,4	2,2	150,3	11,9	-12,1	6,8	156,9
darunter:										
mit Eigenkapital-bezug	17,0	44,0	26,1	- 3,5	5,2	71,8	44,7	- 7,2	10,2	119,5
identifizierte Swaps	3,0	28,9	27,7	- 0,9	2,4	58,1	41,5	- 1,7	9,7	107,6
nach Emissions-währung:										
US-Dollar	102,0	267,8	113,7	-37,7	0,0	343,8	61,0	-32,9	0,0	371,9
Euro										
Ausland	42,0	48,0	6,0	- 4,0	0,0	50,0	5,2	- 3,3	0,0	51,9
Yen	1,5	9,7	18,1	- 0,3	3,5	31,0	24,1	- 0,8	13,6	67,9
Euro										
Ausland	15,0	33,0	4,2	- 2,0	8,8	44,0	1,9	- 3,8	11,7	53,8
Schweizer Franken	43,0	78,9	23,3	- 7,7	23,0	117,5	23,7	-16,1	31,9	157,0
D-Mark	31,0	50,4	16,5	- 5,1	14,6	76,4	13,7	- 9,0	17,4	98,5
Pfund										
Sterling										
Euro	2,0	13,3	10,6	- 0,3	0,2	23,8	15,1	- 0,8	8,6	46,7
Ausland	2,0	5,9	0,5	- 0,3	0,1	6,2	0,0	- 0,3	1,6	7,5
Australischer Dollar	0,1	3,4	3,4	0,0	-0,2	6,6	9,0	0,0	0,9	16,5
ECU <sup>3</sup>	2,0	16,5	6,1	- 1,9	3,8	24,5	8,2	- 0,8	6,4	38,3
Sonstige	14,4	30,5	16,4	- 2,8	4,7	48,8	18,7	- 4,1	7,9	71,3

<sup>1</sup> Die Zahlen basieren auf Angaben vom Tag des Geschäftsabschlusses und können von jenen anderer Tabellen abweichen, die auf Angaben vom Tag der Bekanntgabe beruhen; zu jeweiligen Wechselkursen umgerechnet. <sup>2</sup> Termingemäße (einschl. Tilgungsfonds) und vorzeitige Tilgungen (-) zuzüglich implizierter Stückzinsen von Zerobonds (+). Nichtdollarwerte werden am Periodenbeginn zum dann geltenden Wechselkurs in Dollar umgerechnet. <sup>3</sup> Ohne Anleihen, die auf den nationalen Märkten der Schuldner begeben wurden.

## Ausstehende Verschuldung und Nettokreditaufnahme an den internationalen Anleihemärkten nach Art und Nationalität der Emission

	Stand		Veränderung 1986			Stand Ende 1986	Veränderung 1987			Stand Ende 1987
	Ende 1982	Ende 1985	Brutto-neu-emissionen <sup>1</sup>	Til-gun-gen <sup>2</sup>	Wech-sel-kurs-ein-flüsse		Brutto-neu-emissionen <sup>1</sup>	Til-gun-gen <sup>2</sup>	Wech-sel-kurs-ein-flüsse	
Milliarden US-Dollar										
Anleihen insgesamt	255,0	557,4	218,8	-62,1	58,5	772,6	180,6	-71,9	100,0	981,3
nach Emissionsart:										
Banken	40,0	123,4	50,9	-14,9	7,3	166,7	39,3	-13,4	16,0	208,6
Übrige Finanzinstitute	15,0	38,9	30,6	- 4,0	3,6	69,1	19,5	- 4,4	9,1	93,3
Private Nichtbanken	100,0	202,3	79,6	-19,2	22,7	285,4	77,1	-29,1	37,5	370,9
Sonstige <sup>3</sup>	100,0	192,8	57,7	-24,0	24,9	251,4	44,7	-25,0	37,4	308,5
nach Nationalität des Emittenten:										
USA	35,0	100,5	42,1	- 7,1	5,9	141,4	24,0	-12,6	10,2	163,0
Japan	15,0	63,2	31,0	- 4,1	9,5	99,6	43,2	- 7,3	15,2	150,7
Übrige berichtende Industrieländer	125,0	242,3	107,4	-34,2	22,4	337,9	78,6	-32,8	43,6	427,3
Sonstige entwickelte Länder	12,0	30,4	15,3	- 3,7	3,9	45,9	11,7	- 4,0	7,1	60,7
Osteuropa	0,2	1,0	0,6	0,0	0,1	1,7	0,6	- 0,1	0,2	2,4
OPEC-Länder	2,8	4,0	0,4	- 0,3	0,3	4,4	0,1	- 0,4	0,5	4,6
Übrige Entwicklungsländer	15,0	23,7	2,5	- 2,4	2,3	26,1	1,8	- 2,4	3,3	28,8
Sonstige Länder <sup>4</sup>	1,5	2,7	1,1	- 0,4	0,0	3,4	0,5	0,0	0,2	4,1
Internationale Institutionen	48,5	89,6	18,4	- 9,9	14,1	112,2	20,1	-12,3	19,7	139,7

<sup>1</sup> Die Zahlen basieren auf Angaben vom Tag des Geschäftsabschlusses und können von jenen anderer Tabellen abweichen, die auf Angaben vom Tag der Bekanntgabe beruhen; zu jeweiligen Wechselkursen umgerechnet. <sup>2</sup> Termingemäße (einschl. Tilgungsfonds) und vorzeitige Tilgungen (-) zuzüglich implizierter Stückzinsen von Zerobonds (+). Nichtdollarwerte werden am Periodenbeginn zum dann geltenden Wechselkurs in Dollar umgerechnet. <sup>3</sup> Einschl. internationaler Institutionen. <sup>4</sup> Offshore-Finanzplätze zuzüglich nicht aufteilbarer Posten.

Neue Datenbasis für umlaufende internationale Anleihen

Daten, die in ihrer Konzeption der BIZ-Statistik für die internationalen Bankkredite ähneln, wurden, soweit es Anleiheemissionen betraf, hauptsächlich aus Informationen der Bank von England und der OECD und, soweit es umlaufende Anleihen sowie fristgemäße und vorzeitige Rückzahlungen betraf, aus Angaben der Association of International Bond Dealers abgeleitet. Das Bild, das sich daraus für die über die internationalen Anleihemärkte abgewickelten Nettofinanzierungen ergibt, kann sich erheblich von dem unterscheiden, das die Statistik über die Bruttoemissionen bietet. Diese Informationen werden von nun an regelmäßig in der vierteljährlichen Veröffentlichung der BIZ über die Entwicklung der internationalen Finanzmärkte enthalten sein.

Zu Beginn eine kurze Zusammenfassung wichtiger struktureller Charakteristika des Bestands an umlaufenden Anleihen. Zum Jahresende 1987 stellten die Dollarpapiere mit 43,2% den größten Anteil am ausstehenden Gesamtvolumen von \$ 981 Mrd. Im Vergleich zu Ende 1982, als deren Anteil noch 56,5% ausmachte, hat freilich die relative Bedeutung der Dollarpapiere markant abgenommen. Anteilsverminderungen mußten in diesen fünf Jahren auch der



Schweizer Franken (von 16,9 auf 16%) und die D-Mark (von 12,2 auf 10%) hinnehmen, obwohl diese Währungen gegenüber dem Dollar Kursgewinne verbuchten. Umgekehrt verdoppelte sich der Anteil der auf Yen lautenden Titel von 6,5 auf 12,4%. Anders als 1982 gab es Ende 1987 bemerkenswerte Bestände an in Pfund (5,5%) und ECU (3,9%) denominierten Papieren. Nach der Art der Wertpapiere unterschieden entfiel der Großteil auf festverzinsliche Anleihen ohne Wandlungs- bzw. Optionsrecht, aber das Gewicht der Papiere, die mit einem solchen Recht ausgestattet sind, hat seit 1982 ebenso wie der Anteil der nachweisbar geswapten Schuldverschreibungen erheblich zugenommen.

Strukturelle Merkmale der umlaufenden internationalen Anleihen

Unterscheidet man nach Kategorien von Emittenten, so zeigt sich, daß die Finanzinstitute seit 1982 am internationalen Anleihemarkt als Schuldner deutlich ihren Marktanteil ausgeweitet haben (von 21,6 auf 30,8%), während jener der privaten nichtfinanziellen Unternehmen von 39,2 auf 37,8% abgenommen hat. Was die Nationalität der Emittenten angeht, so ist das Übergewicht der Schuldner aus den Industrieländern noch ausgeprägter geworden, während der Anteil der Nicht-OPEC-Entwicklungsländer weiter von 5,9% Ende 1982 auf 2,9% und auch der Anteil der internationalen Organisationen, welche größtenteils der Finanzierung der Entwicklungsländer dienen, von 19 auf 14,2% abgesunken ist.

Kategorien der Emittenten

Wendet man sich den Finanzierungsströmen des Jahres 1987 zu, so zeigt sich, daß die ausstehenden Anleiheverbindlichkeiten um \$ 209 Mrd. oder 27% gestiegen sind. Allerdings waren \$ 100 Mrd. dieses Zuwachses auf Bewertungseinflüsse als Folge der Aufwertung anderer Währungen gegenüber dem Dollar zurückzuführen. Dem Volumen nach weiteten sich die Anleiheschulden um \$ 109 Mrd. oder 14% aus. Diese Nettozunahme war viel kleiner als 1986, nicht nur wegen der Schrumpfung der Neuemissionen, sondern auch wegen der von \$ 62 Mrd. (1986) auf \$ 72 Mrd. erhöhten Anleihenstilgungen.

Schrumpfung der Nettofinanzierung durch Anleihen

Nach Art der Emissionen unterschieden stellten festverzinsliche Wertpapiere fast die Gesamtheit der Nettoneuverschuldungen, während ein bescheidener Betrag an neuen FRN-Emissionen durch die Tilgung alter Papiere völlig kompensiert worden ist. Innerhalb des Festzinssektors entfiel ein großer Teil der neuen Nettomittelaufnahme auf wandlungs- bzw. optionsfähige Emissionen und nachweisbar swapbezogene Emissionen, während der Betrag der übrigen festverzinslichen Papiere stark abnahm, nämlich von \$ 80 Mrd. im Jahr 1986 auf \$ 32 Mrd. Nach Währungen unterschieden ergibt sich bei den Nettodollaremmissionen eine Abnahme um mehr als 60% auf nicht mehr als \$ 30 Mrd. oder knappe 28% der neuen Nettofinanzierung durch Anleihen. Auch die Mittelaufnahme in Schweizer Franken und D-Mark ging deutlich zurück. Gestiegen ist hingegen die Anleiheverschuldung in Yen, Pfund Sterling, australischem Dollar und ECU.

Eine Aufschlüsselung nach der Kategorie der Schuldner zeigt, daß die Nettomittelaufnahme der Banken von \$ 36 Mrd. 1986 auf \$ 26 Mrd. zurückging – eine Entwicklung, die mit der Stagnation auf dem FRN-Markt zusammenhängt. Andere Finanzinstitute haben ebenfalls ihre Nettobeanspruchung der internationalen Anleihemärkte recht deutlich zurückgeschraubt, während die Neufinanzierungen der nichtfinanziellen Unternehmen auf einem relativ hohen

Erhebliche japanische Beanspruchung des Marktes, bescheidener Rückgriff seitens der USA

Niveau (\$ 48 Mrd.) verharren. Was die Nationalität der einzelnen Emittenten anbelangt, so fiel die Nettoneuverschuldung der US-Emittenten, früher die größten Kreditnehmer, auf \$ 11 Mrd. zurück, das war weniger als ein Drittel des Niveaus von 1986. Die Schwäche des Dollars und eine Verschlechterung der Kreditwürdigkeit im Gefolge einer Welle von Unternehmensübernahmen und -fusionen waren die Hauptfaktoren hinter diesem Rückgang. Im Gegensatz dazu stieg die Mittelaufnahme japanischer Schuldner um ein Drittel auf \$ 36 Mrd.; sie vereinigten damit 33% aller Nettoneufinanzierungen über internationale Anleihen auf sich. Fast 70% der japanischen Mittelaufnahme erfolgte über wandlungs- bzw. optionsfähige Anleihen, und sie wurde von der ungewöhnlichen Dynamik des japanischen Aktienmarktes getragen. Die Mittelaufnahme der anderen Industrieländer reduzierte sich von \$ 85 auf 54 Mrd. Die Entwicklungsländer leisteten netto Rückzahlungen.

## Die Verschuldungssituation

Hauptschuldnerländer: Verschlechterung ihrer internen Wirtschaftslage...

Die Entwicklung der internationalen Schuldenlage präsentierte sich 1987 nicht sehr eindeutig und wies positive wie negative Elemente auf. Negativ war die neuerliche Verschlechterung der Wirtschaftslage in den vierzehn größten Schuldnerländern der dritten Welt (das sind die fünfzehn „Baker-Länder“ abzüglich Jugoslawien). Das Wirtschaftswachstum war verhaltener als in jedem einzelnen der drei vorangegangenen Jahre, die Inflation beschleunigte sich, und die Investitionen nahmen ab. Auf den Sekundärmärkten sanken die Notierungen von Bankforderungen an Schuldnerländer beträchtlich.

...leichte Besserung bei der externen Zahlungssituation

Gleichzeitig hat sich die externe Zahlungssituation der Hauptschuldnerländer im vergangenen Jahr dank eines höheren Exportvolumens und einer bescheidenen Erholung der Terms of trade leicht gebessert. Ihr zusammengefaßtes Leistungsbilanzdefizit halbierte sich nahezu von \$ 16 Mrd. 1986 auf \$ 8,6 Mrd., und ihre Schulden/Export-Relation, die 1986 von 302 auf 372% geschnellt war, ging auf 353% zurück. Trotz steigender LIBOR-Rate fiel die Relation der Bruttozinszahlungen zu den Exporten von Gütern und Dienstleistungen von 30% im Jahr 1986 auf 23% im Jahr 1987, dem niedrigsten Niveau seit Beginn der Schuldenkrise; allerdings beruhte diese Verbesserung zum Teil auf einem einseitig verkündeten Aufschub der Zinszahlungen.

Flexiblere Haltung beim Schuldenmanagement

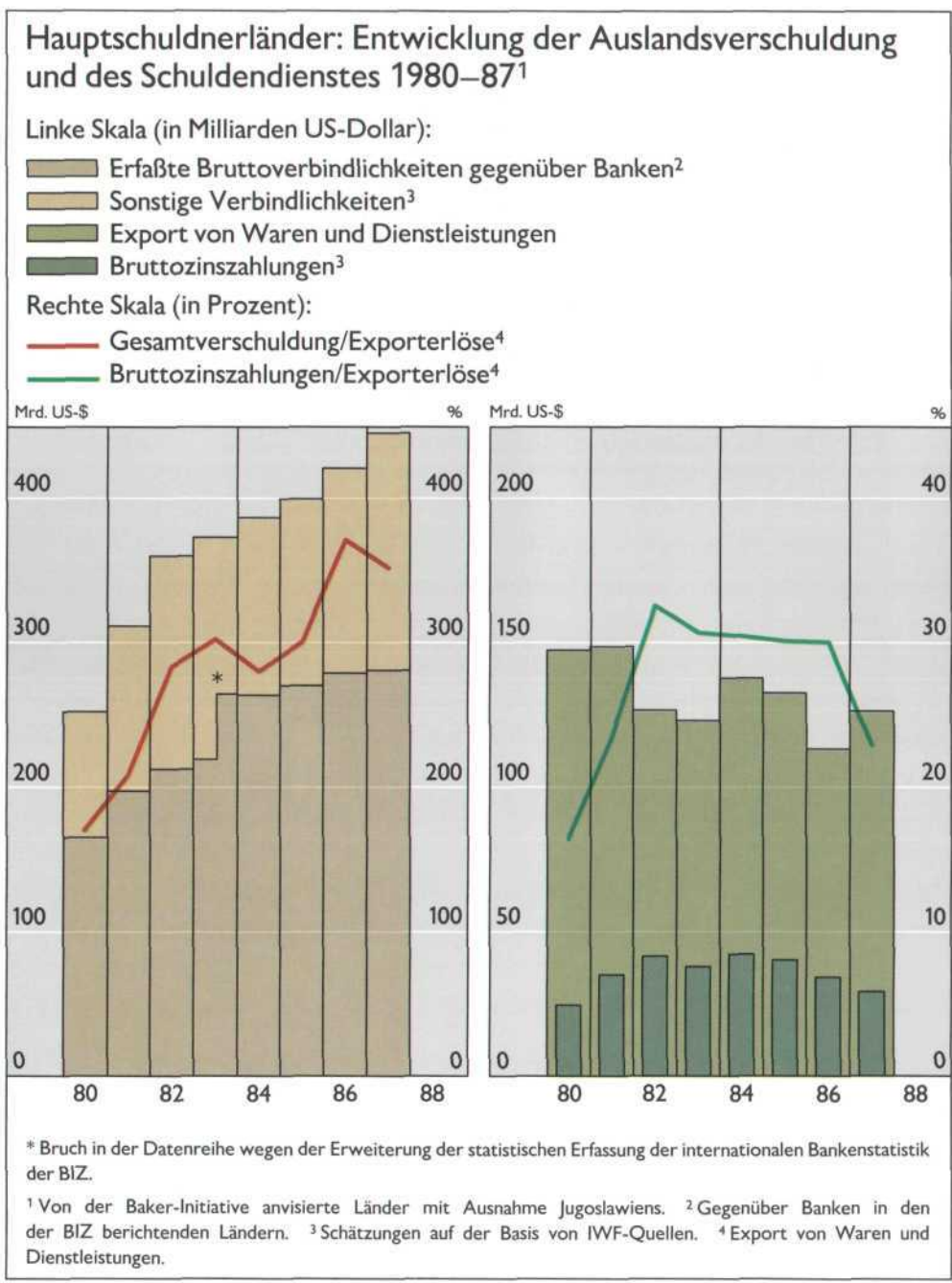
Die Hartnäckigkeit der drückenden Schuldendienstprobleme, unbefriedigende inländische Wirtschaftsbedingungen und wachsende Frustration in vielen Entwicklungsländern haben Zweifel an der Richtigkeit der bisher zur Überwindung der internationalen Schuldenkrise verfolgten Strategie aufkommen lassen. Diese Zweifel haben zusammen mit echter Besorgnis über die längerfristige Evolution der wirtschaftlichen und sozialen Lage in den Schuldnerländern neue Initiativen ermutigt, die größere Flexibilität in die Umschuldungsverhandlungen brachten.

Was die Schulden gegenüber den Geschäftsbanken betrifft – der harte Kern des Problems –, wurden, um die langwierigen Verhandlungen über Umschuldungen und die Gewährung neuer Kredite zu verkürzen, neue Instrumente und Techniken entwickelt, etwa Anreize in Gestalt von Sonderprovisionen, welche die Banken für die frühzeitige Zusage neuer Kredite vor einem



bestimmten Stichtag erhalten. „Exit“-Papiere, welche für kleinere Banken geschaffen wurden, die in Zukunft nicht mehr an Umschuldungsvereinbarungen teilnehmen oder an neuen Paketfinanzierungen beteiligt sein wollen, sind in mehrere jüngste Schuldenumstrukturierungsprogramme aufgenommen worden, so im Fall Argentiniens, Ecuadors, Mexikos und der Elfenbeinküste. Zum Teil dank dieser größeren Flexibilität und der Bereitschaft der Banken, günstigere Konditionen einzuräumen (s. S. 152), hat sich das Verhandlungsklima, das zeitweise sehr gespannt war, im Frühjahr 1988 markant verbessert.

Überdies hat es neue Konzepte beim Schuldenmanagement gegeben, die sich – anders als die unter offizieller Mitwirkung zustande gekommenen Bankkreditpakete – primär nicht auf die Bereitstellung neuer Gelder stützen, sondern direkt auf den Abbau der Auslandsschulden abzielen. Diese neuen



Programme zur  
Schulden-  
reduktion

Lösungsansätze schließen Schuldenumwandlungen und den Rückkauf von Schulden mit hohem Abschlag ein (in einem Fall mit Hilfe ausländischer Geldschenkungen). Diese schuldenreduzierenden Methoden stützten sich direkt oder indirekt auf die Existenz eines Sekundärmarktes für ausstehende Bankforderungen. Direkte Schuldentrückkäufe von Gläubigerbanken sind für jene Länder verlockend, die dabei von dem impliziten, hohen Abschlag auf den Nominalwert ihrer Verbindlichkeit profitieren können; allerdings stehen solchen Schuldentrückkäufen vielfach rechtliche Bestimmungen betreffend die Gleichbehandlung der verschiedenen Gläubiger und der Mangel an Devisen entgegen. Mexiko hat eine recht ansehnliche Rückkaufoperation für private Schulden durchgeführt, die durch ein mexikanisches Devisengarantiearrangement abgesichert sind. \$ 2,7 Mrd. wurden eingesetzt, um Bankschulden im Ausmaß von \$ 3,5 bis 4 Mrd. zu tilgen. Die bolivianische Rückkaufaktion, mit der ein Diskont von 89% auf den Nominalwert der Schulden verbunden war, wurde direkt zwischen den bolivianischen Behörden und den Gläubigerbanken ausgehandelt und ist durch freiwillige Schenkungen anderer Regierungen finanziert worden; der IWF hat technische Unterstützung geleistet. Auf diese Weise eliminierte dieses Land fast die Hälfte seiner Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Banken.

Schuldenkonver-  
sionsprogramme

Mehrere Schuldnerländer richteten Schuldenkonversionsprogramme ein, zum Teil in Verbindung mit Umschuldungsvereinbarungen mit Banken. Sie beinhalten den Tausch einer externen Schuld gegen eine auf inländische Währungen lautende Obligation oder eine Beteiligung an einem Unternehmen im Inland. Diese Programme, die häufig zahlreiche Beteiligte durch eine komplexe Reihe von Transaktionen verbinden, hat einige verschuldete Länder in die Lage versetzt, die Summe ihrer Zinsverpflichtungen zu reduzieren und eine Heimführung von Fluchtkapital in Gang zu setzen. 1987 haben die Schuldenkonversionen fast \$ 4 Mrd. erreicht, wodurch der kumulative Betrag seit 1984 auf \$ 7,6 Mrd. gestiegen ist. Obwohl solche Konversionen die bei den privaten Gläubigern aufgenommenen Kredite seit 1984 nur um insgesamt 3% reduziert haben, konnte Chile auf diese Art 26% seiner Bankschulden tilgen.

Grenzen und  
Nachteile der  
Techniken zur  
Schulden-  
reduktion

Alle diese schuldenvermindernden Programme haben sich als nützlich erwiesen, aber die Möglichkeiten, sie weiter auszudehnen, scheinen sehr begrenzt. Für die Gläubigerbanken beschränken gesetzliche, bankaufsichtsrechtliche und buchhalterische Überlegungen den Spielraum für den Handel mit Schuldtiteln der Schuldnerländer. Überdies könnte der Verkauf von Kreditforderungen mit hohem Diskont negative Auswirkungen auf die Bilanz wichtiger Gläubigerbanken haben. Der Einsatz solcher Instrumente könnte auch für das Schuldnerland Nachteile bringen. Erstens könnten sie die Umleitung knapper Devisenreserven erfordern, und sie führen dem Land – wenn sie nicht mit zusätzlichen Kapitalzuflüssen verbunden sind – keine neuen Mittel zu. Zweitens kann die zur Tilgung von Auslandsverbindlichkeiten erforderliche Bereitstellung inländischer Gelder inflationäre Impulse verstärken. Drittens beinhalten viele Schuldenkonversionsprogramme eine Übertragung von Eigentum an Ausländer, was politisch als nicht akzeptabel betrachtet werden könnte.

Als letztes soll noch darauf hingewiesen werden, daß auf Sekundärmarktnotierungen basierende Schuldentrückkäufe und -konversionen unter einem



systembezogenen Blickwinkel nicht unproblematisch sind. Gewöhnlich werden dabei jene Länder belohnt, deren Schulden mit den größten Abschlägen gehandelt werden. Durch die implizite Prämierung schlechter Leistungen geben sie Anreize falscher Art und werfen Fragen der Fairness auf. Hohe Abschläge auf den Sekundärmärkten werden zudem den Widerstand der Banken gegen neue Kreditpakete erhöhen. Es besteht somit die Gefahr, daß eine übermäßige Ausrichtung auf den Sekundärmarkt einen Weg aus der internationalen Schuldenkrise weist, der einer vernünftigen Wirtschafts- und Anpassungspolitik völlig entgegengerichtet ist.

Das Resultat der verschiedenen Innovationen beim Schuldenmanagement war die Eliminierung eines beträchtlichen Forderungsvolumens aus den Bankbilanzen. Deshalb geben Veränderungen der gegenüber Schuldnerländern ausstehenden Forderungen kein genaues Bild mehr der Kreditflüsse zwischen den Banken und Schuldnerländern. Zu laufenden Dollarkursen gerechnet sind die Bruttoforderungen der berichtenden Banken an die Hauptschuldnerländer nur marginal gestiegen (\$ 1,7 Mrd.); auf der Basis konstanter Wechselkurse am Quartalsende nahmen sie hingegen um \$ 8,7 Mrd. ab, dies erstmals seit Ausbruch der Schuldenkrise. Gleichzeitig erreichte die Auszahlung von Mitteln im Rahmen von konzertierten Finanzierungspaketen \$ 5,6 Mrd., das sind \$ 2,4 Mrd. mehr als 1986. Selbst wenn man den Unterschied zwischen der Veränderung der Auslandsforderungen und den tatsächlichen Mittelzuflüssen berücksichtigt, läßt dies einen Rückgang der freiwilligen Kreditgewährungen vermuten.

Bankforderungen an Entwicklungsländer gehen zurück

Der Rückgang der Bankforderungen an die Hauptschuldnerländer war von einer Änderung der Währungszusammensetzung begleitet. In laufenden Dollarwerten gerechnet erhöhte sich 1987 der Anteil der Nichtdollarwährungen an den insgesamt ausstehenden Forderungen von 15 auf 20%; allerdings gehen mehr als 60% dieser Ausweitung auf das Konto von Wechselkurseinflüssen. Nichtsdestoweniger scheint in den letzten fünf Jahren als Folge der Schuldenumstrukturierung eine signifikante Verschiebung bei den ausstehenden Verbindlichkeiten von Dollardenominierungen zu anderen Währungen stattgefunden zu haben.

Änderung der Währungszusammensetzung der Bankforderungen

Auch der Umschuldungsprozeß hat 1987 in verschiedener Hinsicht erhebliche Veränderungen erfahren. Im besonderen kam es zu erheblichen Zunahmen bei den Umschuldungen langfristiger Verbindlichkeiten gegenüber Banken und offiziellen Stellen. Alles in allem wurden \$ 92 Mrd. an Bankforderungen umgeschuldet (1986: \$ 72 Mrd.). Ferner wurde ein Rekordbetrag von mehr als \$ 25 Mrd. an Forderungen offizieller Stellen im Pariser Club umgeschuldet. Die meisten Umschuldungen brachten auch eine Verbesserung der Schuldendienstbedingungen. Verglichen mit 1986 stieg die Laufzeit der mit den Geschäftsbanken neu ausgehandelten Verbindlichkeiten von zehn auf fünfzehn Jahre, die durchschnittliche tilgungsfreie Zeit von vier auf fünf Jahre und die durchschnittliche Konsolidierungsperiode von zwei Jahren und neun Monaten auf vier Jahre. Zusätzlich verringerte sich der Zinsaufschlag auf LIBOR im Durchschnitt von 1,3% 1986 auf unter 1%. Günstigere Konditionen gab es auch bei den Bereitstellungsprovisionen und mitunter den Zinszahlungsmodalitäten.

Größere Vielfalt bei Umschuldungsvereinbarungen

Erhöhte Rückstellungen der Banken

Eine für die Beziehung zwischen Gläubigerbanken und Schuldnerstaaten sehr wichtige Entwicklung war die starke und weit gestreute Erhöhung der Rückstellungen der Banken, was in einigen Fällen durch tatsächliche oder erwartete Veränderungen der bankaufsichtlichen und steuerlichen Bestimmungen erleichtert wurde. Vor allem die Banken in den Vereinigten Staaten, Japan, Großbritannien und Kanada erhöhten ihre bis dahin nur geringen Rückstellungen für ihre Engagements in den Problemschuldnerländern und näherten sie dem in einigen europäischen Ländern bestehenden Niveau an. Allerdings haben auch die Banken in den europäischen Ländern ihre Vorsorgemaßnahmen verstärkt, so daß die Lücke zwischen diesen beiden Bankgruppen bestehen blieb.

Indem sie die Fähigkeit der Banken erhöhten, Verluste aufzufangen, war die unmittelbarste Auswirkung höherer Rückstellungen eine Stärkung der Verhandlungsposition der Banken und der Fähigkeit des Finanzsystems, Schocks zu überstehen. Zudem hat der Aufbau beachtlicher Länderrisikoreserven eine Reihe komplexer, indirekter Auswirkungen auf die Schuldensituation gehabt. Obwohl die Entscheidung, die Vorsorgemaßnahmen zu erhöhen, von der Erwartung höherer Verluste beeinflusst gewesen sein dürfte, könnten auch andere Faktoren wie Ertragslage, Besteuerung, aufsichtsrechtliche Regelungen und die Stimmung auf den Aktienmärkten von Wichtigkeit gewesen sein. Folglich signalisieren höhere Rückstellungen nicht notwendigerweise, daß die Banken tatsächlich mit höheren Verlusten rechnen, wie sie auch nicht die Verpflichtung des Schuldners abschwächen, seine Schulden zu bedienen. Gleichzeitig erschweren erhöhte Rückstellungen den Banken die Einräumung neuer Kredite an dieselben Schuldner, im besonderen, wenn der neue Kredit in gleicher Weise wie die alten Vorsorgemaßnahmen erforderlich macht. Eine Auswirkung erhöhter Rückstellungen dürfte auch eine verstärkte Neigung der Banken sein, durch Verkäufe ihre Forderungen zu realisieren. Aus diesem Grund muß der tiefe Fall der Notierungen am Sekundärmarkt für Forderungen an Schuldnerländer nicht nur auf einer vermeintlichen Verschlechterung der Kreditwürdigkeit der Schuldner beruhen.

Offizielle Fazilitäten für weiche Kredite an ärmste Schuldnerländer

Eine andere wichtige Entwicklung des vergangenen Jahres in der Schuldensituation war die wachsende Erkenntnis offizieller und, weniger ausgeprägt, der privaten Gläubiger, daß die Probleme der Länder mit niedrigem Einkommen, namentlich jener in Afrika südlich der Sahara, völlig verschieden sind von jenen der wichtigen Schuldnerländer mit mittlerem Einkommen. Im Hinblick auf ihre allgemeine wirtschaftliche Notlage wurde vielen der ärmsten und schwerstverschuldeten Länder – entsprechend den Erklärungen auf dem Venediger Wirtschaftsgipfel – eine signifikante Streckung der Laufzeiten und der tilgungsfreien Perioden im Rahmen der Umschuldungen im Pariser Club zugestanden. Andere Initiativen schlossen die Erweiterung der IWF-Strukturanpassungsfazilität ein, wie auch lockerere Konditionen für Umschuldungsvereinbarungen mit offiziellen Gläubigern sowie Vorschläge für Unterstützungsleistungen der Weltbank an schuldengeplagte Länder in Afrika südlich der Sahara, die Anpassungsprogramme durchführen und deren Einkommen niedrig ist.

Als letztes ist anzumerken, daß die offiziellen multilateralen Entwicklungsorganisationen eine wichtige Finanzierungsquelle für die Entwicklungsländer



blieben, obwohl von 1986 auf 1987 die Nettokreditauszahlungen von \$ 11,2 auf 9,6 Mrd. zurückgegangen sind. Steigende Bedeutung wurde auf Kredite gelegt, die mit strukturellen Anpassungsmaßnahmen verbunden sind und im besonderen den meistverschuldeten Ländern eingeräumt werden. Die Weltbank, auf die ungefähr 75% aller Kredite der Entwicklungsbanken entfallen, hat den Anteil der an strukturelle Reformmaßnahmen geknüpften Kredite an den neuen Kreditzusagen an die Hauptschuldnerländer von 14% in den Jahren 1984/85 auf 36% 1986/87 verstärkt. Die Erhöhung des Weltbankkapitals um \$ 75 Mrd. ist im April 1988 beschlossen worden; sie wird eine Ausweitung der Bruttokreditgewährung auf über \$ 20 Mrd. pro Jahr bis in die frühen neunziger Jahre ermöglichen. Die neue Multilaterale Investitions Garantieagentur wurde im April 1988 im Bereich der Weltbank etabliert; sie bietet Auslandsinvestitionen Versicherungsschutz gegen politische und ähnliche Risiken.

Rolle der offiziellen multilateralen Entwicklungseinrichtungen

Wie in den vergangenen Jahren war die allgemeine Schuldensituation durch die Entwicklung in den einzelnen Ländern geprägt. Der deutlichste Unterschied bestand zwischen Mexiko und Brasilien. Während Mexikos Schwierigkeiten 1986 im Scheinwerferlicht standen, hatte 1987 Brasilien die größten Probleme. Im letzten Quartal 1986 wurde Brasiliens Leistungsbilanz defizitär, und die Zinszahlungen wurden hauptsächlich durch Inanspruchnahme der Währungsreserven finanziert. Ende Februar betrug letztere nur noch \$ 4 Mrd., was etwa den Importen von drei Monaten entsprach. Daraufhin verkündeten die Behörden, daß sie alle Zinszahlungen auf mittel- und langfristige Kredite der Geschäftsbanken einstellten, solange es nicht zu einer Einigung über neue Bankkredite komme. Diese Aktion führte 1987 nicht nur zu einer Welle hoher Rückstellungen bei den Gläubigerbanken, welche die Gewinne schwer belasteten, sondern schränkte für Brasilien die Verfügbarkeit von Handelskrediten stark ein. Diese Erfahrung war eine Lektion für Gläubiger wie Schuldner; sie zeigte, daß ein kooperatives Vorgehen einer Konfrontation vorzuziehen sei. Im November stimmte Brasilien der Zahlung eines Teils seiner aufgelaufenen Rückstände zu, während die Banken es übernahmen, einen Teil davon zu finanzieren. Ende 1987/Anfang 1988 wurden Zinszahlungen in Höhe von \$ 1,5 Mrd. geleistet. Ein Jahr nach Verhängung des Moratoriums wurde ein mittelfristiges Finanzierungspaket angekündigt, durch das \$ 5,2 Mrd. an neuen Mitteln bereitgestellt werden sollen, sowie die Wiedereröffnung von Interbanklinien und kurzfristigen Handelskrediten.

Konfrontation und Kooperation: Die Entwicklung in den größten Schuldnerländern

Im Gegensatz zur Entwicklung in den meisten anderen Schuldnerländern hat sich Mexikos Wirtschaftsentwicklung und Zahlungsbilanzsituation 1987 etwas verbessert. Zum Teil dank der Auszahlung von \$ 4,4 Mrd. im Rahmen eines 1986 geschnürten Finanzierungspakets stiegen Mexikos Währungsreserven im letzten Jahr um \$ 6,1 Mrd., obwohl das Land in erheblichem Maß ausstehende Verbindlichkeiten des privaten Sektors zurückkaufte. Ein Teil der offiziellen Währungsreserven war für eine im Dezember 1987 angekündete Schuldentauschaktion reserviert, mit deren Hilfe mittelfristige syndizierte Bankschulden in mexikanische Anleihen mit zwanzigjähriger Laufzeit umgewandelt werden sollten. Die mexikanische Regierung verpflichtete sich, 1½% über LIBOR oder das Doppelte als für umgeschuldete Bankkredite zu zahlen, während das Kapital der Anleihen durch zwanzigjährige Nullkuponanleihen des

Das mexikanische Schuldentauschprogramm



US-Schatzamt gesichert wird, welche die mexikanischen Behörden kauften. Ursprünglich hatte man gehofft, bis zu \$ 20 Mrd. an Bankforderungen im Rahmen dieses Plans umwandeln zu können, wobei der endgültige Betrag von der Attraktivität der Angebote der Banken abhängig gemacht wurde. Am Ende wurden aber nur \$ 3,7 Mrd. an Bankforderungen in Anleihen im Nennwert von \$ 2,6 Mrd. umgetauscht, wobei die Abschläge von 23 bis 37% reichten; Mexikos ausstehende Verschuldung verringerte sich dadurch um etwa \$ 1 Mrd. Ein wichtiges Element dieses Plans zur Schuldenreduzierung war die offizielle Unterstützung, die er in einigen Staaten erfuhr. So erklärten die US-Behörden, daß andere mexikanische Forderungen nicht auf einen niedrigeren Wert abgeschrieben werden müßten; die Bank von England wies darauf hin, daß keine zusätzlichen Rückstellungen für die neuen Anleihen erforderlich wären; Japan ließ wissen, daß die Banken die ihnen bei dieser Schuldenumwandlung erwachsenen Verluste steuerlich absetzen könnten.

Argentinien erreichte im April 1987 eine Vereinbarung mit seinen Gläubigerbanken über Umschuldungen im Ausmaß von \$ 30 Mrd. und schloß Verhandlungen über ein Finanzierungspaket im Betrag von \$ 1,55 Mrd. und vierjährige Handelskreditfazilitäten in Höhe von \$ 400 Mio. ab. Ende 1987 waren etwa zwei Drittel dieser neuen Mittel ausgezahlt. Zusätzlich einigte man sich im Mai im Pariser Club auf eine Umschuldung aller bis Juni 1988 fällig werdenden Kapitalzahlungen und von Zinsrückständen. Im Februar 1988 gewährte das US-Finanzministerium einen Überbrückungskredit von \$ 550 Mio. bis zur Auszahlung von IWF- und Weltbankmitteln. Das argentinische Paket war das erste, das auch „Exit“-Papiere vorsah, von denen aber mangels ausreichend attraktiver Ausstattung nur spärlich Gebrauch gemacht wurde.

Zusammenfassend kann gesagt werden, daß die internationale Schuldensituation Anfang 1988 ein gemischtes Bild bot. Einige ganz bedrohliche Wolken, die vor einem Jahr den Horizont verdüsterten, sind verschwunden, und einige Sonnenstrahlen konnten durchbrechen. 1987 erreichten die Entwicklungsländer eine gewisse Verbesserung ihrer Schulden- und Schuldendienstrelationen, während die Gläubigerbanken ihre Verlustrückstellungen weiter aufstockten. Zum Teil unter dem Einfluß der Ereignisse um Brasilien tendierte das zuerst auf Konfrontation ausgerichtete Klima zwischen Banken und Regierungen der Schuldnerländer dazu, einer mehr konstruktiven Haltung zu weichen. Banken und Schuldnerregierungen kooperieren bei der Entwicklung neuer Konzepte und Instrumente, die nicht nur die spezifische Situation der einzelnen Länder besser berücksichtigen und die Bereitstellung neuer Mittel vorsehen, sondern auch zunehmend Elemente direkter Erleichterungen hinsichtlich Zinsen und Tilgungen enthalten.

Nichtsdestoweniger bleiben viele Probleme bestehen. Die neuen Initiativen und Techniken sind in den meisten Fällen quantitativ zu begrenzt, als daß sie bis zum Kern des Schuldenproblems vorstoßen könnten. Trotz eines relativ günstigen internationalen wirtschaftlichen Umfelds bleibt die interne wie externe wirtschaftliche Situation vieler Schuldnerländer prekär. Das Pro-Kopf-Einkommen und die realen Investitionen liegen in den meisten Schuldnerländern noch immer deutlich unter dem Niveau zu Beginn dieses Jahrzehnts, und es ist nicht leicht zu sehen, wie diese Länder ohne große neue Mittelzuflüsse und einer



erheblichen Senkung ihrer Zinsverpflichtungen auf einen zufriedenstellenden Wachstumspfad zurückkehren könnten. Gleichzeitig werfen die hartnäckigen Ungleichgewichte zwischen den Industrieländern eine Reihe von Fragen betreffend die künftige Entwicklung der Dollarzinsen, des Freihandels und des allgemeinen wirtschaftlichen Umfelds auf, mit denen die Schuldnerländer in Zukunft fertig zu werden haben.

Trotz Anzeichen einer Verbesserung ist die internationale Schuldenkrise noch lange nicht bewältigt. Die Grundidee der Baker-Initiative – Fortschritt durch Wachstum – ist sicher noch immer gültig. Um dieses erhöhte Wachstum zu erzielen, bedarf es allerdings verstärkter Anstrengungen sowohl der Schuldner- als auch der Gläubigerstaaten. Die Schuldnerländer müssen danach trachten, die verfügbaren Mittel effizienter einzusetzen und eine größere Kontinuität bei ihrer Wirtschaftspolitik zu erreichen, während es Aufgabe der Gläubigerländer ist, Wege zur Erhöhung des Nettoressourcenflusses in die Schuldnerländer zu finden und ein Weltwirtschaftsklima zu schaffen, das dem internationalen Handel und dem Wirtschaftswachstum förderlich ist.

Weitere Anstrengungen notwendig

## VI. Monetäre Entwicklung und Geldpolitik

### Schwerpunkte

Im letzten Jahr wurde die Geldpolitik auf breiter Front zur Bewältigung der Probleme auf den Devisenmärkten eingesetzt. Insgesamt war sie durch eine akkommodierende Haltung geprägt. Die kurzfristigen Zinsen wurden gesenkt, und die monetären Aggregate wuchsen in den meisten Ländern außer in den USA kräftig. Angesichts einer relativ günstigen Preisentwicklung und gewisser Unsicherheiten über die Einflüsse auf die gesamtwirtschaftlichen Größen dominierte die monetäre Expansion, obwohl sie Anlaß zur Sorge gab, nicht die wirtschaftspolitischen Entscheidungen. Nach dem weltweiten Verfall der Aktienkurse im Oktober letzten Jahres wurde die Geldpolitik gezielt benutzt, um die labile Situation an den Finanzmärkten einzudämmen und eine Rezession abzuwenden.

Die mittelfristige Orientierung der Geldmengensteuerung wurde im großen und ganzen beibehalten, aber in mehreren Ländern gab es Situationen, in denen die längerfristigen Folgen des raschen Geldmengenwachstums außerordentlich schwer zu beurteilen waren, so daß die geldpolitischen Entscheidungen eher diskretionär erfolgten.

Nur in wenigen Fällen stand die monetäre Entwicklung in direktem Zusammenhang mit offiziellen Devisenmarktinterventionen, auch wenn die Dollar-käufe der geldpolitischen Instanzen der Industrieländer in der Tat sehr groß waren. Das Geldmengenwachstum wurde stark durch die Zinspolitik beeinflusst, die die Zentralbanken im Hinblick auf die Entwicklung sowohl der Binnenwirtschaft als auch auf den Devisenmärkten verfolgten. In vielen Fällen wurde das Wachstum der weit abgegrenzten Geldmengenaggregate auch durch eine kräftige Kreditexpansion beeinflusst, die ihrerseits durch niedrigere Zinsen, Deregulierung, verstärkten Wettbewerb zwischen den Finanzinstituten, schnelles Wirtschaftswachstum und durch Spekulationen in Immobilien und Finanzaktiva bedingt war.

Nach der Annäherung der Preissteigerungsraten in den am Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems teilnehmenden Länder sind es nun die unterschiedlichen Einflüsse der Dollarabwertung auf die Leistungs- und Kapitalverkehrsbilanzen der einzelnen Mitgliedsländer und weniger die Inflationsdifferenzen, die zu verstärkten Spannungen im System führen. Daher wurde der Ruf nach mehr „Symmetrie“ in den geldpolitischen Zielen und beim Einsatz der Geldpolitik zwischen den Mitgliedsländern des EWS laut, und für die fernere Zukunft diskutierte man die institutionelle Zentralisierung des geldpolitischen Entscheidungsprozesses in Europa. Auch wenn sich letzteres aus dem politischen Endziel einer wirtschaftlichen und finanziellen Integration innerhalb der Europäischen Gemeinschaft zwingend ergeben mag, so stellt sich doch für die nähere Zukunft die Frage, welche Fortschritte bei der Schaffung der notwendigen Voraussetzungen erreicht werden können.



Konflikte zwischen Wechselkurs- und geldpolitischen Erwägungen spitzten sich im letzten Jahr besonders in einer anderen Gruppe von Ländern zu, der Großbritannien, Kanada, Schweden und Spanien angehörten. Aufgrund Wechselkurspolitischer Überlegungen mußten die kurzfristigen Zinsen zeitweise unter dem Niveau gehalten werden, das nötig gewesen wäre, um das starke Geldmengen- und Kreditwachstum zu begrenzen, welches zu einem potentiell nicht durchzuhaltenden Wirtschaftswachstum beitrug.

Die Wechselkursziele, die kleine und mittelgroße Länder in den letzten Jahren zur Unterstützung ihrer antiinflationären Geldpolitik verfolgt haben, und ihre Bindung an diese Ziele wichen beträchtlich voneinander ab. Während die Sorge über die Fähigkeit einzelner Länder, ihre Wachstumsziele zu erreichen, in einigen Fällen größer geworden ist, bleibt die Frage, inwieweit durch eine Währungsabwertung eine signifikante und dauerhafte Erleichterung der außenwirtschaftlichen Rahmenbedingungen in sehr offenen Volkswirtschaften erreicht werden kann. Die Länder müssen auch die möglichen Auswirkungen eines Verlusts an Glaubwürdigkeit auf die Risikoprämie im Auge behalten, die in ihre langfristigen Zinsen eingeht.

Eine zufriedenstellende, mittelfristige weltwirtschaftliche Entwicklung hängt letztlich von der Inflationskontrolle in den größten Industrienationen ab. Während die Inflation in den wichtigsten Volkswirtschaften nach wie vor niedrig bis mäßig ist, besteht doch die Gefahr, von der Geldpolitik kurzfristig zu viel zu erwarten, wenn sich die Lage an der Preisfront ändern sollte. Das Ziel der Sicherung eines hohen Grades an Preisstabilität kann nur durch eine vorsichtige, mittelfristig angelegte Geldpolitik erreicht werden.

### Geldpolitik in den wichtigsten Industrieländern vor dem Hintergrund weltwirtschaftlicher Ungleichgewichte

Im letzten Jahr war die Geldpolitik in den wichtigsten Industrieländern stark von den Anstrengungen geprägt, durch eine intensivere Koordination weltwirtschaftliche Ungleichgewichte zu korrigieren und mit den Turbulenzen an den Finanz- und Devisenmärkten fertig zu werden. Maßnahmen, die auf die Kontrolle der Geld- und Kreditaggregate gerichtet waren, trugen in der Vergangenheit wesentlich zu einer Verringerung der Inflation in den Industrieländern bei. Schwierigkeiten bei der Interpretation der Geldmengenaggregate erforderten jedoch in unterschiedlichem Ausmaß einen eher diskretionären Ansatz der Geldpolitik. Darüber hinaus werden mehr und mehr Fehlentwicklungen und gelegentliche, exzessive Schwankungen der Wechselkurse als grundsätzliche Schwäche flexibler Wechselkurse angesehen. Es kristallisierte sich die Ansicht heraus, daß eine Politik die stärker Wechselkurse berücksichtigt notwendig sei, um einen weiteren Zyklus des „Überschießens“ insbesondere gegenüber dem US-Dollar zu verhindern.

#### *Die Entwicklung an den Devisenmärkten als Einengung des Handlungsspielraums der Geldpolitik*

Auch wenn die Übereinstimmung über die Vorteile internationaler Kooperation zur Stabilisierung der Wechselkurse im letzten Jahr so groß war wie lange

Geldpolitik im letzten Jahr zur Bewältigung von Wechselkurs- und Finanzmarktproblemen eingesetzt

Vorteile stabiler Wechselkurse erkannt

nicht mehr, wurde erst nach dem Louvre-Akkord vom Februar 1987 deutlich, wie sehr die Anspannungen auf den Devisenmärkten die Geldpolitik belasten können. Viele Länder machten konkrete Wechselkursziele zum Angelpunkt ihrer antiinflationären Geldpolitik, andere paßten von Zeit zu Zeit ihre Geldpolitik an, in der Hoffnung, eine übermäßig starke oder schnelle Abwertung der heimischen Währung abwehren zu können. In wichtigen Industrieländern außerhalb der Vereinigten Staaten erforderten hingegen im letzten Jahr die Bemühungen um Stabilisierung des Dollars den Einsatz der Geldpolitik, um eine ernsthafte Schwächung der heimischen Wirtschaftskonjunktur zu verhindern. In der Phase hoher Realzinsen in den Vereinigten Staaten in den frühen achtziger Jahren war eine Stabilisierung der wichtigsten Wechselkurse nicht ernsthaft in Betracht gezogen worden, auch wenn andere Länder eine Unterstützung der USA für ihre Anstrengungen, die exzessive Aufwertung des Dollars zu begrenzen, begrüßt hätten. Nach einer Neuorientierung der offiziellen amerikanischen Haltung gewann die internationale Kooperation nach dem Plaza-Abkommen an Bedeutung, als es darum ging, den Rückgang des Dollarkurses in geordneten Bahnen zu halten. Zu Beginn des Jahres 1987 bestand die Hoffnung, daß die starke Dollarabwertung der vorangegangenen zwei Jahre eine ins Gewicht fallende Verringerung der riesigen Leistungsbilanzungleichgewichte der größeren Industrieländer bewirken würde. Zudem gab die Auswirkung der Abwertung auf die inländische Inflation in den Vereinigten Staaten Anlaß zu vermehrter Besorgnis, während sich in Japan und Deutschland in der Industrie als Folge der starken Währungsaufwertung Pessimismus ausbreitete.

Politik zur Unterstützung des Louvre-Akkords geändert...

Im Rahmen des Louvre-Akkords war der Geldpolitik eine aktive Rolle zugedacht. Nachdem die Federal Reserve die Verfügbarkeit der „nicht geborgten Reserven“ für das amerikanische Bankensystem graduell reduziert hatte, stieg die Federal-funds-Rate zwischen Februar und Mai langsam an, während die Bank von Japan ihren Tagesgeldsatz in die Nähe des Diskontsatzes heranführte. Die mit den auseinanderlaufenden Zinsbewegungen verfolgten Wechselkursziele wurden durch eine gemeinsame amerikanisch-japanische Stellungnahme im April verdeutlicht. In Deutschland hatte die Bundesbank den Zinssatz für Wertpapierpensionsgeschäfte im Januar gesenkt und ermäßigte ihn noch einmal im Mai. Nach umfangreichen offiziellen Devisenmarktinterventionen zur Begrenzung weiterer Währungsaufwertungen wurden die kurzfristigen Zinsen im Frühjahr 1987 auch in Großbritannien und Kanada gesenkt, und ein Nachlassen der Spannungen im Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems erlaubte vorübergehend auch in Frankreich und Italien eine gewisse Reduktion der Geldmarktsätze.

...aber mit allgemein steigenden Anleiherenditen konfrontiert

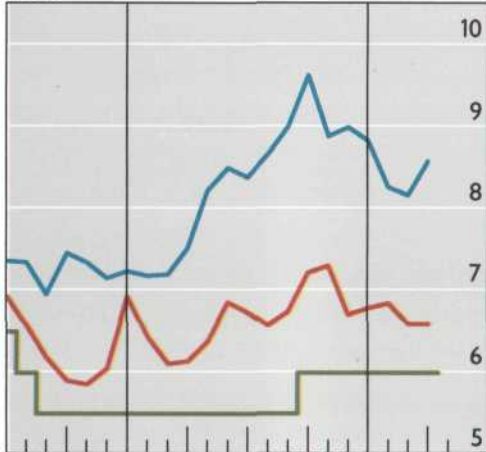
Vom Frühjahr an geriet die Geldpolitik von seiten des Kapitalmarkts unter Druck. Während der US-Dollar trotz umfangreicher Stützungskäufe der Zentralbanken weiterhin insbesondere gegenüber dem Yen Schwächeanfalle erlitt, fielen die langfristigen Zinsen in Deutschland und in Japan bis Mai weiter, obwohl die Renditen für Dollaranlagen im Januar zu steigen angingen. Als jedoch nach einer kurzen Pause im Mai die Zinssätze in den Vereinigten Staaten im Sommer weiter stiegen, erhöhten sich auch in den meisten anderen Ländern die Kapitalrenditen. In den USA war eine Ursache hierfür die grundlegende Schwäche der privaten Auslandsnachfrage nach Wertpapieren, aber auch



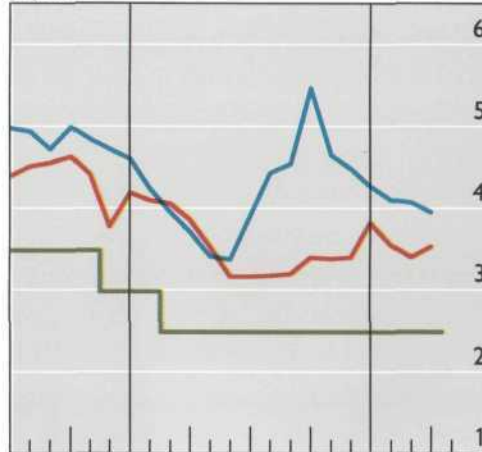
## Amtliche und Marktzinssätze 1986–88

- Satz für Wertpapiertendergeschäfte der Zentralbank<sup>1</sup>
- Diskontsatz
- Oberster Ausleihesatz der Zentralbank<sup>2</sup>
- Tagesgeldsatz
- Rendite von Staatsanleihen<sup>3</sup>

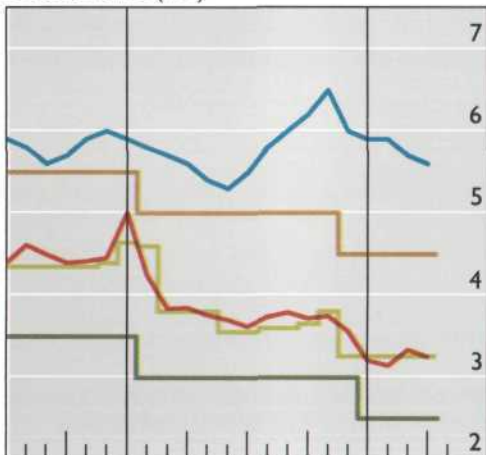
USA



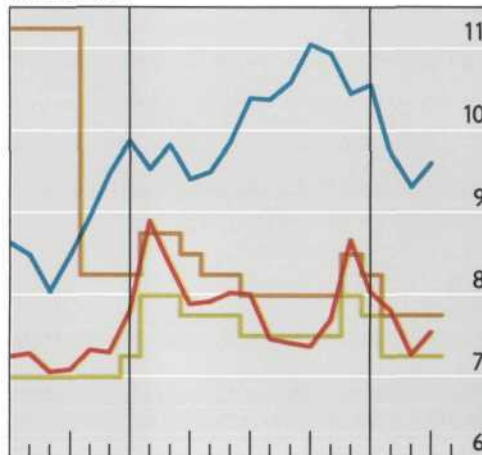
Japan



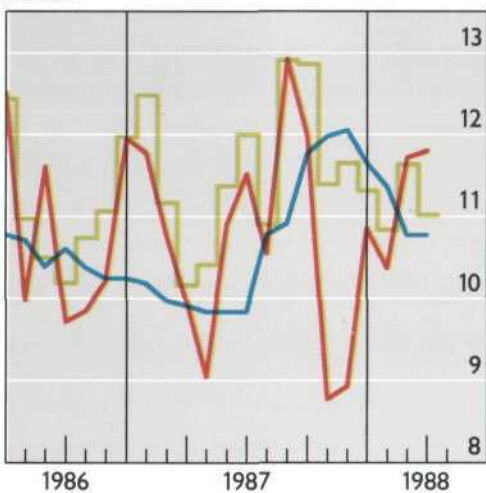
Deutschland (BR)



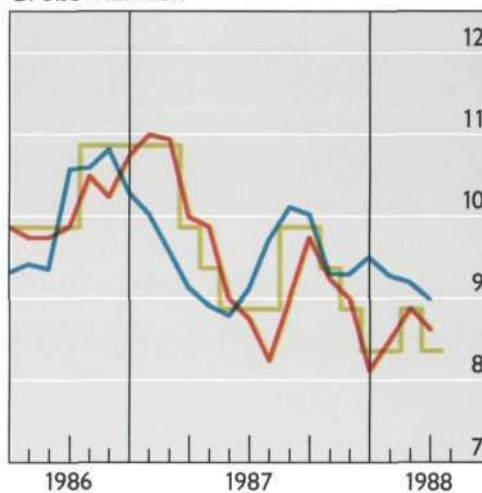
Frankreich



Italien



Großbritannien



<sup>1</sup> Großbritannien: Ankauf kurzfristiger Bankwechsel. <sup>2</sup> Deutschland: Lombardsatz; Frankreich: Satz für Siebentages-Wertpapierpensionsgeschäfte. <sup>3</sup> Italien: Sechsmonats-Schatzwechsel.

Befürchtungen über Inflationsrisiken, verursacht durch Währungsabwertung, steigende Rohstoffpreise und die Tatsache, daß einige Industriezweige sich ihren Kapazitätsgrenzen näherten. Veränderungen des internationalen Anlageverhaltens waren auch in Japan und Deutschland von Bedeutung, wo frühere Wechselkursaufwertungen zwar zu einer Verringerung der laufenden Inflationsrate beigetragen hatten, aber offensichtlich nicht dazu, Bedenken hinsichtlich der zukünftigen Inflationsrisiken vollständig aus dem Weg zu räumen. Im Frühherbst wiesen die Zinsstrukturkurven in den meisten Ländern einen relativ steilen Verlauf auf.

In den USA, wo die Geldpolitik eher auf die offensichtlichen Nachfrage- und Preissignale in der Volkswirtschaft reagierte als auf Veränderungen der monetären Aggregate, wurde ein leichter Anstieg der Federal-funds-Rate im Sommer durch ein Anheben des Diskontsatzes im September untermauert. Die Bank von Japan war seit einiger Zeit darüber besorgt, daß das schnelle Geld- und Kreditmengenwachstum den starken Anstieg der Preise von Immobilien und Finanzaktiva noch anheizen könnte. Zur Jahresmitte 1987 begann sich die zunehmende Dynamik der japanischen Wirtschaftsentwicklung in Engpässen in der Bauwirtschaft, in Fällen spekulativer Vorratsinvestitionen und in steigenden Rohstoffpreisen zu zeigen. Der Kurs der Geldpolitik wurde daher modifiziert und ein weiteres Absinken der Zinssätze verhindert. Zu diesem Zeitpunkt schienen frühere gemeinsame Devisenmarktinterventionen der Zentralbanken und erste Anzeichen einer Verwirklichung der im Louvre-Akkord, im Kommuniqué der Minister der Gruppe der Sieben in Washington im April und auf dem Gipfeltreffen in Venedig im Juni zum Ausdruck gekommenen fiskalpolitischen Absichten, den Dollarkurs zu stabilisieren. Die kurzfristigen Zinsen wurden in allen europäischen Ländern der Siebenergruppe und in Kanada im Laufe des Sommers und des Frühherbstes angehoben, doch in allen Fällen fiel der Anstieg geringer aus als derjenige der amerikanischen Geldmarktsätze. In Deutschland nahm die Bundesbank ein fortgesetztes Überschreiten ihres Geldmengenziels hin, aber sie war auch bemüht, inflationären Erwartungen entgegenzutreten, indem sie die Banken weniger großzügig mit Liquidität versorgte und zuließ, daß sich der Satz für Wertpapierpensionsgeschäfte am Markt etwa auf das Niveau vom Februar zurückbewegte.

Die geldpolitischen Instanzen mußten offensichtlich im Lichte des Zusammenbruchs der Aktienmärkte vom Oktober das Risiko finanzieller Instabilität, das in manchen Ländern größer war als in anderen, in ihre Überlegungen miteinbeziehen. In verschiedenen größeren Ländern waren die geldpolitischen Reaktionen sehr ausgeprägt. In den Vereinigten Staaten rechtfertigten augenscheinlich die potentiellen Vermögenseffekte des Verfalls der Aktienkurse sowohl auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität als auch auf die Inflationserwartungen niedrigere Zinssätze, so daß die Federal-funds-Rate innerhalb von zwei Wochen um ca. 100 Basispunkte fiel. In anderen Ländern mußte die Geldpolitik auch die Auswirkungen eines weiteren Dollarverfalls berücksichtigen, der auch zu erneuten Anspannungen im EWS beitrug. Bis Januar 1988 blieb der Dollar schwach. Danach stabilisierten sich die Devisenmärkte aufgrund kräftiger, koordinierter Dollarkäufe der Zentralbanken, der Ankündigung flankierender finanzpolitischer Maßnahmen der Vereinigten Staaten und Deutschlands und

Beunruhigung  
über rasches  
Geldmengen-  
wachstum

Reaktion auf die  
Gefahr finanzieller  
Instabilität...

... und auf den  
weiteren Kurs-  
rückgang des  
US-Dollars



der Veröffentlichung eines weiteren Kommuniqués der Siebenergruppe. In Japan gaben die kurzfristigen Zinsen nach dem Oktober leicht nach. Die Bundesbank verringerte ihren Wertpapierpensionsatz schrittweise und senkte den Diskontsatz im Dezember auf einen historischen Tiefstand. Einige dieser Maßnahmen waren mit der Erhöhung der Leitzinsen in anderen europäischen Ländern abgestimmt. In den USA und in Japan verzeichneten um die Jahreswende 1987/88 auch die Anleiherenditen größere Abschlüge. In Deutschland hingegen war der Rückgang der langfristigen Zinsen sehr begrenzt, so daß die Renditenkurve zu Beginn des Jahres 1988 wieder sehr steil verlief.

### *Rücksicht auf langfristige Zinsen als Einengung des Handlungsspielraums der Geldpolitik*

Im letzten Jahr hatte die Entwicklung auf den Anleihemärkten in den größeren Ländern außerhalb der USA nur wenig mit dem Verlauf der kurzfristigen, heimischen Zinssätze zu tun. Während des letzten Jahrzehnts gab es genügend Belege, daß auch im rein inländischen Zusammenhang die Anleiherenditen häufig auf die Einschätzung der langfristigen Wirtschaftsentwicklung und insbesondere auf die Inflationserwartungen reagieren. Auf längere Sicht gründen sich solche Erwartungen hauptsächlich auf die frühere Entwicklung der Preissteigerungsraten eines Landes, doch kurzfristig kann auch das Verhalten von Zwischenzielvariablen, etwa derjenige der Geldmenge in Relation zu dem von den geldpolitischen Instanzen gesetzten Ziel, wichtig sein.

Darüber hinaus mußten die Zentralbanken auch die Art und Weise berücksichtigen, mit der die Internationalisierung der Wertpapiermärkte selbst in den größten Ländern die Möglichkeiten eingeschränkt hat, die langfristigen Zinsen durch die Steuerung der kurzfristigen Zinsen zu beeinflussen. Seit Mitte der siebziger Jahre wurde die Arbitrage zwischen den nationalen Märkten durch die Abschaffung von Beschränkungen des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs und der Teilnahme von Ausländern am inländischen Marktgeschehen ebenso gefördert wie durch Innovationen im Bereich der Kommunikationstechnologie und der Finanzinstrumente. Die internationale Mobilität des Kapitals verstärkte in allen Ländern die Sensitivität der Marktrenditen auf politische und marktmäßige Einflüsse aus dem Ausland und begrenzte die Möglichkeit für Reaktionen der Kapitalverzinsung auf das inländische Umfeld. Im letzten Jahr schien zeitweise die Nachfrage nach neuemittierten, amerikanischen öffentlichen Anleihen wesentlich von den Präferenzen ausländischer Anleger beeinflußt. In Japan wirkten sich Änderungen im Vertrauen inländischer Investoren in den Dollar stark auf die Nachfrage nach inländischen Anleihen aus. In Deutschland spielten zu Beginn des Jahres 1987 hohe Zuflüsse von Anlagekapital aus dem Ausland eine Rolle beim Absinken der Renditen, während sich in der zweiten Jahreshälfte die Kapitalströme umkehrten.

Erwartungen über die Entwicklung flexibler Wechselkurse haben häufig die Zinssätze von Ländern mit divergierenden Inflationsraten voneinander abgesetzt. In dieser Hinsicht blieb die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik ein Haupteinflußfaktor für die Höhe der Effektivverzinsung in den einzelnen Ländern. Bei überschießenden Wechselkursen oder nach einer grundlegenden Wechselkurs-

Auswirkungen der Globalisierung der Kapitalmärkte...

... und der Wechselkurs-  
erwartungen

anpassung, wie sie zu Beginn des letzten Jahres erfolgte, gewinnen jedoch andere Einflußfaktoren an Gewicht. Die Abstände zwischen den Renditen von Anleihen in unterschiedlichen Währungen können zunehmen, wenn, wie zu Beginn des Jahres 1987, erwartet wird, daß offizielle Devisenmarktinterventionen die Höherbewertung von Währungen in Ländern mit relativ niedriger Inflationsrate nicht auf längere Sicht aufhalten, oder wenn größere Unsicherheiten über den zukünftigen Verlauf der Wechselkurse bestehen. Wenn jedoch die Märkte glauben, daß die offizielle Kooperation auf den Devisenmärkten über einen längeren Zeitraum wirksam bleibt, so wie dies offensichtlich im letzten Sommer der Fall war, so werden sich die Renditen in den verschiedenen Ländern einander annähern. Angesichts der Größe des amerikanischen Kapitalmarkts kann dies in anderen Ländern einen Kapitalmarktzins bedeuten, der im Verhältnis zur gegenwärtig relativ niedrigen inländischen Inflationsrate womöglich zu hoch empfunden wird.

In einer solchen Situation dürften Maßnahmen, die die kurzfristigen Zinsen ermäßigen, jede senkende Wirkung auf die langfristigen Zinsen verfehlen. Auf der anderen Seite können steigende kurzfristige Zinsen, die aus Gründen der Dämpfung der Geldmengenexpansion oder dem Vorbeugen von Vertrauensverlusten angezeigt sein mögen, nicht vereinbar sein mit dem Vorhaben, einen unmittelbaren Aufwertungsdruck auf die Währung zu vermeiden.

#### *Rücksicht auf finanzielle Stabilität als Einengung des Handlungsspielraums der Geldpolitik*

Im Jahr 1987 mußten die Zentralbanken bei ihren täglichen Geldmarktoperationen sorgsam die Auswirkung einer erhöhten Unsicherheit auf den Finanzmärkten auf die tatsächliche und potentielle Liquiditätsnachfrage der Banken und der Nichtbanken in Rechnung stellen. Die Währungsbehörden der USA und Japans erklärten als Reaktion auf den Zusammenbruch der Aktienkurse im Oktober öffentlich, daß sie die Finanzmärkte bereitwillig mit Liquidität versorgen würden. Mehrere Zentralbanken unternahmen spezielle Schritte, um den ungewöhnlichen Anstieg der Nachfrage nach Bankreserven durch kurzfristige Maßnahmen zu akkommodieren. Während der kritischen Tage fanden intensive Konsultationen der Zentralbanken der größeren Länder untereinander und mit den Marktteilnehmern statt. Anfang November äußerten die Notenbankgouverneure der Zehnergruppe Zufriedenheit über die Maßnahmen, die ergriffen worden waren, um ein reibungsloses Funktionieren des Finanzsystems sicherzustellen, und bekräftigten ihre Festlegung auf dieses Ziel.

Da in den Vereinigten Staaten die Situation offensichtlich dramatischer war als in anderen Ländern, ist es von Interesse, die Reaktion der Federal Reserve im einzelnen zu beschreiben. Vom 19. bis zum 30. Oktober 1987 war das Federal Reserve System mit Offenmarktgeschäften in leicht erkennbarer Form präsent, wobei täglich Pensionsgeschäfte in großen Beträgen, häufig früher am Tag als sonst üblich, durchgeführt wurden. Für mehrere Wochen wurde die Praxis aufgegeben, die Pensionsgeschäfte der Federal Reserve auf

Weithin sichtbare Maßnahmen der Federal Reserve gegen Ende Oktober ...



deren Ziele für die Diskontkreditaufnahme der Banken abzustimmen. Danach sank die anpassungsbedingte und saisonale Kreditaufnahme im Rahmen der Fazilität Anfang November auf ungefähr \$ 300 Mio., verglichen mit ca. \$ 500 Mio. vor der Krise.

Während die Fed vorsichtig die Liquidität, die Position der Marktmacher und die Geschäftsabwicklung an den Aktien-, Termin- und Optionsmärkten beobachtete, versuchte sie Befürchtungen über entsprechende Risiken auf dem Markt für öffentliche Anleihen zu zerstreuen und lockerte die Regelungen für die Ausleihe von öffentlichen Schuldverschreibungen aus den eigenen Beständen. Um rechtzeitige Einschußzahlungen auf den Terminmärkten zu erleichtern, wurden die Transaktionen im Rahmen des Transfersystems für Federal Funds an zwei Tagen ausgeweitet. Der Transport von Banknoten wurde überwacht, um einen etwaigen „Run“ auf die Banken bereits im Ansatz zu erkennen. Während die Fed das Kreditengagement der Banken genau beaufsichtigte, erörterte sie mit den Banken die Bedeutung einer ausreichenden Liquiditätsversorgung und Finanzierung der Wertpapiermakler und -händler. Darüber hinaus stellte das Zentralbankensystem Reserven in so hohem Umfang zur Verfügung, daß den Banken keine scharf ansteigenden Kosten bei der Mittelbeschaffung erwuchsen. Die wachsende Nachfrage der Banken nach Überschußreserven wurde ebenso akkommodiert wie der Anstieg der Mindestreserven, der mit der starken Ausweitung der Sichteinlagen im Zuge anschwellender Finanztransaktionen einherging. Während dieses Prozesses wurde die Geldpolitik gelockert, wie das Absinken des Satzes für Federal funds zeigte.

Mit der Zeit bildete sich die Nachfrage der Banken nach Mindest- und Überschußreserven auf ein normaleres Niveau zurück, so daß das Angebot von Reserven vermindert wurde. Auch der während der Krise steile Anstieg der wertpapierunterlegten Bankkredite kehrte sich um. Es gab keine Anzeichen einer dauerhaften Verschiebung in der Liquiditätsnachfrage des Publikums, und das Wachstum der monetären Gesamtgrößen verlangsamte sich im November und Dezember. Während dieser Zeit fielen die kurzfristigen Zinsen auch in anderen Ländern, beispielsweise in Großbritannien und in Kanada, erheblich.

Die Ereignisse vom Oktober 1987 zeigen auf eindrucksvolle Weise die bedeutende Rolle der Zentralbanken in Zeiten finanzieller Krisen. Angesichts finanzieller Turbulenzen hängt die adäquate Reaktion einer Zentralbank von den Umständen und der Einschätzung des Bedarfs an Liquidität ab. Im beschriebenen Fall wurde die Gefahr eines Vertrauensverlustes abgewendet. Das Tempo, mit der sich Befürchtungen über Instabilitäten auf den Finanzmärkten und eine gesamtwirtschaftliche Rezession seit Oktober verflüchtigt haben, verdeutlicht aber die Notwendigkeit einer vorsichtigen Beurteilung des Ausmaßes und Zeitraums einer zusätzlichen Liquiditätsversorgung in Zeiten finanzieller Krisen. Geeignete langfristige Maßnahmen zur Regulierung und Beaufsichtigung sowohl der Banken als auch der im Wertpapiergeschäft engagierten Finanzinstitute trägt dazu bei, die gesamtwirtschaftlichen Risiken labiler Finanzmärkte zu minimieren, und sie sind eine Grundvoraussetzung für eine erfolgreiche Geldpolitik.

... durch Beobachtung der Marktliquidität...

... durch großzügige Versorgung der Banken mit Liquidität und Senkung der Zinssätze

Bedarf an sorgfältig abgewogenen Reaktionen...

... und angemessene Beaufsichtigung

## Alternative Ziele und Strategien der Geldpolitik

Neubewertung  
geldpolitischer  
Strategien

In den meisten größeren und einigen kleineren Industrieländern wurde in den letzten Jahren die Praxis, Richtwerte für die Geldmengenexpansion festzulegen und zu veröffentlichen, eingeführt, um einen „Fixpunkt“ für die Geldpolitik und die Inflationserwartungen zu geben. Bei der Verwirklichung dieser Strategien sind im Laufe der Jahre alle möglichen Schwierigkeiten aufgetaucht; ein so ausgeprägtes Über- oder Unterschließen der Geldmengenziele in den wichtigsten Industrieländern wie in den letzten zwei Jahren hat aber Anlaß zu einer Neubewertung nicht nur der Vorgehensweisen, sondern auch der möglichen alternativen Zwischenzielgrößen gegeben.

Geldmengenziele

Die Festsetzung von Geldmengenzielen ergab sich aus dem Grundsatz, daß eine Wachstumsrate der Geldmenge, die über das Wachstum des Produktionspotentials hinausgeht – ein etwaiger langfristiger Trend in der Änderungsrate der Umlaufgeschwindigkeit ist zu berücksichtigen –, letztendlich zur Inflation führt, und daß ein hoher Grad an Preisstabilität eine notwendige Voraussetzung für eine zufriedenstellende, mittelfristige Wirtschaftsentwicklung ist. Im allgemeinen haben sich die Zentralbanken nicht die Ansicht zu eigen gemacht, daß diese Zusammenhänge kurzfristig gelten. Grundsätzlich muß bei der Steuerung spezieller Aggregate bekanntlich ein Spielraum für gewisse inländische und internationale Verschiebungen bei der Geldnachfrage und für Einflüsse von Zins und Wechselkurs eingeräumt werden. Wenn aber die Ziele nicht mehr unmittelbar mit dem tatsächlichen oder potentiellen Wirtschaftswachstum und der Inflationsrate auf eine Weise in Zusammenhang gebracht werden können, die die öffentliche Darstellung der politischen Intentionen erleichtert, so gehen einige Vorteile ihrer Präsentation verloren.

Zielstrategien haben verschiedene Elemente der Flexibilität bei der Festlegung von Zielgrößen vorgesehen. In den USA und in Deutschland wurden in den letzten Jahren die jährlichen Zielkorridore erweitert und auf umfassender definierte monetäre Größen angewendet. Die Zentralbanken haben normalerweise nicht versucht, die Entwicklung der Geldmengenaggregate kurzfristig genau zu steuern, und zwar hauptsächlich, um abrupte Zinsbewegungen zu verhindern. Allerdings erzeugen Sondereinflüsse auf den Verlauf der Geldmengenaggregate, die mehrere Jahre anhalten – z.B. Änderungen der realen Wechselkurse, die das Verhältnis des jeweiligen Aggregats zu Änderungen im Preisniveau des einzelnen Landes verschieben –, offensichtlich Probleme, auch wenn ein normaler Zusammenhang längerfristig wiederhergestellt werden kann.

Alternative Ziele:  
Wechselkurse...

Eine Orientierung am Wechselkurs, wie sie in den letzten Jahren von vielen kleinen europäischen und auch von einer wachsenden Anzahl größerer Länder angestrebt wurde, kann als ein anderer möglicher Angelpunkt für die Geldpolitik angesehen werden. Im letzten Jahr wurde den politisch Verantwortlichen in den Vereinigten Staaten deutlich, daß der Wechselkurs ein wichtiger relativer Preis in der Volkswirtschaft ist, dessen Auswirkungen auf Kosten, Gewinne und ökonomische Aktivitäten bei der Festlegung der Geldpolitik nicht außer acht gelassen werden kann. Die Ausrichtung der Geldpolitik an Wechselkurszielen ist jedoch nicht immer ein sicherer Weg, um längerfristig eine zufriedenstellende Lohn- und Preisentwicklung sicherzustellen. In der Praxis



hingegen die Vorzüge einer in den einzelnen Ländern an den Wechselkursen ausgerichteten Geldpolitik von dem Erreichen der Preisstabilität in mindestens einem großen Land ab, das eine an inländische Zielgrößen oder Indikatoren orientierte Geldpolitik betrieb.

Richtwerte für die Nominalzinsen können im allgemeinen nicht als eine Alternative zu Geldmengen- oder Wechselkurszielen angesehen werden. Fast alle Zentralbanken der Industrieländer stellen heute „Arbeitsziele“ für Zinsen mit der Absicht auf, den Zwischen- oder Endzielen der Geldpolitik zu dienen. Die meisten Zentralbanken betrachten die Zinsen weiterhin als ein wesentliches Element des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik, sozusagen als die Schnittstelle der Geldpolitik. Ohne andere Richtwerte werden Zinsen aber keineswegs immer auf dem Niveau festgelegt, das einem sich aufbauenden Inflationsdruck in geeigneter Weise entgegenwirkt. In mehreren größeren Ländern werden mittlerweile Änderungen der Anleiherenditen, die ja stark von Marktkräften beeinflusst sind, als Indikator für eine sich wandelnde Einschätzung der Inflation durch den Markt angesehen. Das Problem besteht jedoch darin, diesen Einfluß auf die Anleiherenditen von anderen zu trennen.

Andere Variablen, die weniger dem Einfluß der Zentralbanken unterliegen, wurden als geldpolitische Richtgrößen vorgeschlagen. Tatsächlich wurde in einigen großen Ländern die Geldmengenentwicklung immer häufiger im Lichte der nach und nach erscheinenden Daten über die Wirtschafts- und Preisentwicklung interpretiert. Formelle Zielwerte für das nominale BSP können im Prinzip als nominaler Fixpunkt dienen, können aber in der Praxis die Geldpolitik der Gefahr aussetzen, für Ziele der Nachfrage- und der Beschäftigungspolitik eingesetzt zu werden. Die Entwicklung der Rohstoffpreise, die sich an internationalen Wettbewerbsmärkten bilden, können als Frühindikator Nachfrage- oder Kostendruck anzeigen, aber sie werden auch durch die Angebotsituation beeinflusst und haben nicht immer viel mit den wirtschaftspolitisch relevanten Preisen des Endprodukts zu tun. In den USA dienen heute eine Reihe geldpolitischer Indikatoren dem Bemühen, die Volkswirtschaft zu stabilisieren.

Im allgemeinen jedoch bergen diskretionäre Ansätze Gefahren in sich, und zwar dann, wenn die Märkte im unklaren darüber gelassen werden, welcher Indikator zur Zeit gerade verfolgt wird. Mit der Veröffentlichung von Zielvorgaben für die entsprechenden Aggregate wurde im allgemeinen bezweckt, mittelfristige Ziele der Geldpolitik hervorzuheben und insbesondere dazu beizutragen, dem Druck in Richtung niedriger Zinssätze entgegenzuwirken. Eine flexible Ausrichtung der Geldpolitik an ein sich wandelndes Umfeld ist dadurch schwieriger geworden, aber im letzten Jahr bemühten sich die Zentralbanken verstärkt um eine Erklärung der technischen Ursachen für das Nichteinhalten der monetären Ziele und der Grenzen dessen, was die Geldpolitik erreichen kann. Sie kamen zu dem Schluß, daß die Veröffentlichung von Zielvorgaben weiterhin dazu beiträgt, die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zu erhalten und die langfristigen Zinsen und Inflationserwartungen zu stabilisieren, auch wenn das Ziel zeitweise überschritten wird.

... Zinssätze...

... nominales BSP und Rohstoffpreise

Gefahren diskretionärer Ansätze

## Mittelfristige Ziele der Geldpolitik und Geldmengensteuerung

Während sich die Wachstumsraten der Geldmengenaggregate in den USA deutlich verlangsamten, blieben sie in vielen anderen Ländern sehr hoch. Besorgt über das offensichtliche Ansteigen der Inflationserwartungen im Sommer 1987 leiteten die geldpolitischen Instanzen der wichtigsten Länder vorsichtig eine Dämpfung der monetären Expansion ein, aber in den meisten Fällen wurden die Maßnahmen nach dem Zusammenbruch der Aktienmärkte im Oktober wieder gelockert. Die Interpretation bestimmter Geldmengen- und Kreditaggregate blieb schwierig, aber die Zentralbanken waren sich nach wie vor bewußt, daß der Zusammenhang zwischen Geldmengenexpansion und Inflation längerfristig wiederaufleben konnte.

Geldmengen-  
wachstum in den  
USA verliert an  
Tempo

In den USA verlor die monetäre Expansion 1987 deutlich an Tempo. Die Verlangsamung war besonders stark ausgeprägt bei der Geldmenge M<sub>1</sub>, für die zu Beginn des Jahres die Zielvorgabe abgeschafft worden war. Sowohl das Wachstum von M<sub>2</sub> als auch das von M<sub>3</sub> fielen unter den jeweiligen unteren Rand des Zielkorridors. Die gesamte Inlandsverschuldung des nichtfinanziellen Sektors expandierte mit einer in der Mitte des angestrebten Bereichs angesiedelten Rate, aber immer noch stärker als das Nominaleinkommen.

Andernorts  
rasche Geldmen-  
genausweitung

Die Bank von Japan revidierte ihre Projektionen für den Vierquartalsanstieg von M<sub>2</sub>+CD das ganze Jahr 1987 hindurch nach oben. Am Ende des Jahres belief sich das Wachstum von M<sub>2</sub>+CD auf ungefähr 12% – eine Steigerungsrate, die fast ein Jahrzehnt lang nicht mehr erreicht worden war. In Deutschland lag die Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge im zweiten Jahr hintereinander deutlich oberhalb des Zielkorridors.

In Frankreich stieg M<sub>2</sub> im letzten Jahr mit einer Rate nahe der Untergrenze des Zielkorridors, M<sub>3</sub> hingegen schoß über das Ziel hinaus. In Großbritannien blieb das Wachstum von M<sub>0</sub> gerade noch innerhalb des Zielbandes, während die Zunahme des nominalen Bruttoinlandsprodukts die Projektionen der Regierung überschritt. In Italien verlangsamte sich nach Ablauf des Sommers der Anstieg der Kredite an den nichtöffentlichen Sektor, aber für das Jahr insgesamt bewegten sich die Wachstumsrate sowohl des Kreditaggregats als auch von M<sub>2</sub> nahe der Obergrenze ihrer Zielbereiche. In Spanien schoß das Wachstum der liquiden Mittel der privaten Nichtbanken deutlich über das Zielband hinaus.

In der Schweiz lag das jahresdurchschnittliche Wachstum der bereinigten Notenbankgeldmenge über dem Zielwert. In den Niederlanden verlor im letzten Jahr die Zunahme der Bankkredite rasch an Tempo, aber auch der Anstieg der langfristigen (nichtmonetären) Verbindlichkeiten der Banken verlangsamte sich, und der für eine zweijährige, im Dezember 1987 endende Periode festgelegte Richtwert für die inländische Nettogeldschöpfung der Banken wurde etwas überschritten.

### *Die Beurteilung des Geldmengenwachstums*

In den größeren Ländern kann die letztjährige Entwicklung der Schlüsselaggregate in Relation zum nominalen Bruttosozialprodukt im großen und ganzen durch die Bewegung der kurzfristigen Zinsen erklärt werden, aber gelegentlich



Geldmengen- und Kreditaggregate: Zielvorgaben und Zuwachsraten								
Land	Geldmengen- bzw. Kredit- aggregat <sup>1</sup>	Zielvorgabe <sup>2</sup> für			Geldmengen- bzw. Kreditwachstum			
					Zielperiode <sup>4</sup>		Veränderung gegen Vorjahr <sup>5</sup>	
		1986 <sup>3</sup>	1987 <sup>3</sup>	1988 <sup>3</sup>	1986	1987	1987 1 Q.	1988 1 Q.
Prozent								
USA	M <sub>1</sub>	3–8	–	–	15,6	6,3	16,8	3,9
	M <sub>2</sub>	6–9	5½–8½	4–8	9,4	4,0	9,5	4,1
	M <sub>3</sub>	6–9	5½–8½	4–8	9,2	5,3	8,6	5,4
	GVINS	8–11	8–11	7–11	13,3	9,8	11,9	9,5
Japan	M <sub>2</sub> +CD	8–9	11–12	12	8,3	11,8	8,8	12,1
Deutschland (BR)	ZBG	3½–5½	3–6	–	7,7	8,1	7,7	8,3
	M <sub>3</sub>	–	–	3–6	7,3	6,1	7,4	6,0
Frankreich	M <sub>2</sub>	–	4–6	4–6	4,9	4,1	3,8	3,1
	M <sub>3</sub>	3–5	3–5	–	4,5	9,2	5,2	8,1
Großbritannien	M <sub>0</sub>	2–6	2–6	1–5	5,8 <sup>6</sup>	5,8 <sup>6</sup>	4,4	5,2
	M <sub>3</sub>	11–15	–	–	20,7 <sup>6</sup>	20,7 <sup>6</sup>	19,5	20,9
Italien	CPS	7	5–9	6–10	11,4	10,2	13,4	9,9
	M <sub>2</sub>	7–11	6–9	6–9	9,4	8,4	10,2	7,0
Spanien	ALP	9½–12½	6½–9½	8–11	11,9	14,0	11,5	13,8
Schweiz	NBGB	2	2	3	2,0	3,0	3,2	1,3
Niederlande	DM <sub>2</sub>	5½–6	11–12 <sup>7</sup>	–	9,6	13,6 <sup>7</sup>	6,0	n.v.

<sup>1</sup> GVINS = gesamte Inlandsverschuldung der nichtfinanziellen Sektoren; ZBG = Zentralbankgeldmenge; M<sub>0</sub> = weit abgegrenzte monetäre Basis; CPS = Kredit an den nichtöffentlichen Sektor (einschl. bestimmter öffentlicher Unternehmen); ALP = liquide Mittel in der Hand privater Nichtbanken; NBGB = bereinigte Notenbankgeldmenge; DM<sub>2</sub> = Beitrag des Bankensektors zu M<sub>2</sub> (Zuwachs der Bankkredite an den privaten Sektor und der langfristigen Bankkredite an den öffentlichen Sektor, abzüglich des Zuwachses der langfristigen Verschuldung des Bankensystems). <sup>2</sup> GVINS in den USA: nur angestrebter Bereich; M<sub>2</sub>+CD in Japan: Projektion. <sup>3</sup> USA, Japan (außer im Jahr 1988: zweites Quartal gegen zweites Quartal des Vorjahrs), Deutschland und Frankreich: viertes Quartal gegen viertes Quartal des Vorjahrs; Italien, Spanien und die Niederlande: Dezember gegen Dezember des Vorjahrs; Großbritannien: Zwölfmonatszeiträume, die im März enden; Schweiz: Jahresdurchschnitt. In Großbritannien wurde die Zielvorgabe für Sterling-M<sub>3</sub> (später in M<sub>3</sub> umbenannt) im Oktober 1986 außer Kraft gesetzt. <sup>4</sup> Gleiche Berechnung wie bei den Zielvorgaben. <sup>5</sup> Auf der Basis von Quartalsdurchschnittswerten. <sup>6</sup> Zwölf Monate bis März 1987 und 1988. <sup>7</sup> Für eine Periode von 24 Monaten, endend im Dezember 1987.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder.

wirkten sich auch die Situation auf den Devisenmärkten oder der Umfang finanzieller Aktivitäten aus. In den USA spiegelte 1987 der Anstieg der Umlaufgeschwindigkeit von M<sub>2</sub> und M<sub>3</sub> den Anstieg der Zinsen während der ersten drei Quartale des Jahres recht gut wider. In Deutschland und in Japan trugen niedrigere Zinsen zu einem weiteren Absinken der Umlaufgeschwindigkeit der projektierten oder der als Ziel gewählten monetären Größen bei.

In den Vereinigten Staaten überzeichnete die starke Abschwächung des Geldmengenwachstums 1987 die Straffung der Geldpolitik zu Anfang des Jahres. Die Zinsreagibilität der Nachfrage nach bestimmten Komponenten der monetären Aggregate stieg merklich an, nachdem die Deregulierung der Zinsen im Jahr 1986 abgeschlossen worden war. Da die Banken und Sparkassen ihre Zinsen nur langsam an die Veränderung der Geldmarktsätze anpaßten, entstanden

Deutlicher Einfluß der Zinssätze

Erhöhte Zinsreagibilität der US-Aggregate

große Schwankungen in der Neigung, Bankeinlagen zu halten. Dieses Verhalten, das ein wichtiger Einflußfaktor für das schnelle Wachstum der eng definierten Aggregate im Jahr 1986 gewesen war, trug im letzten Jahr zu deren verlangsamtem Wachstum bei. Im Ergebnis lieferte der Anstieg der jederzeit verfügbaren Bestände von M1 und der Sparkonten im großen und ganzen nur einen geringen Beitrag zur Entwicklung der Geldmenge in weiter Abgrenzung, während sich das Engagement in Terminkonten und anderen Geldmarktinstrumenten kräftig ausweitete.

Komponenten des Zuwachses der Geldmenge in weiter Abgrenzung und der Gesamtliquidität <sup>1</sup>							
Land und Zeitraum	Bargeld	Sichteinlagen	Übrige Bestände in M1 <sup>2</sup>	Termineinlagen	Spareinlagen <sup>3</sup>	Marktpapiere <sup>4</sup>	Zuwachs von M3 in Prozent der Veränderung der Liquidität
USA							
1972–86	5	6	7	29	28	25	85
1986	4	13	19	–9	54	19	95
1987	10	–9	14	35	5	46	89
Japan							
1972–86	7	18	n.v.	71	n.v.	5 <sup>5</sup>	60
1987	6	6	n.v.	88	n.v.	–1	66
Deutschland (BR)							
1972–86	10	22	n.v.	26	42	n.v.	n.v.
1987	19	23	n.v.	13	44	n.v.	n.v.
Frankreich							
1978–86	5	37	n.v.	18	37	12 <sup>6</sup>	88
1987	3	17	n.v.	24	17	39	68
Großbritannien							
1972–86	12	20 <sup>7</sup>	23 <sup>7</sup>	46	n.v.	n.v.	56
1987	2	10	37	50	n.v.	n.v.	81

<sup>1</sup> Geldmenge in weiter Abgrenzung: M3 (Japan: M2+CD); Gesamtliquidität: USA und Frankreich, L; Japan, M3+CD; Großbritannien, M4. <sup>2</sup> Verzinsten Komponenten von M1. <sup>3</sup> USA: einschl. Geldmarkteinlagenkonten und allgemeine Fondsanteile. <sup>4</sup> USA: große Termineinlagen; Japan und Frankreich: Einlagezertifikate. <sup>5</sup> 1979–86. <sup>6</sup> 1985/86. <sup>7</sup> 1976–86.  
 Quellen: Angaben der einzelnen Länder.

#### Deregulierung in Japan

In Japan kann das relativ starke Wachstum von M2+CD im letzten Jahr teilweise der ständig steigenden Zunahme der Termineinlagen zugeschrieben werden, nachdem zu Beginn des Jahres 1987 die Mindesteinlagenhöhe für Plazierungen zu nicht regulierten Zinssätzen weiter gesenkt wurde. Ein steigendes Transaktionsvolumen in Finanzaktiva trug zu einem merklichen Absinken der Umlaufgeschwindigkeit des vom Unternehmenssektor gehaltenen Geldes bei. Die umfassend abgegrenzte Geldmenge M3+CD wuchs weiterhin etwas weniger stark als M2+CD, ein Umstand, der das relativ schwache Wachstum der Postspareinlagen widerspiegelt.



In Deutschland verlief die Entwicklung der Geldmengenaggregate im großen und ganzen gemäß der bereits früher festgestellten Zusammenhänge zum nominalen Einkommen und zu den Zinssätzen. Die Bundesbank hat sowohl 1986 als auch 1987 immer wieder darauf hingewiesen, daß das Wachstum der Zentralbankgeldmenge (die aus dem mit konstanten Reservesätzen – Basis Januar 1974 – berechneten Reservesoll der Banken auf Inlandsverbindlichkeiten und dem Bargeldumlauf besteht) von dem starken Wachstum der großen Bargeldkomponente beeinflußt worden ist und bis zu einem gewissen Grad das Tempo der monetären Expansion eher überzeichnet. Die Zinselastizität der Nachfrage nach Bargeld war in Deutschland lange Zeit höher als in einigen anderen Ländern, auch wenn das jüngste starke Anwachsen der Bargeldnachfrage in direkten Zusammenhang mit Aufwertungserwartungen gebracht werden kann. Das Wachstum von M<sub>3</sub> war erheblich durch Kapitalzuflüsse aus dem Ausland im ersten Halbjahr bestimmt, wodurch die langfristigen Zinsen unterhalb des Niveaus gehalten wurden, das Bankschuldverschreibungen für inländische Anleger attraktiv gemacht hätte.

Zinsen und externe Einflüsse in Deutschland

In Frankreich erklärt überwiegend die gestiegene Liquiditätspräferenz der Anleger, die die Erwartung höherer langfristiger Zinsen widerspiegelt, den raschen Anstieg von M<sub>3</sub>. Die Zunahme der Termineinlagen und vor allem der Einlagezertifikate, die 1985 neu eingeführt wurden und in M<sub>3</sub>, aber nicht in M<sub>2</sub> enthalten sind, blieb hoch, ungeachtet der Tatsache einer Anhebung ausgewählter Mindestreservesolls im Juni 1987. Insbesondere die Investmentfonds schichteten ihre Portefeuilles zugunsten von in M<sub>3</sub> enthaltenen Komponenten um, und das Publikum plazierte verstärkt Mittel in spezialisierten Geldmarktfonds. In England spiegelte sich der wachsende Wettbewerb zwischen Banken und Bausparkassen in einem kräftigen Zuwachs von M<sub>4</sub> und einem noch ausgeprägteren Anstieg von M<sub>3</sub>, das die Verbindlichkeiten der Bausparkassen nicht enthält. Letzteres hängt zum Teil mit einer Umschichtung der Finanzaktiva der Bausparkassen weg von öffentlichen Schuldverschreibungen hin zu Bankeinlagen und der aufgrund verstärkter Aktivitäten zunehmenden Einlagen anderer Teile des Finanzsektors zusammen.

Liquiditätspräferenz und strukturelle Veränderungen in anderen Ländern

In der Schweiz führte ein starker Anstieg der Bargeldnachfrage zu einem beschleunigten Wachstum der Notenbankgeldmenge im ersten Halbjahr 1987. Zu Beginn des Sommers entschied die Nationalbank, daß das Ausmaß der Einschränkung der Bankreserven, die zur Abwendung eines Überschießens des Geldmengenziels notwendig gewesen wäre, den Schweizer Franken einem zu starken Aufwertungsdruck im Verhältnis zu den anderen europäischen Währungen aussetzen könnte, und sie war daher bereit, ein Geldmengenwachstum oberhalb des Ziels zu tolerieren.

In vielen anderen Ländern muß die monetäre Entwicklung vor dem Hintergrund rasch wachsender Bankkredite an den privaten Sektor gesehen werden. In den Ländern Japan, Frankreich, Großbritannien, Kanada, Schweden und Spanien trugen die Bankkredite im letzten Jahr erheblich zum Wachstum der Geldmenge in weiter Abgrenzung bei. Der starken Kreditexpansion lag einerseits eine sich kräftig ausweitende Inlandsnachfrage zugrunde, andererseits diente sie aber auch in vielen Ländern der Finanzierung von spekulativen Transaktionen in Immobilien und Finanzaktiva. In Japan kam das weitere Absinken der

Wachstum der Bankkredite ein wichtiger Gegenposten zum raschen Geldmengenwachstum

Kreditkosten als Einflußfaktor hinzu, aber der Unternehmenssektor machte auch reichlich von einer Kreditaufnahme bei Banken zur Finanzierung des Engagements in in- und ausländischen Wertpapieren Gebrauch. In Italien wurde der beschleunigten Zunahme von in Lira denominierten Krediten an den nichtstaatlichen Sektor, die im ersten Halbjahr 1987 teilweise mit Devisenspekulationen im Zusammenhang stand, durch eine Kreditplafondierung im September Einhalt geboten, wohingegen sich der Beitrag der Kredite an den Staat zum monetären Wachstum fast verdoppelte. In Frankreich und in Schweden trug die frühere Abschaffung direkter Begrenzungen des Kreditgeschäfts der Banken und ein erhöhter Wettbewerb zwischen den Finanzinstituten zu einem starken Anstieg der Bankausleihungen insbesondere an die privaten Haushalte bei. In Großbritannien bemühten sich die Banken, ihr Hypothekarkreditgeschäft, das sie als sehr lukrativ einschätzen, auszuweiten, was sich in hohen Wachstumsraten niederschlug. In vielen Ländern ist der Anreiz für die privaten Haushalte, sich zu verschulden, von der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Hypothekenzinsen abhängig, auch wenn diese Möglichkeit in einigen Fällen mittlerweile eingeschränkt worden ist. In den USA lief die Regelung für die steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinsen auf Konsumentenkredite im Laufe des Jahres 1987 aus. Daraufhin schufen die Banken sogenannte „home equity“-Kreditlinien, die Wohnungs- und Hauseigentümern den Zugang zu Hypothekendarlehen, bei denen Zinszahlungen weiterhin steuerlich abzugsfähig bleiben, erleichtern.

Außenwirtschaftlich bedingte Mittelzu- und -abflüsse bildeten im letzten Jahr meist keinen wichtigen Bilanzgegenposten bei der Schaffung von Geld in

Veränderung der Geldmenge in weiter Abgrenzung und ausgewählte Bilanzgegenposten								
Land	Geldmenge in weiter Abgrenzung <sup>1</sup>		Kredite an Unternehmen und private Haushalte <sup>2</sup>		Kredite an die öffentlichen Haushalte <sup>3</sup>		Nettoauslandsaktiva <sup>4</sup>	
	1986	1987	1986	1987	1986	1987	1986	1987
Dezember gegenüber Dezember des Vorjahrs Veränderung in Prozent der Geldmenge in weiter Abgrenzung								
USA	9,3	4,8	7,3	5,5	3,1	2,0	-2,2	-2,6
Japan	9,2	10,8	9,6	11,3	1,3	0,1	-2,3	-0,9
Deutschland (BR)	6,7	5,8	7,5	5,8	0,8	2,5	5,7	5,1
Frankreich	4,7	9,0	9,6	14,4	1,2	-0,6	2,3	-0,8
Italien	9,4	8,4	5,3	4,2	5,6	10,6	-0,5	0,2
Großbritannien	20,4	22,8	24,3	25,4	-1,0	-1,0	-1,9	1,7
Spanien	12,2	13,6	7,0	10,6	7,9	4,9	0,9	2,9
Niederlande	5,1	3,9	14,0	8,9	4,5	-0,6	-5,5	1,6
Belgien	10,3	8,0	5,1	6,6	7,1	4,9	-4,3	-0,1
Schweden	10,9	4,0	12,6	13,7	1,7	-3,0	-1,2	-0,9

<sup>1</sup> Japan: M<sub>2</sub>+CD; Italien, Niederlande und Belgien: M<sub>2</sub>; Spanien: ALP; andere Länder: M<sub>3</sub>. <sup>2</sup> USA: Kredite der Geschäftsbanken und Sparkassen ohne Erwerb von Wertpapieren des Schatzamts; Großbritannien: Sterlingkredite.  
<sup>3</sup> USA: Erwerb von Wertpapieren des Schatzamts durch die Federal Reserve, die Geschäftsbanken und die Sparkassen; Frankreich und Schweden: nur Zentralregierung. <sup>4</sup> Bankensystem; USA: einschl. amtlicher Währungsreserven und Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen öffentlichen Stellen zuzüglich der übrigen Nettobankforderungen an Gebietsfremde.  
Quellen: Angaben der einzelnen Länder.



weiter Abgrenzung. In vielen Ländern, darunter auch Japan, wurde eine Zunahme der Nettoauslandsaktiva der Zentralbank teilweise durch eine Verschlechterung der Nettoauslandsposition der Banken ausgeglichen. In Deutschland war die Situation jedoch grundsätzlich anders: Der Leistungsbilanzüberschuß ging nicht mit umfangreichen Mittelabflüssen von den Konten der Nichtbanken einher. Die in Deutschland und den Niederlanden dadurch implizierte externe Überschußposition der Nichtbanken ließ deren Nachfrage nach inländischen Bankkrediten geringer ausfallen. In beiden Ländern spiegelte sich vermutlich in den geringeren kurzfristigen Bankausleihungen einerseits und der erheblich höheren langfristigen Kreditvergabe der Banken andererseits die Ansicht der Schuldner wider, daß die langfristigen Zinsen eher steigen werden.

Geringer externer Beitrag zum Geldmengenwachstum außer in Deutschland

### *Weiterentwicklungen bei den Techniken der Geldmengensteuerung*

Zu Beginn des Jahres 1988 waren die Perspektiven für das reale Wachstum, die Inflation und die Leistungsbilanz in vielen Ländern ungewisser als sonst. Geht man davon aus, daß die Ursachen für die labile Lage an den Finanz- und Devisenmärkten, die offensichtlich den Handlungsspielraum der Geldpolitik 1987 stark eingeschränkt hat, nicht vollständig verschwunden sind, so war die Neubewertung der Geldmengensteuerungskonzepte Ende vorigen Jahres außerordentlich schwierig. Darüber hinaus wurde auch diskutiert, ob quantitativ orientierte Strategien in Ermangelung eindeutiger Anzeichen einer unmittelbar wiederauflebenden Inflation überhaupt beibehalten werden müßten. Nichtsdestoweniger wurde in allen Ländern an einem mittelfristig angelegten Vorgehen festgehalten, auch wenn die Zielvorgabetechniken in verschiedener Hinsicht abgewandelt wurden. Darüber hinaus war man in einigen Ländern der Ansicht, daß veröffentlichte Zielrichtwerte und -projektionen für ausgewählte Geldmengen- und Kreditaggregate, auch wenn eine formale Bindung an die Ziele nicht immer angezeigt ist, dennoch nützlich für die Durchführung der Geldpolitik sind.

Techniken zur Geldmengensteuerung beibehalten, aber angepaßt

In den USA senkte die Federal Reserve für 1988 die Mitte der Zielkorridore von M<sub>2</sub> und M<sub>3</sub> von 7 auf 6%, erweiterte sie aber gleichzeitig im Hinblick darauf, ein mit einer zufriedenstellenden Wirtschaftsentwicklung kompatibles Geldmengenwachstum zulassen zu können. Auch wenn der Offenmarktausschuß eine Steigerungsrate für M<sub>2</sub> und M<sub>3</sub> in der Nähe des Zentrums des Zielkorridors erwartete, akzeptierte er andere mögliche Wachstumsergebnisse für den Fall, daß erhebliche Zinsänderungen nötig würden, um einer unerwarteten Nachfrageschwäche oder einer verstärkten Inflation zu begegnen. Während das Wachstum der Verschuldung weiter im Auge behalten wird, wurde für M<sub>1</sub> kein Zielwert festgelegt, denn der Ausschuß stellte fest, daß diese Größe mehr als das breitere Aggregat von der Deregulierung und den Innovationen an den Finanzmärkten betroffen war und ihre Relation zu anderen ökonomischen Größen nach wie vor schwer vorhersagbar war.

Erweiterte Zielkorridore für M<sub>2</sub> und M<sub>3</sub> in den USA

Die Bank von Japan stellte sich im Verlauf des Jahres 1987 häufig auf den Standpunkt, daß Preisstabilität eine notwendige Voraussetzung für ein anhaltendes Wachstum der Inlandsnachfrage sei und eine zu hohe Geldmengenexpansion langfristig einen Inflationsschub auslösen könnte. Sie unternahm daher Schritte, die Kreditvergabe der Banken zu dämpfen, vor allem die Vergabe jener

In Japan rasches Wachstum von M<sub>2</sub>+CD projiziert

Kredite, die dem Kauf von Immobilien und Wertpapieren dienten. Die offizielle Projektion für das zweite Quartal 1988 impliziert jedoch eine Wachstumsrate von M<sub>2</sub>+CD in der Größenordnung von nach wie vor etwa 12%.

In Deutschland  
Ziel für M<sub>3</sub> formuliert

In Deutschland gab die Bundesbank im Januar 1988, einen Monat später als üblich, ein Geldmengenziel von 3 bis 6% für das Jahr 1988 an. Zwar war die Zielvorgabe dieselbe wie die für 1987, sie wurde jedoch für M<sub>3</sub> formuliert und nicht für die Zentralbankgeldmenge, das Aggregat, das seit der erstmaligen Formulierung eines formalen Geldmengenziels für das Jahr 1975 immer benutzt worden war. Da die meisten Verbindlichkeiten der Banken gegenüber inländischen Nichtbanken, die den Mindestreservevorschriften unterliegen (und, mit Mindestreservesätzen gewichtet, in die Berechnung der Zentralbankgeldmenge eingehen), auch in der Geldmenge M<sub>3</sub> enthalten sind, verliefen in der Vergangenheit die Änderungsraten der beiden Geldmengenaggregate über lange Zeiträume hinweg sehr ähnlich. Im letzten Jahr wuchs M<sub>3</sub> mit ungefähr 6%, also mit einer Rate nahe der Obergrenze des Zielkorridors für die Geldmengenexpansion. Der mittlere Zielwert für M<sub>3</sub> für 1988 von 4½% leitet sich ab von einer mittelfristigen Wachstumsrate des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials (von schätzungsweise 2%), einer unvermeidlichen Preissteigerungsrate (von 2%) und einem geringfügigen Beitrag, der sich aus dem fallenden Trend der Umlaufgeschwindigkeit dieser Geldmengengröße ergibt.

Frankreich und  
Italien behalten  
Zielvorgabe für  
M<sub>2</sub> bei

In Frankreich wurden die Zielvorgaben für die Geldmengenaggregate bis zu einem gewissen Grad so festgelegt, daß sie das Vertrauen des Marktes in die Wechselkurspolitik wiederherstellten. Vor dem Hintergrund der offiziellen Prognose eines etwas höheren realen Wirtschaftswachstums und einer niedrigeren Inflationsrate für das Jahr 1988 wurde beschlossen, den Zielkorridor für die Zunahme von M<sub>2</sub> bei 4–6% zu belassen. Die anderen Aggregate, besonders M<sub>3</sub> und L, sollen sorgfältig beobachtet werden, und der inländischen Kreditexpansion soll besondere Aufmerksamkeit zukommen. In Italien besteht der größere Teil der inländischen Kreditexpansion aus der Kreditgewährung an den Staat. Da die Regierung sich verpflichtet hat, den Finanzierungsbedarf der öffentlichen Hand 1988 zu reduzieren, ist eine Entwicklung von M<sub>2</sub> in der Größenordnung des nominalen Bruttoinlandsprodukts vermutlich kompatibel mit einem etwas höheren mittleren Zielwert von 8% für das Wachstum der Kredite an den nichtöffentlichen Sektor (der bestimmte öffentliche Unternehmen einschließt). Die Bandbreite läßt auf der einen Seite eine Abschwächung der privaten Kreditnachfrage ebenso zu wie andererseits einen zunehmenden Rückgriff öffentlicher Unternehmen auf Bankkredite.

Größere Beachtung des Wechselkurses in Großbritannien...

In Großbritannien deutete der Schatzkanzler in seiner Budgetrede im März 1988 an, daß die mittelfristige Finanzplanung weiterhin den Rahmen zur Reduzierung des Wachstums des nominalen Bruttoinlandsprodukts liefert und die Entwicklung der Geldmengenaggregate in weiter Abgrenzung mit in die Betrachtung einbezogen würde. Obwohl ein neues Zielband für M<sub>0</sub> festgelegt wurde, wurde betont, daß die Wechselkurse bei den geldpolitischen Entscheidungen weiterhin eine zentrale Rolle spielen.

... und in der Schweiz...

In der Schweiz lag die Wachstumsrate der Notenbankgeldmenge fast das ganze Jahr 1987 hindurch bei ungefähr 3%, so daß das Anheben des für die bereinigte Notenbankgeldmenge für das Jahr 1988 vorgegebenen Ziels keine Locke-



rung der Geldpolitik anzeigte. Es wurde erwartet, daß die Inflation gering bliebe und die höhere Zielvorgabe der Zentralbank eine flexible Reaktion auf Störungen von seiten der Finanz- und Devisenmärkte erlauben würde. Die Möglichkeit des Unterschießens des Geldmengenziels wurde nicht ausgeschlossen, falls die Einführung neuer Vorschriften über die Liquiditätsvorsorge bei Banken oder kürzliche Änderungen im Clearing-System eine geringere Nachfrage der Banken nach Reserven zur Folge hätten.

In Kanada suchen die Währungsbehörden weiterhin nach möglichen Aggregaten, die als Zwischenziel für die Geldpolitik dienen könnten, nachdem die Zielvorgabe für M1 im Gefolge von Finanzinnovationen 1982 abgeschafft worden war. Seit dieser Zeit spielt die Wechselkurspolitik eine wichtige Rolle, vor allem in Zeiten, in denen mangelndes Vertrauen in die Politik einen starken Abwertungsdruck auf den kanadischen Dollar ausgeübt hat. Vor kurzem mehrten sich die Bedenken über die inflationären Folgen einer kräftigen Ausweitung der Inlandsnachfrage, und die Entwicklung der monetären Gesamtgrößen wurde wieder aufmerksamer verfolgt. In den letzten Jahren bewegten sich die umfassender definierten Aggregate M2 und M2+ über eine Periode von 12 bis 24 Monaten hinweg tendenziell ähnlich wie die nominalen Ausgaben. Die beschleunigte Zunahme dieser Größen von mehr als 10% zu Beginn des Jahres 1987 beeinflusste die Entscheidung zugunsten einer restriktiveren Geldpolitik. Es ist aber nicht beabsichtigt, wieder zu förmlichen Zielwerten zurückzukehren, sondern nur, die Aggregate als wirtschaftspolitische Orientierungsgröße zu benutzen.

... aber Geldmengenaggregate in Kanada als Orientierungsgröße wieder eingeführt

Die befristete Vereinbarung der Bank der Niederlande mit den Banken über eine Begrenzung von deren Nettobeitrag zur inländischen Geldschöpfung endete im letzten Jahr. In der Absicht, ein anderes Instrument zur Beeinflussung der Zinsstruktur bereitzustellen, um so Anlagen von Nichtbanken in Kapitalmarktpapiere zu fördern und zu einer Reduktion des Geldmengenwachstums beizutragen, hat die Niederländische Bank zusammen mit dem Finanzministerium Vorkehrungen zum Aufbau eines Portefeuilles öffentlicher Anleihen getroffen, das ihr erlaubt, am Kapitalmarkt Geschäfte zu tätigen. In diesem Zusammenhang hat man sich auf die Einführung eines Mindestreservesystems für Banken geeinigt.

Neue Instrumente in den Niederlanden

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß die Strategien der Geldmengensteuerung in den meisten Ländern beibehalten wurden, auch wenn die gegenwärtigen Verfahren kurzfristig einen hohen Grad geldpolitischer Entscheidungsfreiheit zulassen.

## Devisenmarktinterventionen und Geldpolitik

Die Auswirkung von Devisenmarktinterventionen der Zentralbanken auf die internationale Liquidität wird in Kapitel VII erörtert. Die Frage, um die es hier geht, ist, wie offizielle Devisenkäufe in einer Größenordnung, die ausreichte, direkt und indirekt einen großen Teil des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits zu finanzieren, die monetäre Entwicklung in den einzelnen Ländern im letzten Jahr beeinflusst haben.

Einflüsse auf die Notenbankgeldmenge								
Bilanzposten und Zeitraum	Japan	Deutschland (BR)	Frankreich	Italien	Großbritannien	Kanada	Belgien	Niederlande
	Veränderung in Prozent der Notenbankgeldmenge von Ende des Vorjahrs <sup>1</sup>							
Nettoauslandsaktiva der Zentralbank <sup>2</sup>								
1979–86 Durchschnitt <sup>3</sup>	– 1,4	–2,6	6,9	0,7	– 4,1	–1,5	– 3,3	3,3
1987	18,4	17,5	–20,7	4,9	79,4	19,9	20,2	19,2
Kredite und Marktgeschäfte der Zentralbank <sup>4</sup>								
1979–86 Durchschnitt <sup>3</sup>	4,3	3,1	1,7	0,9	17,6	5,3	– 2,5	2,9
1987	3,0	–4,4	29,2	–3,5	–52,0	5,0	– 0,4	–16,5
Andere Inlands-einflüsse <sup>5</sup>								
1979–86 Durchschnitt <sup>3</sup>	2,6	5,1	0,8	12,1	– 8,9	1,1	7,5	– 0,2
1987	–12,3	–4,8	– 0,4	8,5	–23,1	–15,7	–17,2	9,2
Notenbankgeldmenge <sup>6</sup>								
1979–86 Durchschnitt <sup>3</sup>	5,5	5,6	9,4	13,7	4,6	4,9	1,7	6,0
1987	9,1	8,3	8,1	9,9	4,3	9,2	2,6	11,9

<sup>1</sup> Um Bewertungsänderungen bereinigte Stromgrößen; zum Teil eigene Schätzungen. Deutschland, Frankreich und Kanada: auf der Basis monatlicher Durchschnitte von Tages- oder Wochenwerten; übrige Länder: Monatsendstände. <sup>2</sup> Ohne Devisenswapgeschäfte zur Beeinflussung der Bankenliquidität; Japan, Großbritannien und Kanada: Geschäfte des staatlichen Devisenfonds. <sup>3</sup> Großbritannien 1981–86. <sup>4</sup> Lombard- und (abgesehen von Deutschland) Diskontkredite; Outright-Offenmarktkäufe und -verkäufe von Wechseln und Wertpapieren, spezielle Kredite zu Marktzinsen und die Verlagerung öffentlicher Einlagen in den Markt. <sup>5</sup> Einschl. Bewegungen auf Regierungskonten und, im Falle Deutschlands, des Ergebnisses der Änderung der Mindestreservesätze und Rediskontkontingente. <sup>6</sup> Deutschland: zu Reservesätzen vom Dezember 1974; Großbritannien: M0; andere Länder: Bargeldumlauf und Reservehaltung der Banken.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder.

Umfangreiche Interventionen

Ein großer Teil der Zunahme der amtlichen Devisenreserven im letzten Jahr entfiel auf die Industrieländer außerhalb der USA. Es ist interessant, den Nettoerwerb von Devisen der Währungsbehörden der größeren Länder in Relation zu anderen Komponenten der Zentralbankbilanz zu setzen. Hierzu kann man die „Beiträge“ der Transaktionen in in- und ausländischen Aktiva zum Wachstum des Zentralbankgeldes (hauptsächlich Bargeld und Reserven der Banken) vergleichen. Dadurch werden die offiziellen Nettoverkäufe inländischer Währung gegen Fremdwährung in Relation zum Bestand an Zentralbankgeld am Ende des vorhergehenden Jahres gesetzt. Dieses Maß illustriert die im Vergleich zu den vergangenen acht Jahren enorme Größe der Interventionen der Notenbanken in fast allen in der Tabelle aufgeführten Ländern, selbst wenn man konzeptionelle Unterschiede in den Daten der einzelnen Länder berücksichtigt. Die sehr hohen Zahlen für Großbritannien, die relativ niedrigen für Italien und der negative Wert für Frankreich zeigen, wie wichtig Aktionen zur Stabilisierung der Wechselkurse zwischen den europäischen Währungen gewesen sind.

Interventionen, Geldmarktpolitik und Bankreserven

Häufig wird – ohne Analyse der Zusammenhänge – angenommen, daß große Steigerungsraten in der internationalen Liquidität systemimmanent inflationär sind. Tatsächlich aber wirken sich Änderungen der Nettoauslandsposition der Zentralbanken auf die monetäre Entwicklung in den einzelnen Ländern



weit weniger direkt aus, als häufig unterstellt wird. Die Zentralbanken der meisten Industrieländer wählen operationale Ziele für die kurzfristigen Zinsen, die den Zwischen- und Endzielen der Geldpolitik entsprechen sollen. Mit anderen Worten: Die Festlegung dieser Zinssätze bedeutet normalerweise eine explizite, politische Entscheidung, die freilich Wechselkursüberlegungen miteinbeziehen kann. Die Instrumente der Zentralbanken werden zur Regulierung des Reserveangebots an die Banken in einer Weise eingesetzt, die mit dem operationalen Ziel für die Zinsen vereinbar ist. Kurzfristig wird die Nachfrage der Banken nach Zentralbankgeld akkommodiert, und unerwünschte Effekte offizieller Devisenan- und -verkäufe auf das Angebot an Bankreserven werden mehr oder weniger automatisch kompensiert, ebenso wie unerwünschte Auswirkungen binnenwirtschaftlicher Einflüsse wie Änderungen der Position der öffentlichen Haushalte bei der Zentralbank. Es macht wenig Sinn, dieses Zentralbankverhalten als „sterilisierte“ Intervention zu bezeichnen. Die institutionellen und systematischen Zwänge, denen die Portfolioanlagedispositionen der Banken und Nichtbanken unterliegen, lassen praktisch keine Handlungsalternative zu. Große Ausschläge der Geldmarktzinsen, zu denen es ohne Gegensteuerung der Zentralbanken bei Störungen des Angebots an Bankreserven kommen würde, wären vom geldpolitischen Standpunkt aus betrachtet ohne Nutzen.

Die Instrumente zur Regulierung des Angebots an Bankreserven variieren von Land zu Land, sie haben sich aber in praktisch allen Fällen als adäquat erwiesen, selbst vor dem Hintergrund so umfangreicher Devisenmarktinterventionen, wie sie im letzten Jahr stattfanden. In den USA wurden die relativ geringfügigen, potentiellen Folgen der Devisenmarktinterventionen der Notenbank und des Schatzamtes ebenso wie der Bewegungen auf Dollarkonten der ausländischen Zentralbanken bei der Fed auf das Angebot an Bankreserven routinemäßig durch Offenmarktoperationen ausgeglichen. In Japan sind die umfangreichen Interventionen in Dollar gegenüber den Bewegungen auf den Konten der Regierung bei der Zentralbank und der Ausgabe von Notes vergleichsweise bescheiden. Um den Auswirkungen der offiziellen Devisenmarktinterventionen auf die Bankenliquidität entgegenzusteuern, verringerte die Bank von Japan ihre Kreditvergabe an Banken und verkaufte von Zeit zu Zeit Schatzwechsel in größerem Umfang. In Deutschland gehörten zu den Steuerungsmaßnahmen, die die Bundesbank einsetzte, Devisenswapgeschäfte mit den Banken, eine Verringerung der Wertpapierpensionsgeschäfte, Verkäufe von Schatzwechseln, eine Anhebung der Mindestreservesätze und eine Kürzung der Rediskontkontingente der Banken. In Frankreich, wo sich der Druck auf den Wechselkurs des Franc im Laufe des Jahres 1987 umdrehte, paßte die Bank von Frankreich den Umfang ihrer regelmäßigen Tendergeschäfte den jeweiligen Umständen an und tätigte zusätzlich ungewöhnlich umfangreiche eintägige Wertpapierpensionsgeschäfte. In Großbritannien verringerte die Bank von England ihre Ankäufe privater Wechsel. In Kanada bestand der Kompensationsmechanismus aus Swapgeschäften der Bank von Kanada mit dem Exchange Fund Account und einer Verlagerung von Einlagen der öffentlichen Hand auf die Banken. In Italien und Belgien lief der Prozeß teilweise mit Hilfe induzierter Änderungen der Nachfrage der Banken und Nichtbanken nach Schatzwechseln

Zum Ausgleich des Einflusses von Interventionen auf die Bankreserven eingesetzte Instrumente

und damit durch Änderungen des Bedarfs der Regierung nach zusätzlicher Finanzierung durch die Zentralbank ab. In Belgien kürzte die Nationalbank erheblich die Kreditlinie für den Regulierungsfonds des Wertpapiermarktes (der indirekt den Finanzierungsbedürfnissen der Regierung dient).

Andere monetäre Effekte der Devisenbewegungen

Devisenzu- und -abflüsse können die monetären Bedingungen jedoch auch noch auf vielen anderen Wegen beeinflussen. Sogar eine Intervention, die keinen direkten Einfluß auf die Reservehaltung der Banken ausübt, kann einen mittelbaren Effekt auf die Bankkredite und die Geldmenge haben, wenn, wie in Japan und Deutschland im letzten Jahr geschehen, die den Interventionen gegenläufigen Maßnahmen der Zentralbank zu einem Anstieg des Bestands von Aktiva sekundärer Liquidität, wie z.B. Schatzwechseln, bei den Banken führen. In Großbritannien, wo die Devisenreserven auf einem Konto des Schatzamtes gehalten werden, impliziert der Grundsatz einer vollen „Finanzierung“ des öffentlichen Mittelaufnahmebedarfs, daß die Auswirkungen von Interventionen auf die Geldmenge weiter Abgrenzung zumindest mittelfristig durch den Verkauf öffentlicher Schuldtitel außerhalb des Bankensystems in etwa kompensiert werden. Wie bereits erwähnt, kann der in vielen Ländern im letzten Jahr beobachtete starke Anstieg der Bankkredite durch Faktoren wie Deregulierung, sinkende kurzfristige Zinsen, wirtschaftliche Erholung und spekulative Aktivitäten erklärt werden. Diese Phänomene sind jedoch nicht losgelöst vom Geschehen und von Maßnahmen auf den Devisenmärkten zu sehen.

## Wechselkursorientierte Geldpolitik in kleinen und mittleren Industrieländern

### *Länder, die am Wechselkursmechanismus des EWS teilnehmen*

Zinssätze spiegeln die Konvergenz der Inflationsraten wider...

Die Relation zwischen den Zinsen in den am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmenden Ländern spiegelte im letzten Jahr die bereits früher eingesetzte Konvergenz der Preisentwicklung und hauptsächlich vom Dollarkursverlauf verursachte Störungen wider. Indem einige Länder den nominalen Außenwert der Währung als Fixpunkt für ihre Geldpolitik nutzten, um hohen Inflationsraten zu begegnen, waren sie zeitweilig bereit, Einbußen an Wettbewerbsfähigkeit hinzunehmen. Obwohl die Leitkurse innerhalb des EWS in den Jahren 1985 und 1986 angepaßt wurden, lassen die von Land zu Land voneinander abweichenden Leistungsbilanzpositionen auf eine unterschiedliche Fähigkeit, mit der Abwertung des Dollars fertig zu werden, schließen. Die noch verbliebenen Verbraucherpreisdisparitäten mögen als gering genug eingestuft werden, um mit stabilen Wechselkursen in Einklang zu stehen. Dennoch schien es erstrebenswert, die kurzfristigen Zinsen in den meisten Ländern auf einem höheren Niveau als in Deutschland und in den Niederlanden zu halten. Vielfach zogen die hieraus resultierenden Nominalzinsdifferenzen in Zeiten, in denen bis auf weiteres stabile Wechselkurse erwartet wurden, potentiell nicht erwünschtes Kapital an, doch es bestand die Gefahr, daß sie zu niedrig waren, um Kapitalabflüsse zu verhindern, wenn in Erwartung einer Neufestsetzung der Leitkurse die Spekulation auf den Märkten einsetzte.

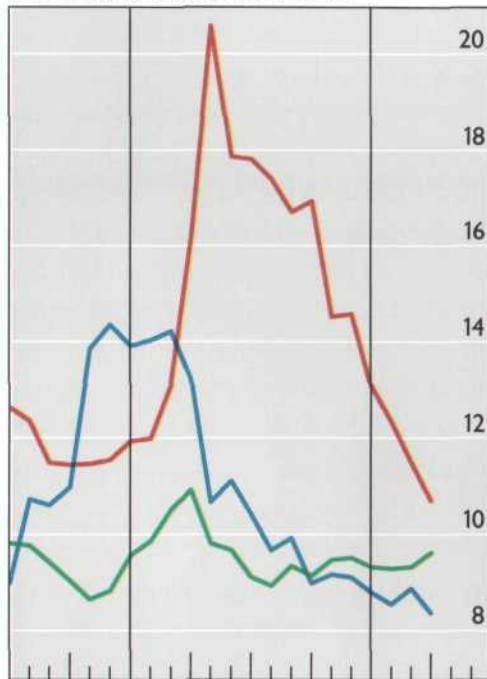
...aber auch Spannungen an den Devisenmärkten

In Frankreich wurden die kurzfristigen Zinsen nach dem EWS-Realignment vom Januar 1987 gesenkt und dann stabil gehalten. Um einer mit dem

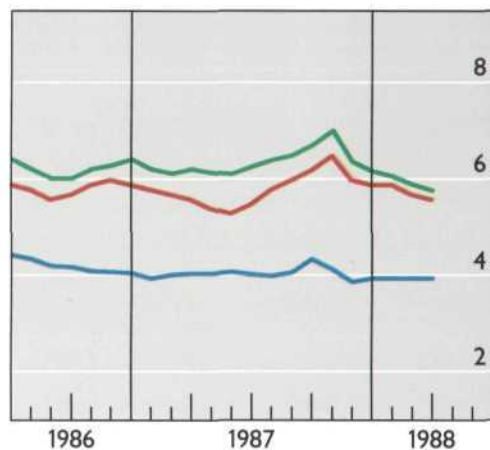
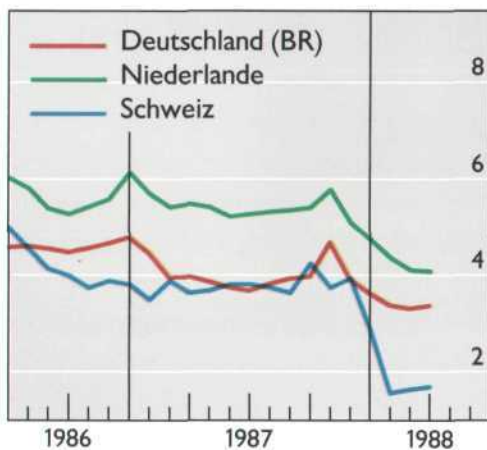
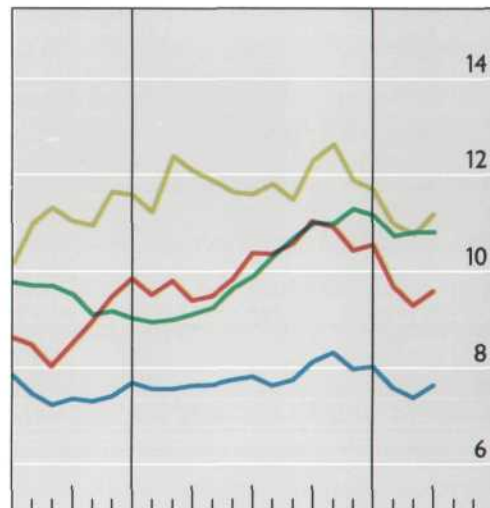
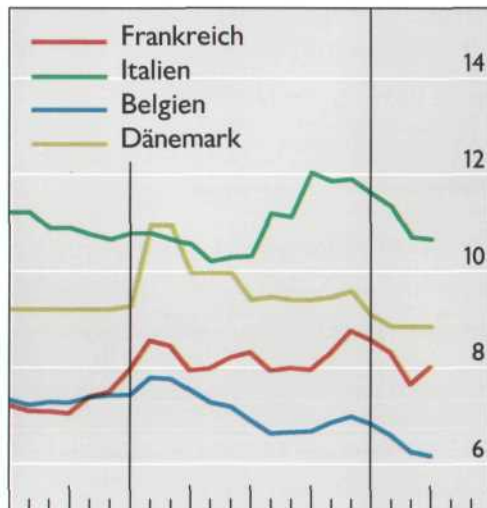
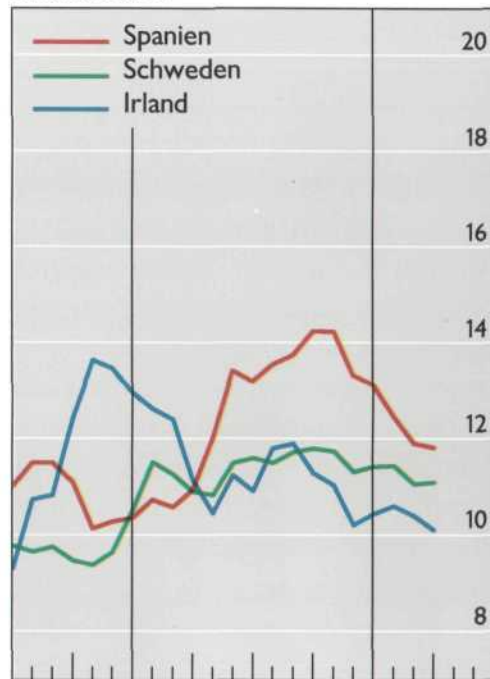


## Zinssätze in ausgewählten europäischen Ländern 1986–88

Dreimonats-Interbankkredite<sup>1</sup>



Staatsanleihen<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Italien und Schweden: Dreimonats-Schatzpapiere; Dänemark: Tageskredite. <sup>2</sup> Frankreich, Italien und Spanien: Anleihen der öffentlichen Hand; Dänemark: gewogener Durchschnitt von Staatsanleihen und Pfandbriefen.

Entwicklung in einzelnen Ländern

Kursrückgang des Dollars zusammenhängenden, vorübergehenden Anspannung entgegenzuwirken, erhöhte die Bank von Frankreich im November ihren Zinssatz für Tendergeschäfte in Abstimmung mit der Bundesbank, die gleichzeitig ihren Satz für Wertpapierpensionsgeschäfte verringerte. In Italien stieg der Interbanktagesgeldsatz im Frühjahr und Sommer stark an, da die Geldpolitik dem Abwertungsdruck auf die Lira standhielt, doch der Satz für Schatzwechsel zog nur langsam nach. Im September wurden vorübergehend Beschränkungen im kurzfristigen Kapitalverkehr eingeführt, die aber vorzeitig im Januar 1988 wieder abgeschafft wurden. Der holländische Gulden kam zeitweise stärker unter Aufwertungsdruck als die D-Mark, so daß die Niederländische Bank ihren Satz für abgesicherte Kredite in der Zeit von November 1987 bis Januar 1988 unabhängig von den anderen Zentralbanken in vier Schritten senkte. Bis zum März sank ihr Spezialkreditzinssatz, der gewöhnlich den direkteren Einfluß auf die Geldmarktsätze hat, auf ein Niveau, das mehrere Prozentpunkte niedriger lag als das ein Jahr zuvor. In Belgien und Dänemark gerieten die Geldmarktsätze im November unter einen leichten Aufwärtsdruck, sanken aber per saldo zwischen März 1987 und März 1988. In Belgien wurden die Geldmarktsätze weiterhin vom Satz der Nationalbank für dreimonatige Schatzwechsel gesteuert, der in Anlehnung an die Lage auf dem Devisenmarkt häufig und in kleinen Schritten variiert wurde. In Dänemark, wo die Banken bei der Nationalbank verschuldet blieben, folgten die Marktzinsen bis Juli im allgemeinen dem Verlauf des Satzes für Ausleihungen der Zentralbank gegen Einlagenzertifikate und danach dem Verlauf des Satzes der neu geschaffenen Einrichtung eines Notenbanküberziehungskredits. In Irland wurden die Geldmarktsätze seit ihrem Höchststand von Anfang 1987 gesenkt und waren Anfang 1988 auf einem den Geldmarktsätzen in Frankreich entsprechenden Niveau angekommen. Die Renditen typischer staatlicher und öffentlicher Anleihen wiesen 1987 und Anfang 1988 in Frankreich, Italien, Dänemark und Irland eine auffällige Neigung zur Konvergenz auf. Nachdem in Deutschland die Einführung einer Quellensteuer auf Zinserträge angekündigt worden war, näherten sich gegen Ende des Jahres 1987 auch die deutschen und niederländischen langfristigen Zinssätze einander an, während die Renditen in Belgien in einer mittleren Position verharrten.

Weitere Liberalisierung des Kapitalverkehrs wirft Fragen auf

Ogleich die teilnehmenden Länder den Wechselkursmechanismus des EWS als einen wesentlichen Beitrag zur Währungs- und Preisstabilität in der Region ansehen, wurden kürzlich Fragen zu den Folgen einer Liberalisierung des Kapitalverkehrs in der Europäischen Gemeinschaft für die Gestaltung der Zinspolitik in den Mitgliedsländern aufgeworfen. Daneben stellt sich die Frage, ob nicht die Reaktionen auf Störungen, die einige Währungen einem Aufwertungs-, andere einem Abwertungsdruck aussetzen, „symmetrischer“ gestaltet werden können. Für die weitere Zukunft wurde viel über die Geldpolitik und die institutionellen Vereinbarungen spekuliert, die sich aus dem politischen Ziel einer vollständigen wirtschaftlichen und finanziellen Integration ergeben würden.

Die Art von Störungen, mit denen die am kurzen Ende operierende Zinspolitik der am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Länder vorwiegend fertig werden mußten, war die Erwartung eines Realignments durch die



Märkte, die auch die Erfahrung mit in die Betrachtung einbezog, daß der Zeitpunkt der Anpassung häufig von politischen Erwägungen und nicht von wirtschaftlichen Notwendigkeiten bestimmt wurde. In den frühen achtziger Jahren trug gelegentlich ein kräftiger Anstieg der sehr kurzfristigen Zinsen der vorübergehend schwach notierten Währungen an den Offshore-Märkten dazu bei, Spekulationen abzuwenden. Dies ist jedoch eine wenig attraktive Lösung, wenn Devisenkontrollen zur Isolierung des Inlandsmarktes nicht länger zur Verfügung stehen. Änderungen der kurzfristigen Zinsen zur Abwendung eines Realignments hatten einen weit geringeren Einfluß auf die langfristigen Zinsen als die Realignments selbst, aber die Kosten mußten unausweichlich von den Ländern getragen werden, für deren Währung eine Abwertung erwartet wurde, denn der Spielraum für Zinssenkungen war in den anderen Ländern gering. In dem Maße, in dem der Markt nun langsam davon überzeugt werden muß, daß große Leitkursanpassungen in Zukunft vermieden werden, sollte eine erhöhte Bereitschaft der Länder, ihre Wechselkurse innerhalb der Bandbreite schwanken zu lassen, die Spekulationskosten erhöhen und deren Auswirkungen auf die Zinssätze minimieren.

Einwirkungen auf die Relationen zwischen den kurzfristigen Zinsen innerhalb des EWS, die auf Veränderungen von Währungspräferenzen beruhen, denen andere Überlegungen als der Zeitpunkt der Realignments zugrunde liegen, waren relativ geringfügig. Die vom Dollar ausgehenden Störungen, die im letzten Jahr beträchtlich waren, sollten unbedeutender werden, wenn Konvergenz und Liberalisierung des Kapitalverkehrs die D-Mark und andere europäische Währungen im Portefeuille internationaler Investoren leichter substituierbar machen. Die Basel/Nyborg-Vereinbarungen vom September 1987, die den Zugang zum Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit für die Finanzierung intramarginaler Interventionen eröffneten, lassen den potentiellen Einfluß dieser Interventionen auf die Reservehaltung der Banken sowohl in den Gläubiger- als auch in den Schuldnerländern zu. Schließlich sei an die jüngsten Beispiele einer koordinierten Zinsänderungsaktion erinnert.

Die Entscheidungen der Regierungen und Zentralbanken der Teilnehmerländer, die Anzahl und das Ausmaß der Wechselkursanpassungen im System zu begrenzen, förderte die Annäherung der Inflationsraten. Die Kosten der Inflationsbekämpfung waren zweifelsohne in den Ländern relativ groß, in denen vorher die Inflationsraten hoch waren. Diese Länder sträuben sich nun, ihre hart erkämpften Fortschritte durch Wechselkursanpassungen zu gefährden und hoffen offensichtlich, daß die mit der Dollarabwertung verbundenen Schwierigkeiten im System vorübergehender Natur sind oder daß sie durch entsprechende finanzpolitische Maßnahmen der Mitgliedsländer oder durch verstärkte Konsultationen über die Zinsentwicklung gemindert werden können. Weitergehende Vorschläge fordern eine ausdrückliche Kooperation bei der Festlegung währungspolitischer Ziele, eine Diversifizierung der Währungsreserven, um die besondere Rolle der D-Mark zu reduzieren, und eine gleichmäßigere Verteilung der Interventionslasten. Die Einrichtung der Interventionsfinanzierung im Basel/Nyborg-Abkommen ist ein Kompromiß bei der Lastenverteilung, aber nach der bestehenden Vereinbarung ist immer noch ein gewisser Grad an zinspolitischer Autonomie der einzelnen Länder und an Asymmetrie der Zinsreaktionen

Reaktionen auf erwartete Realignments nach wie vor Hauptursache von Störungen

Neue Vereinbarungen zur Finanzierung von Interventionen

Hintergrund für Forderungen nach weiteren Änderungen im EWS



notwendig, um gemeinsamen Zielen der Geldpolitik gerecht zu werden. Die Bedeutung von Wechselkurszielen bei der Inflationskontrolle ist immer noch von Land zu Land unterschiedlich, aber Wechselkursziele allein können nicht die Preisstabilität im System insgesamt sichern.

Hindernisse für  
ein Zusammen-  
wachsen der  
Finanzmärkte...

Das Zusammenwachsen der Finanzmärkte in der Gemeinschaft schreitet vermutlich als Ergebnis einer geplanten weiteren Liberalisierung des Kapitalverkehrs der Mitgliedsländer und einer Öffnung des finanziellen Dienstleistungssektors für den Wettbewerb innerhalb der Gemeinschaft voran. Diese Entwicklungen geraten möglicherweise mit dem Ziel der Wechselkursstabilität in Konflikt und schränken den Spielraum für eine autonome, nationale Geldpolitik weiter ein. Zur Zeit halten, wie allseits bekannt, noch viele Hindernisse den monetären Ausbau Europas auf. Sogar in Ländern, die dem Wechselkursmechanismus des EWS angehören, wurde der private Kapitalverkehr noch nicht vollständig liberalisiert, und eine Währung schwankt immer noch innerhalb einer vergrößerten Bandbreite. Andere Länder der Gemeinschaft nehmen überhaupt nicht am Wechselkursmechanismus teil.

... und einer  
vollständigen  
Währungsunion

In letzter Konsequenz bedeutet eine wirtschaftliche und monetäre Union feste Wechselkurse für die Gemeinschaftswährungen untereinander oder eine gemeinsame Währung mit irgendeiner Form der zentralisierten, geldpolitischen Entscheidungsfindung, so wie sie kürzlich vorgeschlagen wurde. Hiermit sind zweifellos weitreichende, politisch kontroverse Punkte verbunden. Zwei Fragen, die sich stellen, sind, welche institutionelle Einrichtung Preisstabilität als zentrales Ziel einer gemeinsamen Geldpolitik garantiert und wie eine Absicherung gegenüber politischer Einmischung erreicht werden kann. Andere Fragen sind, ob neue Institutionen zu einer Festigung der Integration beitragen oder ob wichtige ökonomische Streitpunkte direkt angegangen werden sollten, im Hinblick darauf, daß diese nicht allein durch Währungsvereinbarungen gelöst werden können. Auch wenn es technische Aspekte gibt, für die Experten womöglich einfallsreiche Lösungen finden, so ist doch das Kernproblem die Notwendigkeit harter politischer Entscheidungen, die mit Opfern bei der nationalen Souveränität verbunden sind. Es ist keineswegs klar, daß Regierungen und Wählerschaft hierzu bereit sind.

### *Geldpolitik mit Wechselkursorientierung in anderen Ländern*

In manchen Industrieländern ließen die im Rahmen einer stabilitätsorientierten Geldpolitik festgelegten Wechselkursrichtwerte einen gewissen Spielraum für Leistungsbilanz- oder nominale BSP-Zielvorgaben zu. Anderswo trugen Leitlinien dazu bei, nicht beabsichtigte Einbußen an internationaler Wettbewerbsfähigkeit zu begrenzen. In Großbritannien wurde die Währungsabwertung von 1986 als kompatibel mit dem weiteren, leichten Rückgang der Inflation im Gefolge des Ölpreisverfalls angesehen. In Kanada hatte die Währungsabwertung in den Jahren 1984 und 1985 – eine Konsequenz des Verfalls der relativen Preise für Rohstoffexporte – vermutlich bei der damaligen schwachen Gesamtnachfrage wenig Einfluß auf die Preisentwicklung. In Spanien lief ein relativ fester, gewogener Außenwert der Währung im Gefolge des schwächeren Dollars 1985 und 1986 auf eine reale Abwertung gegenüber den Währungen



der europäischen Handelspartner hinaus. Das Gewicht des Dollars im Außenwertindex, den die schwedische Zentralbank als monetäre Richtgröße verwendet, hat ab 1985 mit zu einer Abwertung der schwedischen Krone gegenüber den meisten europäischen Währungen beigetragen. Vom letzten Jahr an standen die öffentlichen Stellen dieser Länder vor dem Dilemma, mit relativ hohen, kurzfristigen Zinsen der auf Dauer nicht durchzuhaltenden, raschen Expansion der Inlandsnachfrage und den mittelfristigen Inflationsrisiken entgegenzutreten zu müssen. Günstige Nominalzinsdifferenzen gegenüber anderen Währungen zogen aber tendenziell Kapital aus dem Ausland an. Eine Aufwertung schien jedoch unangemessen, entweder weil die Regierung frühere Wettbewerbsgewinne nicht wieder verlieren wollte oder weil konstante Wechselkurse als mittelfristige Richtschnur der Geldpolitik dienen sollten. Anzeichen einer Verschlechterung der Leistungsbilanz ließen darauf schließen, daß sich die Richtung des Wechselkursverlaufs über kurz oder lang umdrehen könnte.

Dilemma verursacht durch Aufwertungsdruck bei gleichzeitigem raschen Geld- und Kreditwachstum

In Großbritannien befürchtete man im Frühjahr 1987, das Vertrauen in die konjunkturelle Entwicklung könne gefährdet sein, wenn man dem Aufwertungsdruck auf das Pfund Sterling nachgebe. Vor allem widersetzte man sich mit umfangreichen Devisenmarktinterventionen und einer Senkung der kurzfristigen Zinsen einer Aufwertung gegenüber der D-Mark. Auf der anderen Seite nahmen die Bedenken über die Preisentwicklung und die Chancen, das hohe Tempo des Wirtschaftswachstums fortsetzen zu können, zu. Im Sommer wurden die kurzfristigen Zinsen angehoben, und ihr zwischenzeitliches Absinken nach dem Kurseinbruch an den Aktienbörsen wurde im Januar 1988 wieder rückgängig gemacht. Im März beschloß man nach weiteren massiven, offiziellen Interventionen am Devisenmarkt, einen Wechselkurs von über DM 3,0 zuzulassen – ein Wert, den der Markt für die informelle Obergrenze einer von den Währungsbehörden benutzten Zielzone gehalten hatte. Als jedoch einige Tage später der Haushalt veröffentlicht wurde, nahm man ein Absinken der kurzfristigen Zinsen hin. Wie die Regierung in einer Situation des sich gegenüber der D-Mark abschwächenden Pfundes gehandelt hätte, wurde im letzten Jahr nicht „getestet“, und es bleibt längerfristig die Frage, inwieweit Wechselkursstabilisierung zu einer Dämpfung des inländischen Kostendrucks beitragen können, wenn bindende Wechselkursverpflichtungen fehlen.

Reaktionen in Großbritannien...

In Kanada gaben erwartete Engpässe bei der Kapazitätsauslastung im vergangenen Jahr vermehrt Anlaß zur Sorge über die Gefahr einer sich verstärkenden Inflation. Während sich die Bank von Kanada durch Interventionen verstärkt gegen kurzfristige Wechselkursausschläge stemmte, förderte sie eine Vergrößerung des Gefälles der Geldmarktzinsen gegenüber den USA und nahm eine Höherbewertung des kanadischen Dollars gegenüber dem US-Dollar hin, um das Tempo der wirtschaftlichen Expansion zu mäßigen.

...Kanada...

In Spanien, wo die antiinflationäre Politik im wesentlichen auf Geldmengenzielen basiert, wurden Richtlinien für den Außenwert der Währung auf der Basis einer Abwertungsrate, die die im Vergleich zu den europäischen Handelspartnern höhere Inflationsrate ausgleichen soll, festgelegt. Anfang 1987 wurden die kurzfristigen Zinsen vor dem Hintergrund eines kräftigen Wachstums der Inlandsnachfrage erhöht. Trotz umfangreicher Devisenankäufe seitens der Zentralbank und einer Wiedereinführung von Devisenkontrollen wertete sich

...Spanien...

... und Schweden

die Peseta stark auf. Gegen Ende des Jahres wurden die kurzfristigen Zinsen gesenkt und ein Überschießen des Geldmengenziels zugelassen, obwohl das wirtschaftliche Expansionsstempo immer noch beunruhigte. In Schweden war wegen der relativ hohen Inflationsrate und einer nicht aufrechtzuerhaltenden Konsumsteigerung im letzten Jahr eine strikte Geldpolitik nötig. Um spekulative Kapitalzuflüsse abzuwehren, ließ die Schwedische Reichsbank zu, daß der gewogene Außenwert ihrer Währung die Obergrenze des von ihr festgesetzten Zielbandes erreichte.

### *Flexibilität der am Wechselkurs orientierten Geldpolitik*

Mögliche Vor- und Nachteile...

In dem Maße, in dem Wechselkursziele eine Richtschnur für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik waren, standen sie kaum im Widerspruch zu langfristigen Überlegungen im Inland. Die Wechselkurspolitik der meisten europäischen Länder gründet sich auf die Überzeugung, daß eine notwendige Wirtschafts Anpassung am besten durch finanz- und strukturpolitische Maßnahmen erreicht werden kann. Gelegentlich haben jedoch Zweifel, ob ein zufriedenstellendes Wirtschaftswachstum bei einer erheblichen Abwertung insbesondere des US-Dollars erreicht werden kann, neuerlich Fragen aufgeworfen, die bereits als gelöst angesehen worden waren. In Kanada wurde eine an der mittelfristigen Preisentwicklung orientierte Geldpolitik häufig so gesteuert, daß sich der Einfluß von Zins- und kurzfristigen Wechselkursänderungen auf die nominalen Ausgaben ausgleicht. Im offensichtlichen Gegensatz hierzu steht die „Hartwährungspolitik“ vieler europäischer Länder, die sich mehr auf den Einfluß der Wechselkurse auf die inländischen Kosten und Preise konzentriert. In den letzten Jahren ergriffene Maßnahmen zum Abbau der Lohnindexierung haben in einigen Fällen diesen Zusammenhang möglicherweise abgeschwächt. Die Erfahrung in zahlreichen Ländern mit unterschiedlichen Wechselkursorientierungen hat jedoch nicht die Frage beantworten können, wie dauerhaft abwertungsbedingte Wettbewerbsgewinne in relativ offenen Volkswirtschaften sind.

...schließen unerwünschte Effekte auf die langfristigen Zinssätze ein

Darüber hinaus müssen mögliche Auswirkungen der Wechselkursänderungen auf die langfristigen Zinsen in die Betrachtung miteinbezogen werden. In einigen Ländern ist die Effektivverzinsung von Anleihen in Relation zur Entwicklung der Verbraucherpreise ein Sorgenpunkt. Zu Beginn des Jahres 1988 lagen in den meisten europäischen Ländern die so bereinigten Sätze zwischen 4 und 8%. Diese Differenzen spiegelten nur wenig die unterschiedliche Lage der

Reale Anleiherenditen, März 1988 <sup>1</sup>							
Deutschland (BR)	Frankreich	Italien	Belgien	Niederlande	Irland	Spanien	Portugal
4,6	7,1	5,9	6,7	5,2	8,2	7,3	5,5 <sup>2</sup>
Österreich	Schweiz	Dänemark	Schweden	Norwegen	Finnland	Großbritannien	Kanada
4,4	2,0	6,5	5,6	6,6	6,4	5,5	6,0

<sup>1</sup> Rendite einer ausgewählten typischen langfristigen Anleihe abzüglich der Veränderung des Verbraucherpreisindex in den letzten zwölf Monaten, in Prozent. <sup>2</sup> Februar.  
Quellen: Angaben der einzelnen Länder.



öffentlichen Budgets in den einzelnen Ländern wider, vielleicht weil zur Deckung des sehr großen Finanzierungsbedarfs in erheblichem Umfang auf ausländische und kurzfristige Mittel zurückgegriffen wurde. Vor dem Hintergrund einer fortschreitenden Liberalisierung des Kapitalverkehrs haben offenbar Erwartungen über die langfristige Entwicklung der Wechselkurse an Bedeutung gewonnen. Unabhängig vom Wechselkurssystem scheinen in vielen Fällen Wechselkurserwartungen im Zusammenhang mit erwarteten Inflationsunterschieden zu stehen, da die Erfahrung gezeigt hat, daß Wechselkursänderungen und Inflation in allen, außer den größten Ländern, eng miteinander verbunden sind. Die Märkte ziehen auch tatsächliche und zukünftige Leistungsbilanzpositionen mit in Betracht. In jüngerer Vergangenheit ist jedoch einer wachsenden Anzahl von Ländern zum Bewußtsein gekommen, daß frühere Währungsabwertungen den Zuwachs an Vertrauen in die Glaubwürdigkeit ihrer Politik offenbar hinausgezögert und den von nachlassender Inflation begleiteten Rückgang der langfristigen Zinsen aufgehalten haben. Es kann daher nicht überraschen, daß dies nun in die Überlegungen hinsichtlich der Strategie der Wechselkurspolitik einbezogen wird.

### Risiken einer übermäßigen Abhängigkeit von der Geldpolitik

Im letzten Jahr mußte die Geldpolitik in den Rahmen weiter bestehender, großer Zahlungsbilanzungleichgewichte, zeitweiser erratischer Wechselkursschwankungen und einer verminderten privaten Auslandsnachfrage nach amerikanischen Finanzaktiva eingepaßt werden. Aus verschiedenen Gründen waren sich die Länder einig, den Versuch zu machen, den Dollarkurs zu stabilisieren. Zwar einigte man sich nicht vollständig über die Wachstumsbedingungen, unter denen die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte am besten reduziert werden könnten, aber im allgemeinen wurde akzeptiert, daß hierzu flankierende finanzpolitische Maßnahmen nötig seien. Vor dem Hintergrund der Schwierigkeiten der amerikanischen Regierung und des Kongresses, sich auf weitreichende Budgetkürzungen zu einigen, und des Konsenses in anderen Ländern, die Haushaltskonsolidierung voranzutreiben, mußten die geldpolitischen Instanzen so gut es ging mit der Lage fertig werden. Als die privaten Anleger außerhalb der Vereinigten Staaten nicht mehr bereit waren, zum laufenden Dollarkurs weiterhin in US-Dollar denominierte amerikanische Finanzaktiva zu akkumulieren, haben die Zentralbanken dies in großem Umfang übernommen. Bedenkt man, daß es bei der Geschwindigkeit der außenwirtschaftlichen Anpassung gelegentlich zu „Tests“ des Marktes oder sogar der Geduld der staatlichen Stellen kam, so scheint der Versuch, Interventionen und Geldpolitik zur Wechselkursstabilisierung zu nutzen, dazu geführt zu haben, den Anpassungsdruck auf die Anleihe- und Aktienmärkte zu verschieben. Niedrig gehaltene kurzfristige Zinsen bedeuteten in vielen Ländern kräftige monetäre Zuwachsraten. Zu Beginn des Jahres 1988 waren die Devisenmärkte ruhiger, aber es gab immer noch Zweifel über die Fortdauer wichtiger Wechselkursrelationen angesichts der Wachstumsunterschiede zwischen den Ländern, den weiterhin bestehenden Bedarf an Korrektur des amerikanischen Budgetdefizits

Externe Ungleichgewichte und fiskalische Rigiditäten...

...erschweren Interventionen und Zinspolitik

Kurzfristige Betrachtung zieht Risiken im Falle einer wiederauflebenden Inflation nach sich

und der zwar merklichen, aber immer noch bescheidenen Verbesserung in der amerikanischen Zahlungsbilanz.

In den USA ist die Geldpolitik seit geraumer Zeit auf eine Kompensation der Auswirkungen der Haushaltskonsolidierung und der Veränderungen des Leistungsbilanzdefizits auf die Gesamtnachfrage angelegt, so daß ein weiteres Wirtschaftswachstum möglich ist. Da dieses Ziel nicht immer zu einer stetigen Entwicklung der monetären Aggregate paßte, mußte sich die Geldpolitik auf die Beobachtung einer Reihe von Indikatoren stützen. Unter den im letzten Jahr vorherrschenden Bedingungen war die strikte Orientierung anderer bedeutender Länder an mittelfristigen monetären Zielen keine praktisch mögliche Strategie. Dennoch sind die geldpolitischen Instanzen immer noch überzeugt, daß Preisstabilität eine notwendige Voraussetzung für ein tragfähiges Wirtschaftswachstum ist. Auch vor dem Hintergrund geringer oder bescheidener Preissteigerungsraten bleiben die Zentralbanken auf der Hut gegenüber einem Wiederaufflackern von Inflation und inflationären Erwartungen. Sollte die vorübergehende Hinwendung zu einer Stützung des Wirtschaftswachstums die Rückkehr zu einer mittelfristigen, stabilitätsorientierten Geldpolitik zu lange hinauszögern, so könnten harterkämpfte Fortschritte in dem Bemühen, die Inflation unter Kontrolle zu bringen, nicht von langer Dauer sein.



## VII. Das internationale Währungssystem

### Schwerpunkte

Das internationale Währungsgeschehen blieb auch 1987 und in den ersten Monaten 1988 von der Dollarentwicklung bestimmt. Angesichts der bisherigen sehr hohen Abwertungen waren die verantwortlichen Instanzen immer weniger bereit, einen weiteren, unkontrollierten Kursverfall hinzunehmen. Dazu kam, daß die Langsamkeit des internationalen Anpassungsprozesses (s. Kapitel III) die Grundstimmung an den Devisenmärkten schwer belastete und die privaten Anleger zeitweise zögerten, ihr Dollarengagement zu den bestehenden Kursen weiter zu erhöhen. Die daraus resultierende Lücke zwischen den tatsächlichen Zahlungsbilanzanforderungen und dem Volumen der autonomen Kapitalflüsse veranlaßte die Währungsbehörden, auf den Devisenmärkten zunehmend aktiv zu sein. Die im Louvre-Abkommen niedergelegte offizielle Strategie zielte darauf ab, das Vertrauen des Marktes durch Stabilisierung der Wechselkurse auf ihrem damaligen Niveau zu festigen und gleichzeitig den internationalen Anpassungsprozeß durch eine angemessene internationale Koordination der Wirtschaftspolitik zu stützen. Aber trotz einer bemerkenswerten Stärkung der internationalen Währungs Kooperation kam es bei der Durchführung zu einigen vermeintlichen oder wirklichen Pannen. Als Folge davon litt der Dollar wiederholt unter Schwächeanfällen, und das Vertrauen konnte zuweilen nur nach Inkaufnahme weiterer erheblicher Abwertungen und mittels massiver offizieller Devisenmarktinterventionen wiederhergestellt werden.

Wechselkursunruhen und damit verbundene Inflationsängste beeinflussten auch das Geschehen am Goldmarkt. Trotz steigenden Angebots stieg der in Dollar ausgedrückte Goldpreis im dritten aufeinanderfolgenden Jahr.

Die zunehmende Bedeutung des offiziellen Sektors für die Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits trug zusammen mit Operationen im EWS und Währungsdiversifizierungen im vergangenen Jahr zu einer starken Ausweitung der Weltwährungsreserven bei. Der Großteil des Reservenwachstums konzentrierte sich freilich auf eine beschränkte Anzahl von Ländern und scheint keine unmittelbaren inflationistischen Gefahren für die weitere Entwicklung der Weltwirtschaft mit sich zu bringen.

### Devisenmärkte

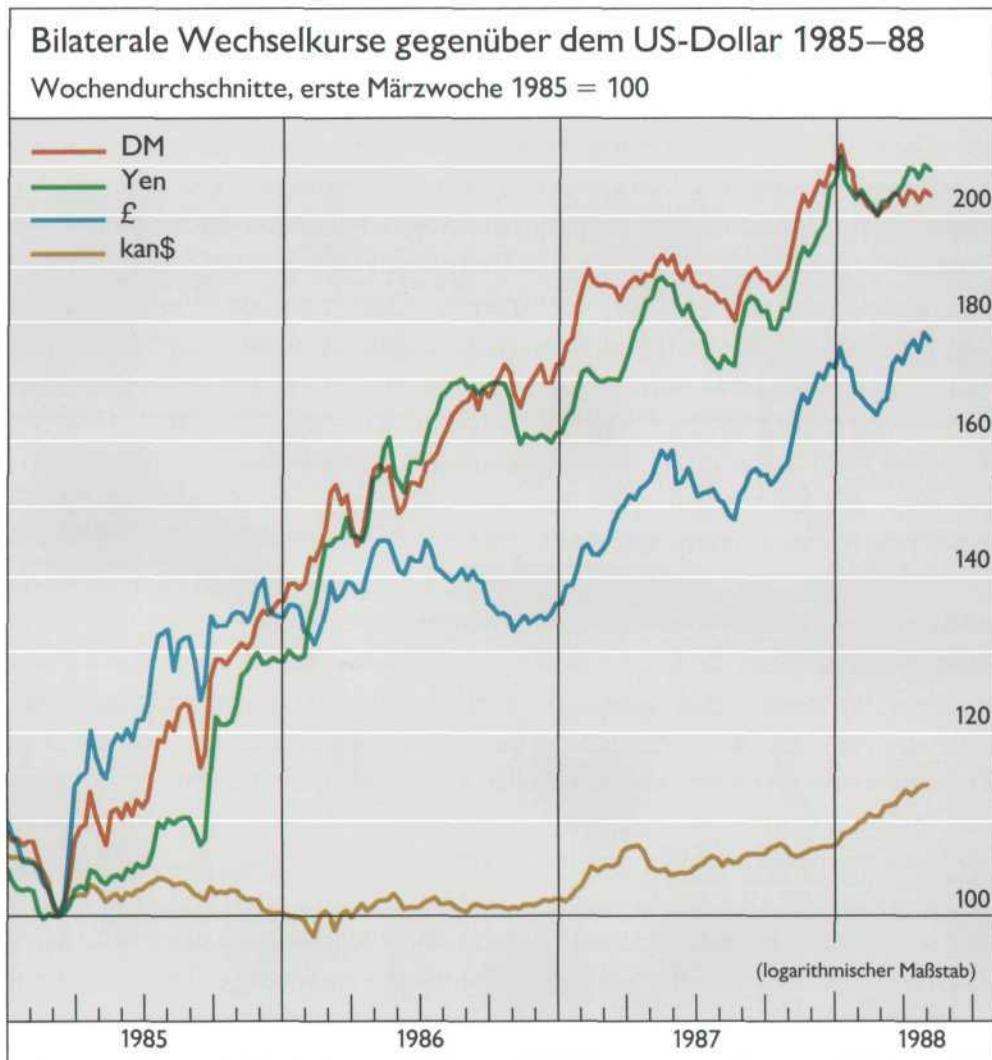
#### *Jüngste Wechselkursentwicklung*

Der Berichtszeitraum war weiterhin durch wiederholte Schwächeanfälle des US-Dollars charakterisiert. Während aber 1986 die Abwertung des Dollars allgemein als eine notwendige Voraussetzung des internationalen Anpassungsprozesses begrüßt worden war, bildete sich Anfang 1987 ein Konsens heraus,

Offizielle Anstrengungen, die Abwertung des Dollars aufzuhalten

daß ein weiterer, unkontrollierter Kursverfall des Dollars erhebliche Risiken beinhalten würde.

Die in den ersten Monaten 1987 im Rahmen des Louvre-Abkommens eingeleiteten Schritte zur Stabilisierung der Wechselkurse auf etwa ihrem damaligen Niveau und der darauffolgende starke Abwertungsdruck auf den Dollar in der Zeit von Ende März bis Anfang Mai wurden bereits im Vorjahresbericht ausführlich beschrieben.



Unsicherheit des Marktes und offizielle Reaktionen

Die ausgeprägte Schwächeneigung des Dollars, die zu Beginn des Frühjahrs 1987 einsetzte, beruhte im wesentlichen darauf, daß die Märkte an der Entschlossenheit der Behörden zweifelten, ihrer Verpflichtung aus dem Louvre-Akkord nachzukommen und ihre inländische Wirtschaftspolitik auf die Stabilisierung der Wechselkurse auszurichten. Zusätzlich wurde das Vertrauen durch Anzeichen ernster Handelskonflikte zwischen den wichtigsten Industrieländern beeinträchtigt. Der Abwertungsdruck auf den Dollar begann in der zweiten Märzhälfte und konzentrierte sich im besonderen auf die Dollar/Yen-Kursrelation. Die Stimmung am Markt erreichte bald einen solchen Tiefpunkt, daß es ein ganzes Arsenal offizieller Maßnahmen bedurfte, um wieder Vertrauen und Stabilität herzustellen.



Die erste Verteidigungslinie waren Interventionen auf den Devisenmärkten, genau aufeinander abgestimmt und von einer bis dahin nicht gekannten Größenordnung. Die USA selbst intervenierten, indem sie von Mitte März bis Mitte Mai ca. \$ 4 Mrd. aus ihren offiziellen Devisenbeständen verkauften. Die offiziellen Devisenreserven Japans schnellten in den Monaten März und April um \$ 16 Mrd. in die Höhe, und jene Großbritanniens, wo auch eine stabile Relation zur D-Mark eine wichtige Zielsetzung war, stiegen in der Zeit von März bis Mai um nahezu \$ 10 Mrd.

Interventionen in Rekordhöhe

Die zweite Verteidigungslinie war die Geldpolitik. Natürlich tendierten die Wechselkursängste an sich bereits dazu, die Zinssätze in den USA und in den Überschußländern zu beeinflussen, aber diese Zinsanpassungen wurden von der inländischen Geldpolitik ermutigt oder zumindest bestätigt. Auch hier war das auffälligste Merkmal das Ausmaß der Anpassung, insbesondere was die langfristigen Zinsen anbelangte. In Japan beispielsweise fiel die Rendite zehnjähriger Anleihen bis etwa Mitte Mai auf einen Tiefstwert von 2,5% und damit um mehr als 200 Basispunkte unter das Februarniveau. Derart abrupte Veränderungen der Rendite langfristiger Schuldverschreibungen in dieser Größenordnung hatte es bis dahin noch nicht gegeben. Umgekehrt stiegen in den Vereinigten Staaten von Mitte März bis Mitte Mai die lang- und kurzfristigen Zinsen um etwa 150 bzw. 100 Basispunkte. Als Folge davon weitete sich die Zinsdifferenz zwischen den langfristigen Sätzen in den USA und denen in Japan von 2,5 auf mehr als 6 Prozentpunkte aus.

Zinspolitische Maßnahmen

Die dritte Verteidigungslinie waren öffentliche Appelle. Am 8. April, anlässlich des Frühjahrstreffens im Rahmen der Bretton-Woods-Institute, bekräftigte die Gruppe der Sieben ihr Festhalten an der Louvre-Vereinbarung und an deren kooperativen Strategie. Wenige Tage später deutete die Bank von Japan an, sie hätte eine Abmachung betreffend Währungsswaps mit anderen Zentralbanken getroffen, um den Dollar gegenüber dem Yen stützen zu können. In den letzten Apriltagen, anlässlich eines offiziellen Besuchs in Washington, wiesen der japanische Premierminister und der Präsident des Federal Reserve Board darauf hin, daß die Geldpolitik in ihren Ländern noch weiter angepaßt würde, sollte die Stabilität des Dollar/Yen-Wechselkurses dies erfordern. Zusätzlich appellierten die japanischen Behörden an wichtige Teilnehmer am japanischen Devisenmarkt, ihre „spekulativen“ Dollargeschäfte zu reduzieren.

Öffentliche Appelle

Schließlich gab es auch Anzeichen fundamentalerer wirtschaftspolitischer Anpassungsmaßnahmen. Anfang April legte die japanische Regierung Pläne für einen umfassenden Ergänzungshaushalt zur Belebung des Wachstums und der Importe vor, bei deren Verwirklichung im Mai erhebliche Fortschritte gemacht wurden.

Diese mehrgleisige Strategie überzeugte die Märkte von der Entschlossenheit der offiziellen Stellen, die Wechselkurse stabil zu halten. Von Mitte Mai an begann sich der Dollar zu erholen. Der Markt blieb zwar nervös und negativen Neuigkeiten gegenüber sehr empfindlich, doch der Dollar/Yen-Kurs, der Ende April auf Yen 138 oder 10% unter das Louvre-Niveau gefallen war, erholte sich Anfang Juni auf Yen 145.

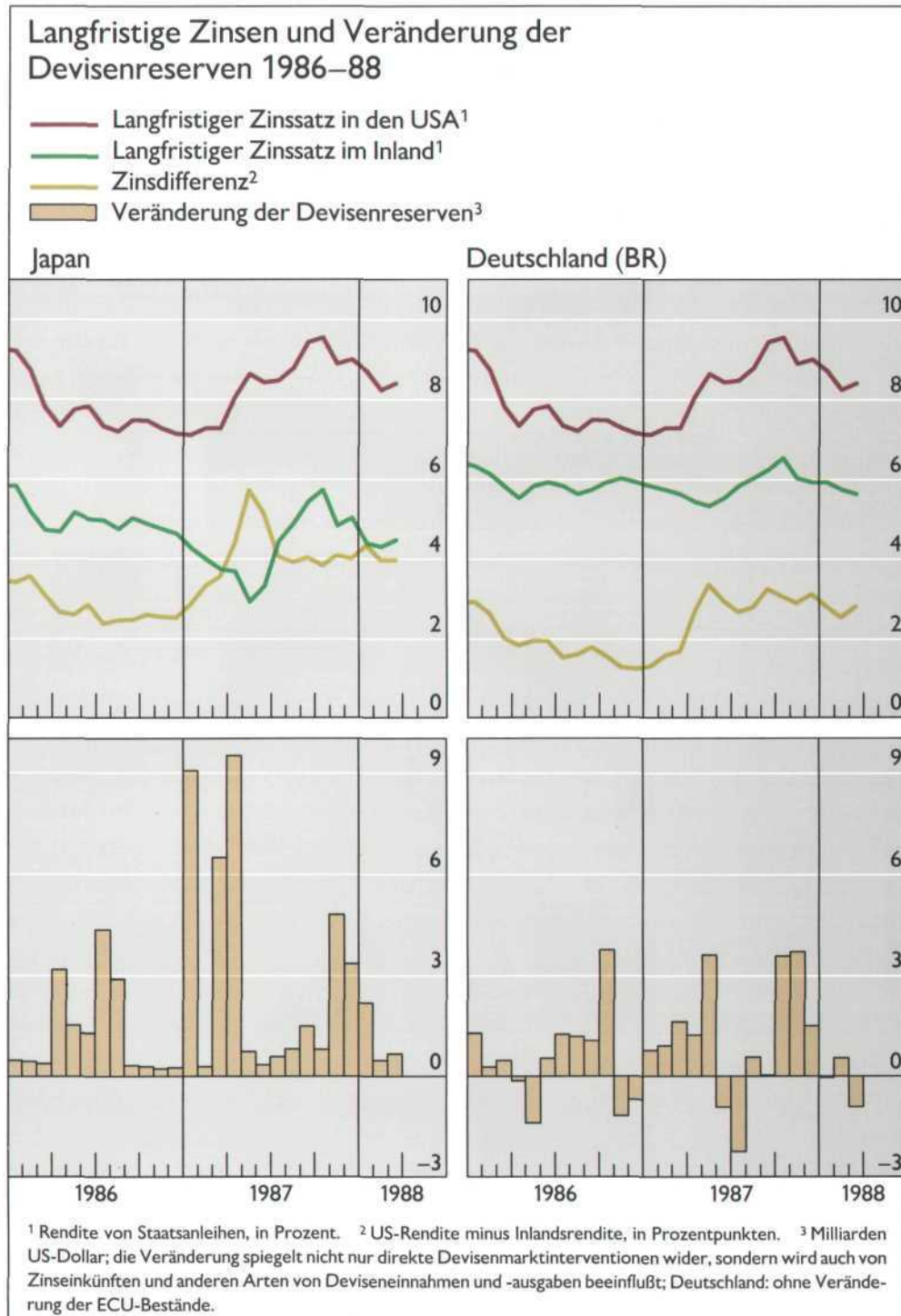
Staatliche Instanzen behielten gegenüber Marktkräften die Oberhand

Die Ergebnisse des Gipfeltreffens der Gruppe der Sieben in Venedig vom 7. Juni beeindruckte die Märkte zunächst nicht sehr. Zusätzlich zur Bekräftigung

der Louvre-Vereinbarungen kamen die Regierungschefs grundsätzlich überein, zwecks „Förderung eines nachhaltigen inflationsfreien Wachstums und größerer Wechselkursstabilität“ die Mechanismen zur Koordination und multilateralen Überwachung der Wirtschaftspolitik zu stärken. Die Märkte hatten jedoch konkretere Maßnahmen erwartet.

Vorübergehend starker Dollar

Nichtsdestoweniger setzte der Dollar, unterstützt durch etwas bessere amerikanische Außenhandelszahlen, in der zweiten Junihälfte seine Erholung fort. Mit Abklingen der Furcht vor einer weiteren Dollarabwertung begannen die hohen langfristigen Zinssätze in den USA auf ausländische Anleger eine





starke Anziehungskraft auszuüben. Trotz steigender Zinsen in Japan und Deutschland und der daraus resultierenden Abflachung des zugunsten des Dollars bestehenden Zinsgefälles begann das in die USA einströmende Kapital den externen Finanzierungsbedarf des Landes zu übersteigen, was den Dollar unter Aufwertungsdruck setzte. In der zweiten Julihälfte lag der Dollar/Yen-Kurs dann wieder bei etwa Yen 151, und damit nur 2% unter dem Louvre-Niveau. Der Dollar/DM-Kurs stieg deutlich über DM 1,83, dem zur Zeit des Louvre-Abkommens bestehenden Niveau, und in der ersten Augushälfte wurde einmal die Marke DM 1,90 berührt. In der Tat war Anfang August der Aufwertungsdruck auf den Dollar, unter dem Einfluß steigender Spannungen im Persischen Golf, so stark geworden, daß die währungspolitischen Instanzen der USA in Abstimmung mit der Deutschen Bundesbank und anderen Zentralbanken zur Dämpfung des Dollaranstiegs massiv zu intervenieren begannen. Alleine die US-Notenbank verkaufte in diesem Zeitraum mehr als \$ 600 Mio. gegen D-Mark.

Die Dollarstärke war indes nicht von langer Dauer. Mitte August ließen enttäuschende Handelsbilanzdaten Zweifel an einer weiteren Verbesserung der US-Leistungsbilanz aufkommen. Die Stimmung auf den Märkten schlug um, und es bedurfte koordinierter Interventionen der Zentralbanken, um den erneut zur Schwäche neigenden Dollar zu stützen. Gleichzeitig trug die Furcht vor einer Beschleunigung der Inflation zu einem Ansteigen der langfristigen US-Zinsen bei. Am 4. September wurde der amerikanische Diskontsatz von 5,5 auf 6% angehoben. Obwohl diese Maßnahme in erster Linie darauf abzielte, „wirkungsvoll und zeitgerecht gegen inflationäre Impulse vorzugehen“, hatte sie auch eine beruhigende Wirkung auf die Devisenmärkte. Als die Finanzminister und Notenbankgouverneure der Gruppe der Sieben Ende September anlässlich der IWF-Jahresversammlung ihr Festhalten an und die Zufriedenheit mit der Louvre-Vereinbarung zum Ausdruck brachten, zog der Dollar sogar wieder etwas an.

Diese Atempause war jedoch kurz; das manchmal der Zinsentwicklung in den Vereinigten Staaten vorausseilende Ansteigen der Zinssätze in Japan und Deutschland ließ Anfang Oktober den Dollar erneut schwach werden. Weitere enttäuschende US-Handelsbilanzzahlen, amerikanische Kritik an den im Ausland offiziell ermutigten Erhöhungen der Zinssätze, mangelnde Fortschritte bei der Sanierung des US-Haushalts und offizielle amerikanische Anspielungen, daß es noch Spielraum für weitere Währungsanpassungen gäbe, trugen nicht zu einer Beruhigung der Märkte bei.

Der dramatische Einbruch der Aktienkurse am 19. Oktober in den USA führte nicht sofort zu einer Schwächung des Dollars, da es zunächst zu einer Rückführung amerikanischen Kapitals aus dem Ausland kam. Als jedoch nach einigen Tagen der Markt die Lage des Dollars neu einzuschätzen begann, drehte sich der Wind voll gegen den Dollar. Mit einem Schlag hatte der Börsenkrach alle Inflationsängste weggefeht. Dies führte zusammen mit einer beträchtlichen Zuführung von Liquidität durch die Notenbank und einer „Flucht in die Qualität“ zu einem starken Rückgang der kurz- und langfristigen US-Zinssätze. Unter diesen Umständen schien es überdies wahrscheinlich, daß der Schwerpunkt der amerikanischen Geldpolitik auf der Aufrechterhaltung der Stabilität

Erneute Unsicherheit über den Dollar

Lücken in der wirtschaftspolitischen Koordinierung

Turbulenzen auf den Aktienmärkten und Reaktionen auf den Devisenmärkten

an den Finanzmärkten und dem Vermeiden einer Rezession liegen würde, während die Dollarkursbildung sich selbst überlassen wäre. Tatsächlich hatten die internationale Aufwärtsspirale der langfristigen Zinssätze vor den Turbulenzen auf den Aktienmärkten und das Fehlen jeglichen Anzeichens von Fortschritten bei der ausreichenden Sanierung des US-Haushalts das Vertrauen des Marktes in die Louvre-Vereinbarungen untergraben. Trotz energischer Stützungsinterventionen, an denen sich auch die Vereinigten Staaten beteiligten, verlor der Dollar massiv an Wert: Gegenüber der D-Mark fiel er von etwas über DM 1,80 in den Tagen nach dem Crash auf ein Tief von DM 1,65 am 10. November. Leitzinssenkungen während der ersten Novembertage in drei europäischen Hartwährungsländern, Deutschland, der Schweiz und den Niederlanden (s. S. 203), halfen zwar, die Spannungen innerhalb des Europäischen Währungssystems abzubauen, blieben aber auf den Dollarmärkten weitgehend unbeachtet.

Zunehmende  
Dollarschwäche  
trotz offizieller  
stützender  
Aktionen

Eine Erklärung des US-Präsidenten am 10. November, wonach er keine weitere Dollarabwertung wünsche, brachte eine gewisse Entlastung, aber der Dollar blieb trotz fortgesetzter Interventionen anfällig. Ein am 20. November zwischen der Regierung und Unterhändlern des Kongresses erzielter Budgetkompromiß, der auf eine Kürzung des Haushaltsdefizits um \$ 75 Mrd. im Laufe der nächsten zwei Jahre hinauslief, vermochte die Märkte nicht voll zu überzeugen. Auch weitere Runden konzertierter Senkungen der Leitzinsen in Europa am 24. November und erneut am 3. Dezember brachten nicht mehr als eine begrenzte Entspannung, obwohl sie am kurzen Ende zu einer Erhöhung des Zinsgefälles zugunsten des Dollars führten.

Der Abwärtsdruck auf den Dollar nahm wieder zu, nachdem am 10. Dezember ein Rekorddefizit in der US-Handelsbilanz für Oktober gemeldet worden war. Eine Erklärung der Siebenergruppe am 22. Dezember, mit der die grundsätzlichen wirtschaftspolitischen Ziele des Louvre-Abkommens bekräftigt und weitere Kursverluste des Dollars übereinstimmend als kontraproduktiv bezeichnet wurden, beeindruckte die Märkte zunächst nicht. Trotz massiver, konzertierter offizieller Interventionen – allein die USA kauften in der zweiten Dezemberhälfte \$ 1,7 Mrd. – beschleunigte sich der Dollarsturz in den letzten Dezembertagen, wobei der Abwertungsdruck besonders gegenüber dem Yen sehr stark war. Um die Jahreswende erreichte der Dollar gegenüber Yen und D-Mark neue Tiefstwerte: Yen 122 und DM 1,58, die 21 bzw. 14% unter dem Louvre-Niveau lagen.

Zeitgerechte  
und erfolgreiche  
Interventionen

Damit aber hatten sich die Märkte übernommen, und die währungspolitischen Instanzen zögerten nicht, diesen Umstand für sich zu nutzen. Aggressive und eng abgestimmte offizielle Interventionen rund um die Uhr machten klar, daß die Dezembererklärung der Gruppe der Sieben keine leere Geste war. Die Marktstimmung schlug entsprechend um, und der Dollar erholte sich rasch. Am 13. Januar 1988 stimmten Präsident Reagan und der japanische Premierminister Takeshita einer Vereinbarung zu, welche es den USA ermöglicht, Yen gegen SZR zu erwerben – ein Schritt, der die Entschlossenheit, mit der die Siebenergruppe zu ihrer Erklärung vom Dezember 1987 steht, zu unterstreichen schien. Diese feste Haltung wurde in der Folge durch wesentlich verbesserte US-Handelsbilanzzahlen unterstützt, die darauf hindeuteten, daß

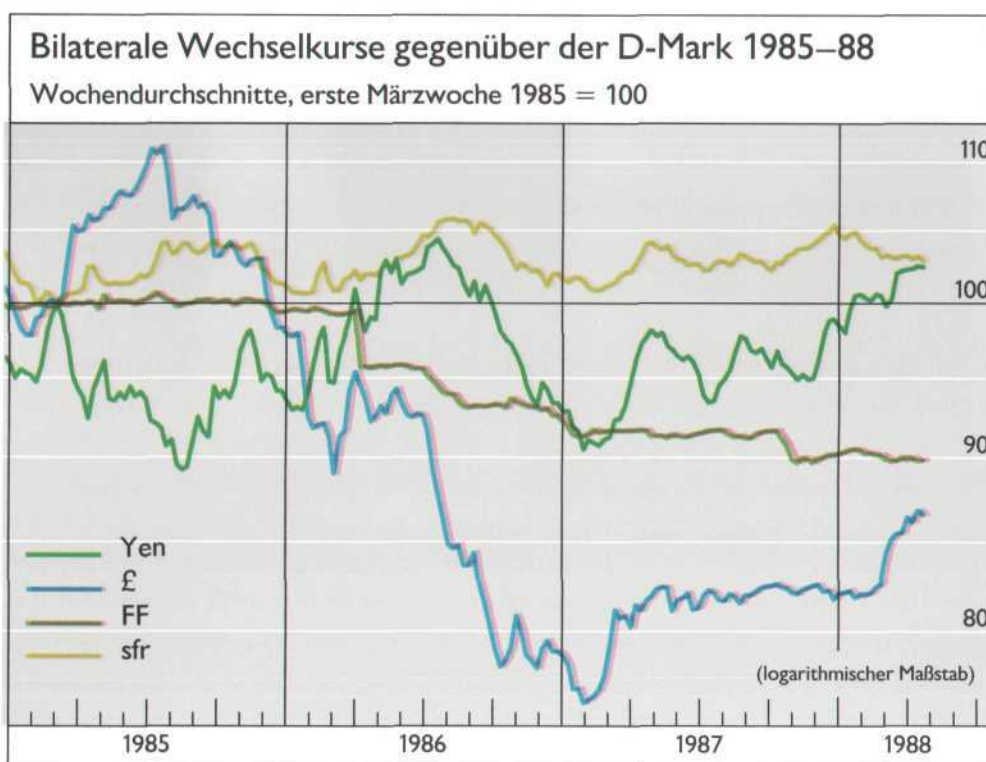


der Anpassungsprozeß endlich in Gang gekommen war. Zahlen aus Japan, die eine Abnahme des Leistungsbilanzüberschusses anzeigten, wiesen in dieselbe Richtung. Von Mitte Januar 1988 an bewegten sich die Notierungen um Yen 129 und DM 1,69, bis sich der Dollar Ende März wieder abschwächte und mehrmals gestützt werden mußte, besonders gegenüber dem Yen. Die Frühjahrstreffen im Rahmen der Bretton-Woods-Institute in der zweiten Aprilwoche brachten eine Bestätigung der früheren Absprachen der Gruppe der Sieben betreffend die wirtschaftspolitische Koordinierung und Devisenmarktinterventionen. Mitte April löste die Veröffentlichung enttäuschender US-Handelszahlen erneut massive Dollarverkäufe aus, aber der Abwertungsdruck auf den Dollar konnte durch erhebliche und koordinierte Interventionen rasch aufgefangen werden, so daß der Kurs der amerikanischen Währung in der Folge bei Yen 125 und DM 1,70 zum Halten kam.

Größere Stabilität des Dollars

Mit der Stabilisierung des Dollars in den ersten Monaten 1988 verlagerte sich die Blickrichtung des Marktes vorübergehend auf die Kursrelationen zwischen D-Mark, Yen und Pfund Sterling. Ein auffallendes Merkmal der Entwicklung im Berichtszeitraum war, daß der Yen relativ stärker war als die D-Mark. Nach erheblichen Kursverlusten gegenüber der D-Mark im zweiten Halbjahr 1986 und im Januar 1987 legte der Yen in den folgenden 16 Monaten mehr als 15% zu. Besonders fest notierte der Yen in den Monaten März und April 1987, als er die Hauptlast des starken Dollarabwertungsdrucks zu tragen hatte, sowie in der Zeit von Dezember 1987 bis Mai 1988. Während der letzteren Periode waren die Unterschiede in der Entwicklung der japanischen und deutschen Wirtschaft recht deutlich geworden. Die japanische Wirtschaft schien sich recht reibungslos der neuen Wechselkursituation angepaßt zu haben: Sowohl die Gewinne als auch die Wirtschaftstätigkeit befanden sich im Aufwind. Das deutsche Wachstum war dagegen gedämpft, und es bestand viel-

Yen legt gegenüber D-Mark zu



fach die Befürchtung, daß eine weitere Aufwertung der D-Mark schwerwiegende Folgen für die Wirtschaft haben könnte. Unter diesen Umständen erschien Marktkreisen eine Kombination von restriktiver Geldpolitik und einer weiteren Aufwertung als eine für Japan eher vorstellbare wirtschaftspolitische Konstellation als für Deutschland.

Deutliche Stärke  
des Pfund Sterling

Begünstigt durch stabile Ölpreise und einem hohen inländischen Zinsniveau war das Pfund für den größten Teil der Berichtsperiode einem Aufwertungsdruck ausgesetzt. Angesichts des starken Expansionsdrangs der britischen Wirtschaft und gewisser inflationärer Momente mußte die Geldpolitik einen schwierigen Balanceakt zwischen binnenwirtschaftlichen Zwängen und Wechselkursüberlegungen vollziehen.

Nach einem hohen Kursverlust im zweiten Halbjahr 1986 und im Januar 1987 wertete sich das Pfund gegenüber den anderen EG-Währungen – und noch mehr dem Dollar gegenüber – bis Anfang Mai ständig auf, als es knapp unter DM 3,00 notierte. Diese Aufwertung von etwa 8% gegenüber der D-Mark geschah, obwohl die offiziellen Geldmarktsätze in der Zeit von Anfang März bis Anfang Mai in vier Schritten erheblich reduziert worden waren und Devisenmarktinterventionen in noch nicht dagewesenem Ausmaß die Währungsreserven in dieser Dreimonatsperiode um fast \$ 10 Mrd. zunehmen ließen.

Währungspolitik  
auf D-Mark  
ausgerichtet

Parallel zur schrittweisen Erholung des Dollars schwächte sich der Aufwertungsdruck auf das Pfund in der Folge etwas ab. Anfang August nützten die Behörden eine leichte Schwäche des Pfundes, um die Notenbankzinssätze um einen vollen Prozentpunkt zu erhöhen; dieser Schritt war durch die Stärke der inländischen Nachfrage und die Verschlechterung der Handelsbilanz veranlaßt. Von Ende August 1987 bis Februar 1988 bewegte sich das Pfund gegenüber dem Dollar in fast völliger Übereinstimmung mit den anderen EG-Währungen. Die offizielle Politik war eindeutig darauf ausgerichtet, der D-Mark zu folgen oder zumindest eine Aufwertung des Pfundes über DM 3,00 zu verhindern. In den letzten Monaten des Jahres 1987, als sich der Dollar im Gefolge des Aktienkurssturzes erheblich abschwächte, senkte die Bank von England in Einklang mit anderen europäischen Zentralbanken nicht nur in drei Schritten ihre Ausleihe­sätze, sondern intervenierte auch massiv auf den Devisenmärkten, wodurch die amtlichen Devisenreserven von Oktober bis Dezember um weitere \$ 12,6 Mrd. gestiegen sind.

Aufwertung des  
Pfundes gegen-  
über D-Mark  
zugelassen

Im Januar 1988 brachte die Erholung des Dollars den Aufwertungsdruck auf das Pfund vorübergehend zum Stillstand; nach der Veröffentlichung enttäuschender Handelsbilanzzahlen erhöhte die Bank von England Anfang Februar die offiziellen Geldmarktsätze um 0,5 Prozentpunkte. Da aber der Markt ungünstige Nachrichten eher ignorierte, löste das markante Zinsgefälle zugunsten des Pfundes rasch wieder einen Aufwertungsdruck aus. Mit Blick auf die unter Hochdruck arbeitende Wirtschaft und die stärker steigenden Löhne begann sich von staatlicher Seite die Auffassung durchzusetzen, daß die ausschließliche Ausrichtung der Wirtschaftspolitik auf den Wechselkurs übergroße Risiken im binnenwirtschaftlichen Bereich beinhalten würde. Anfang März ließ man das Pfund über den informellen Plafond von DM 3,00 steigen. Zunächst machten die Märkte nur sehr vorsichtig von diesem neuen Spielraum Gebrauch, aber im Anschluß an die gut aufgenommene englische Budgetvorlage begann das Pfund



in der zweiten Märzhälfte, über DM 3,10 zu klettern. Trotz zweier Senkungen der offiziellen Geldmarktsätze und wenig ermutigender Außenhandelszahlen stieg es Mitte Mai über DM 3,18, bevor eine weitere Reduktion der britischen Leitzinsen um 0,5 Prozentpunkte eine vorübergehende Abwärtsbewegung einleitete.

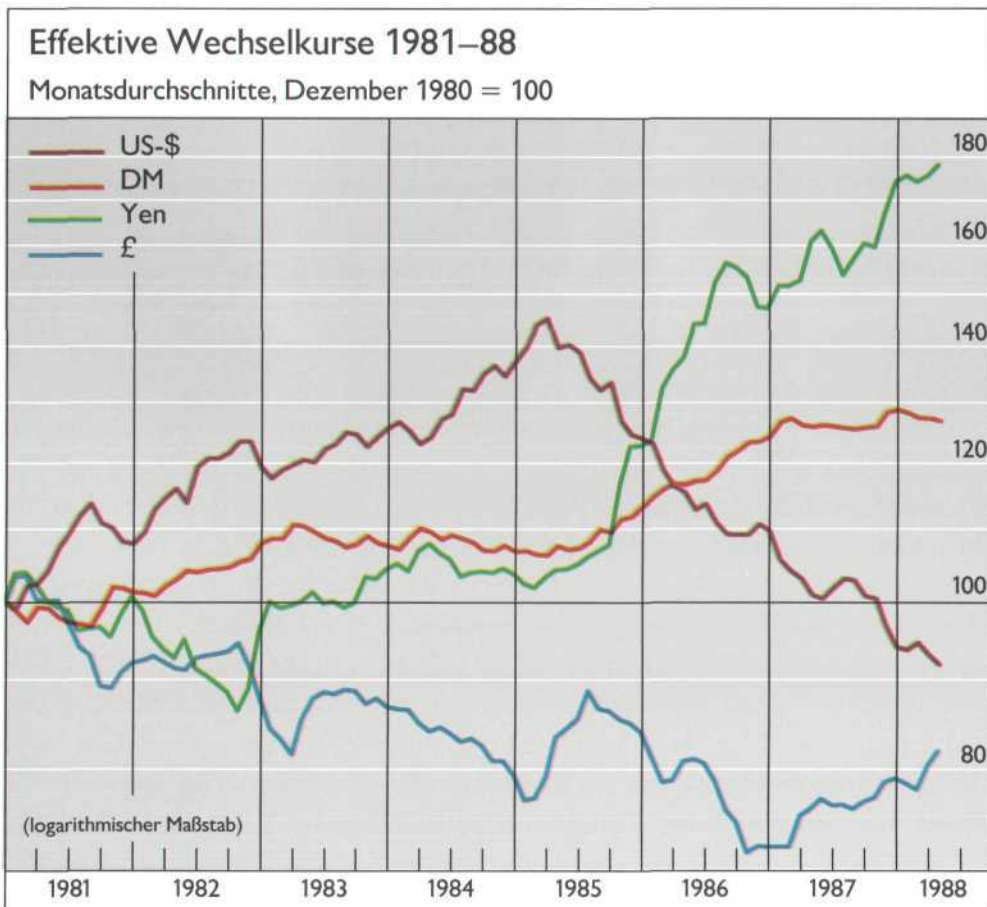
Der kanadische Dollar, untermauert von einer starken Wirtschaft, hohen Zinssätzen, steigenden Rohstoffpreisen und der Aussicht auf ein Freihandelsabkommen mit den USA, zeigte die meiste Zeit gegenüber dem US-Dollar eine recht feste Haltung. Von Anfang 1987 bis Mitte Mai 1988 wertete sich der kanadische Dollar gegenüber der amerikanischen Währung um nahezu 12% auf, wobei sich die Kursgewinne vor allem auf die ersten Monate 1987 und auf 1988 konzentrierten. Während letzterer Periode verteuerte sich der kanadische Dollar nicht nur gegenüber dem US-Dollar, sondern auch deutlich gegenüber dem Yen und der D-Mark.

Kanadischer Dollar fest

### Längerfristige Betrachtungen

Die untenstehende Grafik und die Grafik auf S. 196 zeigen die Wechselkursentwicklungen über einen längeren Zeitraum. Die Grafik zeigt die Entwicklung der nominalen Wechselkurse für vier wichtige Währungen seit Ende 1980, und zwar gewichtet nach den bilateralen Importanteilen und den bilateralen und multilateralen Exportanteilen von 21 Industrieländern. Zum Jahresende 1980, der Basisperiode dieser Grafik, lagen die D-Mark und der Yen etwas unter

Mit Außenhandelsanteilen gewogene Außenwerte



ihrem hohen Kursniveau der späten siebziger Jahre, das zusammen mit den erneut gestiegenen Ölpreisen zum Entstehen beachtlicher Leistungsbilanzdefizite in Deutschland und Japan beigetragen hatte. Die US-Leistungsbilanz war zu diesem Zeitpunkt in etwa ausgeglichen.

Unterschiedliche  
Entwicklung von  
Yen und D-Mark

Die Grafik zeigt, daß der Dollar auf der Grundlage dieses Gewichtungsschemas gegenüber seinem Höchstkurs von Anfang 1985 rund 35% an Wert eingebüßt hat, während sich der Yen um etwa 75% und die D-Mark um 20% verteuert haben. Schaut man auf die gesamte in der Grafik dargestellte Periode, so liegt der Dollar jetzt etwas unter seiner Ausgangsposition von Ende 1980, während der Yen fast 80% und die D-Mark fast 30% darüber liegen. Der Unterschied zwischen der Entwicklung der D-Mark und des Yen in dieser 7¼ Jahre umspannenden Periode ist darauf zurückzuführen, daß das Gewicht des Dollars bei der Berechnung des effektiven Yen-Kurses viel größer ist als bei der D-Mark, da ein sehr hoher Anteil des deutschen Außenhandels mit anderen europäischen Ländern abgewickelt wird. Dies erklärt den viel steileren Anstieg des Yen seit Anfang 1985 und hilft zu verstehen, warum sich der effektive DM-Kurs seit der Louvre-Vereinbarung kaum weiter erhöht hat, während der Yen um zusätzliche 17% an Wert gewann.

Erwähnenswert ist noch, daß Ende 1980 das englische Pfund wegen des neuerlichen Ölpreisschubs und einer ausgesprochen restriktiven Geldpolitik sehr hoch bewertet war. Trotz der seit dieser Zeit eingetretenen Abwertung von nahezu 20% kann deshalb nicht gesagt werden, das Pfund befände sich außerhalb historischer Erfahrungswerte (s. auch die umstehende Grafik).

Bilaterale reale  
Wechselkurse

Als letztes ist anzumerken, daß wegen der sehr unterschiedlichen Handelsgewichte, die der Berechnung dieser gewogenen Außenwerte zugrunde liegen, die nebenstehende Grafik nicht als Basis für bilaterale Vergleiche dienen kann, etwa für einen Vergleich der Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands mit jener Japans. Für diesen Zweck ist es notwendig, auf die bilateralen Außenwerte selbst zu schauen. Das wurde in der Grafik auf der nächsten Seite versucht, die unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Veränderung der Lohnstückkosten die Entwicklung der D-Mark und des Yen gegenüber dem US-Dollar seit der Washingtoner Währungskonferenz zeigt.

Es zeigt sich, daß gemessen an diesen bilateralen „realen“ Wechselkursen der Yen bzw. die D-Mark gegenüber dem Dollar seit Ende 1980 um etwa 60 bzw. 25% im Wert gestiegen sind und jetzt nicht unwesentlich über dem in den späten siebziger Jahren erreichten Höchstkursniveau liegen.

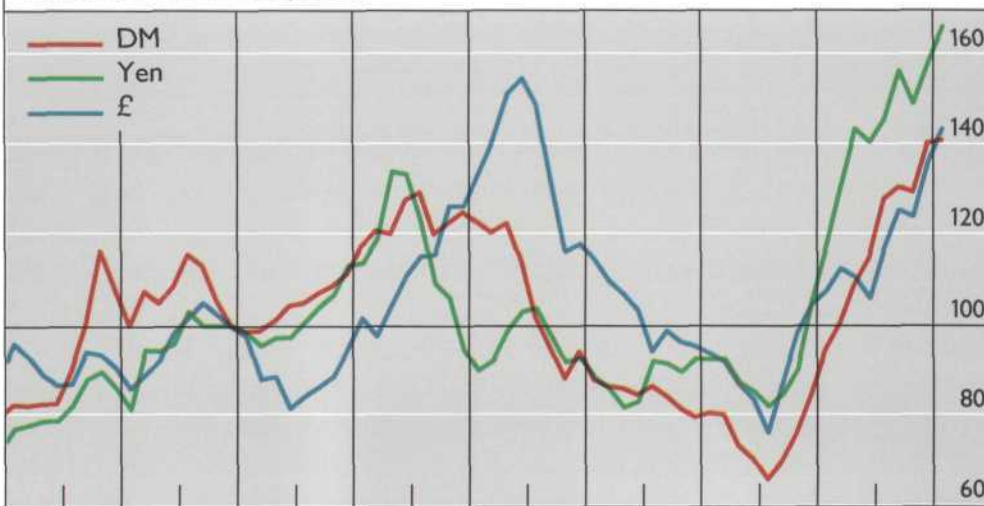
Große  
mittelfristige  
Wechselkurs-  
schwankungen

Das ins Auge springende Merkmal dieser Grafik sind die großen mittelfristigen Schwankungen der realen Wechselkurse bei zunehmend größer werdenden Amplituden. So sind Yen und D-Mark seit dem Tiefpunkt von Anfang 1985 gegenüber dem Dollar real um ca. 100% im Kurs gestiegen. Da kaum behauptet werden kann, daß sich neben den Wechselkursen selbst in den zurückliegenden Jahren die wirtschaftlichen Grundtatbestände wesentlich verändert haben, kommt man kaum um die Schlußfolgerung herum, daß die Wechselkurse die meiste Zeit über nicht mit der wirtschaftlichen Realität in Einklang standen und daß angesichts des hohen Leistungsbilanzdefizits der USA die inzwischen wieder ausgeglichene starke Dollaraufwertung in den drei oder vier Jahren vor 1985 eindeutig überzogen war.

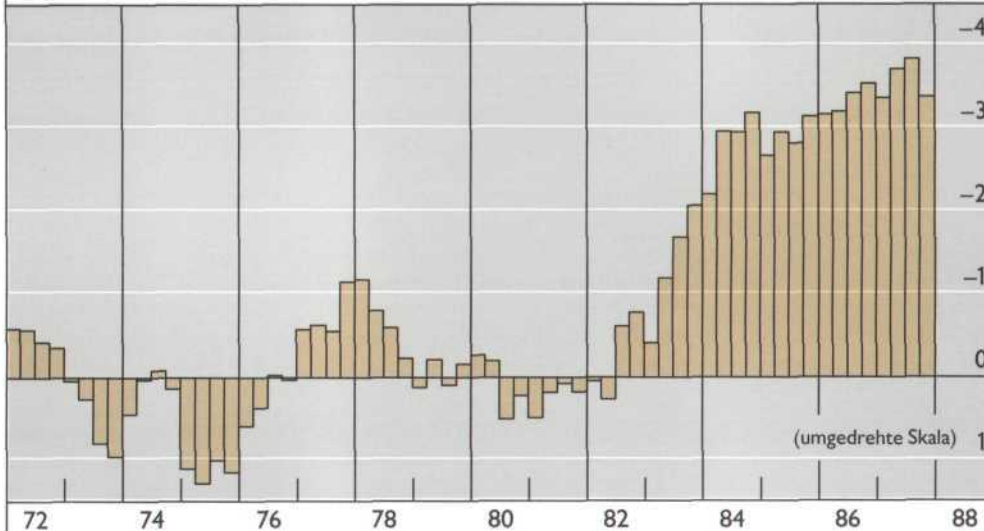


## Bilaterale reale Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar und Leistungsbilanzsaldo der USA 1972–88

Bilaterale reale Wechselkurse<sup>1</sup>



Leistungsbilanzsaldo der USA<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Quartalsdurchschnitte, viertes Quartal 1975 = 100; bereinigt auf der Basis der Entwicklung der relativen Lohnstückkosten. <sup>2</sup> In Prozent des BSP.

Die Nachteile unnötiger, längerfristiger Wechselkursschwankungen sind wohl-bekannt: Wettbewerbsverzerrungen, falsche Signale für die Ressourcenverteilung, die inländische Preisstabilität gefährdende Effekte, Ermunterung zu protektionistischen Maßnahmen und erhöhte allgemeine Unsicherheit, welche die inhärenten Risiken längerfristiger Investitionsentscheidungen noch verstärken. Eine zusätzliche Konsequenz exzessiver mittelfristiger Wechselkursinstabilität ist, daß die Geschäftswelt bei ihren Investitions-, Verteilungs- und Preisentscheidungen immer weniger auf diese Fluktuationen achten wird und ihre selbst geschätzten Gleichgewichtswechselkurse verwendet. Das ist eine gute Sache, wenn sich die Wechselkurse in die falsche Richtung bewegen, führt aber zu Schwierigkeiten, wenn – wie in der jüngsten Vergangenheit – eine größere Wechselkursanpassung unumgänglich ist. In diesem Fall werden die J-Kurven-Effekte über die normale Dauer hinaus wirksam. So könnte es

Nachteile überschießender Wechselkurse

beträchtliche Zeit erfordern, bevor die Wirtschaft davon überzeugt ist, daß es bei dem gegenwärtig niedrigen Dollarkursniveau bleibt, und ihre Investitions- und Verteilungsentscheidungen entsprechend anpaßt.

### *Die Erfahrungen mit dem Louvre-Akkord*

Die Rolle koordinierter Devisenmarktinterventionen

Die Berichtsperiode war von der starken Präsenz der Währungsbehörden auf den Devisenmärkten geprägt. Während die Ereignisse der letzten Jahre deutlich gezeigt haben, daß international koordinierte Devisenmarktinterventionen vor allem dann, wenn sie durch andere Maßnahmen flankiert werden, die Entwicklungen der Wechselkurse erheblich beeinflussen können, ist weniger klar, ob dieser Einfluß immer zum größtmöglichen Nutzen eingesetzt wurde.

Die Louvre-Vereinbarung von Ende Februar 1987 kam zu einem Zeitpunkt, als sich der Dollar bereits stark abgewertet hatte und die Gefahr bestand, daß es ohne eine Demonstration offiziellen Verantwortungsbewußtseins und Engagements zu einem völligen Vertrauensschwund komme. Hinweise darauf, was das bedeuten könnte, hatte das Marktgeschehen bereits in der Zeit während der Neufestsetzung der Leitkurse im EWS von Anfang Januar 1987 geliefert.

Gründe für eine Stützung des Dollars

Die Vereinbarung, die Wechselkurse etwa auf dem damals bestehenden Niveau zu stabilisieren und diese informelle Zielzone durch eine entsprechende Koordinierung der nationalen Wirtschaftspolitik zu untermauern, ging nicht von der Annahme aus, daß diese nominalen Wechselkursrelationen für immer verteidigt werden könnten. Aber mit Blick auf die Wechselkursübertreibungen der Vergangenheit und das Ausmaß der bereits eingetretenen Wechselkursanpassungen war man der Meinung, daß es von Vorteil wäre, eine weitere namhafte Dollarabwertung zu verhindern. Dadurch würden keine neuen J-Kurven-Effekte auf bereits bestehende aufgesetzt und die notwendige Atempause geschaffen, damit das neue Wechselkursgefüge auf die Leistungsbilanzen durchschlagen und eine entsprechende Verminderung der Ungleichgewichte herbeiführen kann. Tatsächlich hatten jüngste Außenhandelszahlen Anlaß zur Hoffnung gegeben, daß eine solche Korrektur der Leistungsbilanzungleichgewichte im Gange ist. Sollte sich dann letztlich die bereits eingetretene Wechselkursanpassung als unzureichend oder überzogen herausstellen, wäre noch immer Gelegenheit, eine weitere Anpassung vorzunehmen.

Widerspruch zwischen hohen Zinsdifferenzen und stabilen Wechselkurswartungen

Da es vorerst keine unmittelbaren Anzeichen einer verstärkten wirtschaftspolitischen Koordination im Sinne der Louvre-Vereinbarung gab, testeten die Devisenmärkte bereits einige Wochen später die Entschlossenheit der offiziellen Stellen, zu diesen Verpflichtungen zu stehen. Angesichts dieser Glaubwürdigkeitslücke konnte das Vertrauen nur durch massive Notenbankinterventionen wiederhergestellt werden, die durch starke geldpolitische Signale und – besonders im Fall Japans – durch eindeutige Zeichen eines Fortschritts bei der mehr grundlegenden Anpassung unterstützt wurden (s. S. 187/188).

Aber kaum war es gelungen, die Märkte von der offiziellen Entschlossenheit und Fähigkeit, das bestehende Wechselkursgefüge zu verteidigen, zu überzeugen, tauchte eine neue Art von Problem auf. Ausgehend von der Annahme, daß es keine weitere Dollarabwertung geben werde, wirkten die



hohen nominalen US-Zinssätze außerordentlich attraktiv und übten deshalb einen dominierenden Einfluß auf die Kapitalbewegungen aus. Als Konsequenz davon zog der Dollar trotz steigender Zinsen in den Überschußländern stark an. Jetzt mußte interveniert werden, um eine zu starke Erholung des Dollars zu verhindern, die den Anpassungsprozeß noch weiter hätte verzögern können.

Das Bild änderte sich wieder, als Mitte August ungünstige US-Handelsbilanzdaten eine der fundamentalen Annahmen der Louvre-Vereinbarung in Zweifel zog, nämlich, daß sich die Außenhandelsbilanz der Vereinigten Staaten bereits deutlich auf dem Weg der Besserung befand. Der Dollar kam erneut unter Druck und bedurfte der Stützung. Wechselkursbefürchtungen gossen neues Öl auf die Inflationserwartungen, und die Dollarzinsen begannen stark zu steigen. Zu diesem Zeitpunkt war es, daß wirtschaftspolitische Ungereimtheiten aufzutreten begannen. Die Wechselkursängste, die zu einem Anstieg der Dollarzinssätze beitrugen, hätten gleichzeitig einen Druck auf die Zinssätze in den Überschußländern ausüben sollen. Statt dessen stiegen aber mit offizieller Bestärkung auch die Zinssätze in Deutschland und Japan, wo die Verantwortlichen über das starke Wachstum der heimischen Geldmengenaggregate sehr besorgt waren. Dies wiederum überzeugte die Märkte von der Notwendigkeit einer weiteren Anhebung der amerikanischen Zinssätze, insbesondere da es in den USA keine Anzeichen entscheidender Fortschritte im Haushaltsbereich gab und der Dollar weiterhin unter enttäuschenden Außenhandelszahlen litt. Diese Aufwärtsspirale der Zinssätze in den Überschußländern und den Vereinigten Staaten verstieß eindeutig gegen den Geist der Louvre-Vereinbarung und untergrub deren Glaubwürdigkeit. Sie ließ schwere Zweifel an der weiteren Entwicklung der Weltwirtschaft aufkommen, beeinflusste dadurch sicher den Zeitpunkt des dramatischen Umschwungs auf den Aktienmärkten und trug auch zu erneuten Unruhen auf den Devisenmärkten bei. Diese Unruhen konnten trotz koordinierter geldpolitischer Maßnahmen und umfangreicher, abgestimmter Interventionen erst eingedämmt werden, nachdem man eine weitere beträchtliche Abwertung des Dollars in Kauf genommen hatte.

Es ist argumentiert worden, daß der Louvre-Akkord durch den Versuch, unrealistische Wechselkursniveaus zu zementieren, nicht nur von vornherein zum Scheitern verurteilt war, sondern auch Verzerrungen in anderen Bereichen verursachte. Eine Basisannahme der Louvre-Vereinbarung war, daß eine weitere Dollarabwertung fürs erste nicht hilfreich wäre. Es kann jedoch auch eingewendet werden, daß, als es im Laufe des Frühherbstes klar wurde, daß ein weiterer, begrenzter Kursrückgang des Dollars für die Beschleunigung und Stärkung des Anpassungsprozesses das Richtige gewesen wäre, eine solche weitere Abwertung im Rahmen und entsprechend dem Geist der Louvre-Vereinbarung hätte zugelassen werden können, ohne dadurch deren Glaubwürdigkeit zu beeinträchtigen.

Ein zweiter Kritikpunkt könnte sein, daß es zu Zeiten erheblicher inflationsbedingter internationaler Zinsdifferenzen wenig sinnvoll ist, die nominalen Wechselkurse zu stabilisieren. Wenn es den Behörden tatsächlich gelingt, die Märkte von ihrer Fähigkeit zu überzeugen, bestehende Wechselkurse zu verteidigen, dann wird für die ausländischen Anleger das zugunsten der Länder mit höherer Inflation bestehende nominale Zinsgefälle zu einem realen werden.

Aufwärtsspirale  
der Zinssätze  
und ihre Folgen

Reale versus  
nominale  
Wechselkurs-  
stabilisierung

Deshalb wird das Kapital dazu tendieren, in Länder mit relativ höheren Inflationsraten zu fließen und dabei deren Wechselkurse in die falsche Richtung zu drängen; ein typisches Beispiel dafür waren die Vorgänge im Frühsommer 1987, als der Dollar unerwünscht stark war. Sobald andererseits die Märkte einmal an der Fähigkeit der Verantwortlichen, die bestehenden Wechselkurse verteidigen zu können, zu zweifeln beginnen, verlieren die nominalen Zinsunterschiede ihre Anziehungskraft, und die Kapitalströme werden sich umkehren. Infolgedessen wird meist eine Situation entweder des Zuviel oder des Zuwenig vorherrschen. Eine sinnvollere Politik wäre daher die Verwendung einer flexibleren Zielzone, die Platz läßt für Wechselkursbewegungen entsprechend den Inflations- oder Zinsdifferenzen.

Zur Rolle des Louvre-Akkords

Aber abgesehen von solchen mehr technischen Erwägungen ist es schwer, sich jener Kritik anzuschließen, welche die Louvre-Vereinbarung für jene Fehler in der Wirtschaftspolitik verantwortlich macht, die zur Umkehr der Kursentwicklung auf den Aktienmärkten oder zumindest zum Zeitpunkt dieser Umkehr beigetragen haben. Tatsächlich hat es keine wesentlichen Interessenskollisionen zwischen den binnenwirtschaftlichen Erfordernissen und der internationalen wirtschaftspolitischen Strategie, wie sie in der Louvre-Vereinbarung niedergelegt worden war, gegeben: Ein entschiedeneres Vorgehen der USA im Fiskalbereich wäre im längerfristigen Interesse sowohl der heimischen Wirtschaft als auch der außenwirtschaftlichen Anpassung gewesen; eine wesentlich expansivere Strategie in Deutschland hätte nicht nur zu einem besseren äußeren Gleichgewicht beigetragen, sondern wäre auch der Wirtschaft des Landes zugute gekommen. Ähnliches gilt für Japan, wo eine expansivere Politik zwar unter dem Druck äußerer Ereignisse durchgeführt wurde, aber alleine schon aufgrund binnenwirtschaftlicher Überlegungen gerechtfertigt gewesen wäre.

### *Die Bedeutung hoher Kapitalmobilität für die Wechselkursstabilität*

Stabilisierende oder destabilisierende Rolle des Kapitalverkehrs

Eine andere Frage, die sich angesichts der exzessiven Wechselkursschwankungen der letzten Jahre stellt, betrifft die Auswirkungen der fortschreitenden Globalisierung der nationalen Finanzmärkte auf die stabilisierende oder destabilisierende Rolle der internationalen Kapitalbewegungen. Manchmal wird behauptet, daß die zunehmende internationale Mobilität des Kapitals einer der Hauptfaktoren für die höhere Instabilität der Devisenmärkte der letzten Jahre gewesen sei und daß im besonderen die kurzfristigen Kapitalflüsse dazu neigten, Wechselkurssturbulenzen auszulösen.

Kurzfristige Kapitalbewegungen und Funktion der Devisenmärkte

Wenn auch nicht geleugnet werden kann, daß kurzfristige Kapitalflüsse manchmal zu übertriebenen Wechselkursbewegungen beitragen, so ist doch im allgemeinen ihre Rolle für das einwandfreie Funktionieren eines Systems floatender Wechselkurse sehr wichtig. Selbst wenn die Leistungsbilanz eines Landes über einen Konjunkturzyklus hinweg ausgeglichen ist, werden vorübergehend konjunkturelle und saisonale Ungleichgewichte auftreten, und ebenso wird es auf einer monatlichen, wöchentlichen, täglichen und stündlichen Basis zu vorübergehenden Ungleichgewichten kommen. Es ist allgemein anerkannt, daß Wechselkursbewegungen in bezug auf Leistungstransaktionen als kurzfristige Ausgleichsmechanismen ungeeignet sind; wegen der J-Kurven-Effekte



tendieren sie eher dazu, Ungleichgewichte zu verstärken. Auch die echten langfristigen Kapitalbewegungen reagieren mitunter nicht sehr schnell auf Wechselkursänderungen. Es bleiben daher, abgesehen von den Interventionen der Zentralbanken auf den Devisenmärkten, nur die sogenannten kurzfristigen, spekulativen Kapitalströme und die „Marktmacher“-Rolle der Banken, die einen ständigen Ausgleich auf den Devisenmärkten sicherstellen können. Hauptsächlich durch ihr Einwirken auf die kurzfristigen Kapitalströme können Wechselkursbewegungen einen unmittelbar ausgleichenden Einfluß ausüben.

Devisenmärkte unterscheiden sich von anderen finanziellen Märkten insofern, als alle Preise direkt miteinander verbunden sind. Zum Beispiel zieht eine Änderung des DM/Dollar-Kurses zwingend die Anpassung der Kursrelationen aller anderen Währungen zum Dollar und/oder der D-Mark nach sich. Wenn zum Beispiel Zahlungsbilanzbewegungen den DM/Dollar-Kurs verändern, können sie im Zusammenhang mit der Aufrechterhaltung einer konsistenten Wechselkursstruktur mit einem Vielfachen an Devisenmarktvolumen verbunden sein. Es sind diese ständige Arbitrage sowie die ausgleichenden und marktmachenden Aktivitäten der Banken, welche erklären, warum die unmittelbaren kommerziellen Transaktionen nur einen Bruchteil der gesamten Devisenmarktumsätze ausmachen. Das heißt jedoch nicht, daß der größte Teil der Devisenmarkttransaktionen und der kurzfristigen Kapitalbewegungen überflüssig und störend sind. Im Gegenteil, sie sind wesentlich für ein reibungsloses Funktionieren der Märkte.

Es läßt sich aber nicht leugnen, daß kurzfristige Kapitalströme einschließlich der Transaktionen mit langfristigen Werten für kurzfristige, spekulative Zwecke manchmal doch auch einen stark destabilisierenden Einfluß auf die Devisenmärkte haben. Es ist überdies sicher auch richtig, daß solche destabilisierenden Kapitalbewegungen als Folge der zunehmenden Globalisierung der nationalen Märkte geradezu gigantische Ausmaße annehmen können. Die Antwort darauf sind aber nicht neue Kontrollen und Barrieren, die auch die stabilisierenden Kapitalbewegungen und Devisenmarkttransaktionen behindern würden, sondern ein stärkerer Stabilitätsbezug der nationalen Wirtschaftspolitik und ihre bessere internationale Koordination.

Umfangreiche  
Kettentransaktionen an den  
Devisenmärkten

### *Die Bedeutung eines kalkulierbaren und international abgestimmten wirtschaftspolitischen Rahmens*

Das einwandfreie Funktionieren eines Systems floatender Wechselkurse hängt von der Fähigkeit der Marktteilnehmer ab, sich ein realistisches und verlässliches Bild von dem längerfristigen Gleichgewichtsniveau oder Verlauf der Wechselkurse machen zu können. Ist dieses Erfordernis erfüllt, dann stellen stabilisierende „spekulative“ Kapitalbewegungen sicher, daß die Wechselkurse im Falle von vorübergehenden Störungen nicht allzuweit von ihren ungefähren Gleichgewichtsniveaus abweichen. Wenn dagegen die Wechselkurse nicht in solchen stabilen Erwartungen verankert sind, besteht die Gefahr, daß Wechselkursveränderungen gleichgerichtete Verschiebungen der Erwartungen auslösen, somit selbsttragend werden und ein Eigenleben beginnen. Wechselkursbewegungen werden dann nicht mehr als Ausgleichsmechanismen dienen, sondern womög-

Die Rolle der  
Erwartungen

lich selbst zu einer Ursache ökonomischer Störungen und von Zahlungsbilanzungleichgewichten.

Die Bedeutung stabiler wirtschaftspolitischer Rahmenbedingungen

Die wichtigste Voraussetzung dafür, daß sich die Marktteilnehmer ein reales und vernünftiges Bild über die längerfristigen Gleichgewichtskurse machen können, ist, daß die allgemeinen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen stabil und durchschaubar sind. Das bedeutet nicht nur, daß die Politik der einzelnen Länder vernünftig und transparent sein soll, sondern auch, daß das aus dem Zusammenspiel dieser nationalen Politiken entstehende Gesamtbild der Weltwirtschaft und des Zahlungsbilanzgefüges in sich konsistent sein muß. Wechselkurse sollten nicht nur eine nach anderen wirtschaftspolitischen Entscheidungen anfallende Restgröße sein; vielmehr sollte ein vernünftiges Maß an Wechselkursstabilität einen Teil der wirtschaftspolitischen Gesamtkonzeption bilden. Unter diesem Blickwinkel war die Louvre-Vereinbarung sicher ein Schritt in die richtige Richtung.

Die Notwendigkeit verstärkter internationaler Koordination der Wirtschaftspolitik ist eine unvermeidliche Folge des Trends zu wachsender weltweiter Interdependenz und Integration, was notwendigerweise gewisse Verluste an nationaler Autonomie mit sich bringt und eine gewisse Bereitschaft zu Kompromissen erfordert. Das mag zwar politisch schmerzhaft sein, kann aber kaum verhindert werden, und es hat Vorteile in Gestalt einer effizienteren Ressourcenverteilung und einer globaleren Perspektive im allgemeinen.

Bevorstehende Aufgaben

Schaut man in die Zukunft, so sind die Aufgaben, mit denen die Verantwortlichen der großen Industrieländer konfrontiert sind, nicht leicht. Obwohl die realen Handelsströme begonnen haben, deutlich auf die Wechselkursanpassungen anzusprechen, werden weitere erhebliche US-Leistungsbilanzdefizite für die nächsten Jahre prognostiziert. Dies würde bedeuten, daß der kumulative Betrag der Dollarpositionen, die zur Finanzierung dieser Defizite eingegangen werden müssen, sehr groß sein wird. Auch sehr kleine Versuche, diese riesigen offenen Dollarpositionen zu reduzieren, könnten erheblichen Druck auf die Devisenmärkte auslösen.

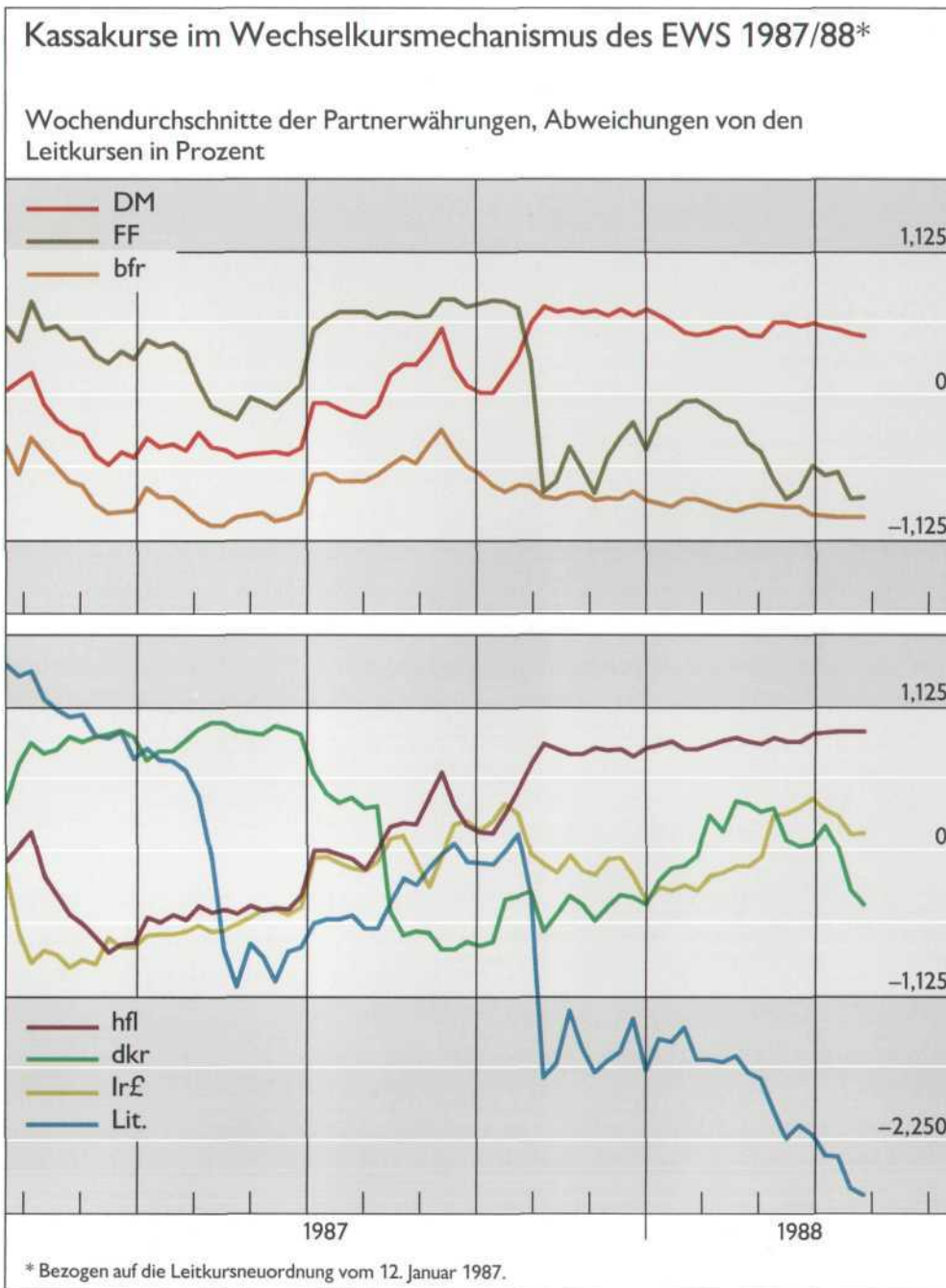
Vor diesem Hintergrund ist es von äußerster Wichtigkeit, daß die Verantwortlichen der großen Industrieländer in ihrer Devisenmarktpolitik und bei der Fortsetzung ihrer Anpassungsbemühungen Übereinstimmung und Entschlossenheit zeigen. Wie die Erfahrungen mit der Louvre-Vereinbarung zeigen, sind die Toleranzschwellen gegenüber wirtschaftspolitischen Versäumnissen, Unentschlossenheit und Unstimmigkeiten niedriger geworden. Mängel im Bereich der wirtschaftspolitischen Koordination und der gemeinsamen Wechselkursstrategie können rasch zu ernstesten Marktstörungen führen, die gefährliche Konsequenzen für die Stabilität und Gesundheit der Weltwirtschaft in sich tragen.

### *Entwicklungen im Europäischen Währungssystem*

Stabile Leitkurse nach dem Realignment Anfang 1987

Im Anschluß an die im letztjährigen Jahresbericht detailliert beschriebene Leitkursneuordnung von Anfang Januar 1987 vermochte das Europäische Währungssystem (EWS) recht erfolgreich die Entwicklung der Wechselkurse innerhalb des Systems vom Geschehen am Dollarmarkt abzuschirmen. Die Instabilität des Dollarkurses im Berichtszeitraum verdeutlichte den EWS-





Mitgliedern die Wichtigkeit eines größeren währungspolitischen Zusammenhalts zwischen ihnen. Die in den letzten Jahren bei der Rückführung der Inflationsraten auf ein gemeinsames niedrigeres Niveau erzielten Erfolge konnten gefestigt werden. Im September 1987 beschlossen die Notenbankgouverneure der EG eine Reihe von Maßnahmen zur Stärkung der Funktionsmechanismen im EWS (s. Kapitel VIII). In der Absicht, bis 1992 echte EG-umfassende Finanzmärkte zu schaffen, kam es zu einer weiteren Deregulierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs, darunter im Juni 1987 zur Aufhebung des Verbots für deutsche Banken, in ECU denominierte Einlagen zu akzeptieren.

Abgesehen von der maßvollen Anpassung der Leitkurse des EWS im Januar 1987 blieben die Leitkurse im Berichtszeitraum unverändert. Nichtsdestoweniger blieb die Marktentwicklung durch große und plötzliche Verschiebungen

Vorübergehende Wechselkursspannungen und größere Bedeutung intramarginaler Wechselkursbewegungen

der Kapitalströme charakterisiert, die zeitweise erhebliche Wechselkursspannungen verursachten. Das bestehende EWS-Paritätengitter mußte deshalb wiederholt durch umfassende Devisenmarktinterventionen und andere unterstützende Maßnahmen verteidigt werden. Obwohl das EWS-Kursband nach der Anpassung der Leitkurse nie mehr seine volle Ausdehnung erreichte, änderte sich die Interventionspolitik insofern, als man es zuließ, daß sich Änderungen der Marktsituation deutlicher in intramarginalen Wechselkursbewegungen niederschlugen, wodurch das Ausmaß der durch eine destabilisierende Spekulation erzielbaren Gewinne verringert wird.

Der allmähliche, zunächst zögernd einsetzende Rückfluß von spekulativem Kapital, das unmittelbar vor der Leitkursanpassung im Januar 1987 nach Deutschland geströmt war, erlaubte es den anderen EWS-Mitgliedern, frühere Reservenverluste in den ersten Monaten 1987 wiedergutzumachen und die Leitzinsen zu senken. Überdies halfen diese Kapitalrückflüsse Ende März/Anfang April, die D-Mark gegenüber dem Dollar vor dem starken Aufwertungsdruck abzusichern, dem der Yen in dieser Periode ausgesetzt war.

Lira unter Druck

Im Verlauf des Aprils versiegten jedoch allmählich die Kapitalexporte aus Deutschland in die anderen EWS-Länder. Anfang Mai lösten Befürchtungen im Zusammenhang mit der Stärke der D-Mark gegenüber dem Dollar und einer bevorstehenden Liberalisierung der italienischen Devisenkontrollen erheblichen Druck auf die Lira aus. Die italienischen Behörden reagierten sehr flexibel und recht erfolgreich, indem sie nicht nur am Devisenmarkt intervenierten, sondern auch eine Abwertung der Lira um 2 Prozentpunkte gegenüber dem Leitkurs zuließen. Obwohl die Behörden am 13. Mai tatsächlich eine teilweise Liberalisierung des Kapitalverkehrs durchführten, kam die Lira zu diesem Zeitpunkt nicht unter neuerlichen Druck.

Während des Frühsommers blieb die Situation im EWS recht ruhig. Eine etwas festere Haltung des französischen Franc erlaubte eine Senkung der amtlichen Ausleihesätze in Frankreich. Im August griff jedoch Unruhe um sich, als Gerüchte über eine bevorstehende EWS-Leitkursanpassung aufkamen und der Dollar sich erneut abschwächte. Der Druck konzentrierte sich vor allem auf die italienische Lira. Die Währungsbehörden Italiens reagierten nicht nur durch Interventionen auf den Devisenmärkten, sondern auch durch Anhebung des Diskontsatzes und durch steuerliche Maßnahmen. Nichtsdestotrotz kam es erst zu einem Kapitalrückfluß nach Italien, nachdem am 13. September ein Maßnahmenpaket beschlossen worden war, das eine vorübergehende Verschärfung der Kapitalverkehrskontrollen und eine Begrenzung der Kreditgewährung der Banken beinhaltete.

Erhebliche Spannungen im EWS und erfolgreiche offizielle Abwehr

Die Situation war sodann bis zur letzten Oktoberwoche ziemlich ruhig, als wiederauflebende Gerüchte über eine bevorstehende Leitkursänderung, geschürt durch die Dollarschwäche, zum Entstehen starker zentrifugaler Kräfte im EWS führten. Diesen traten die Zentralbanken durch energische Interventionen auf den Devisenmärkten entgegen; zugleich aber wurde dem französischen Franc und der Lira eine deutliche Abschwächung zugestanden. Anfang November beruhigte eine konzertierte Aktion (Senkung der deutschen und Anhebung der französischen Leitzinsen) die Märkte, und die destabilisierenden Kräfte innerhalb des EWS flauten ab.

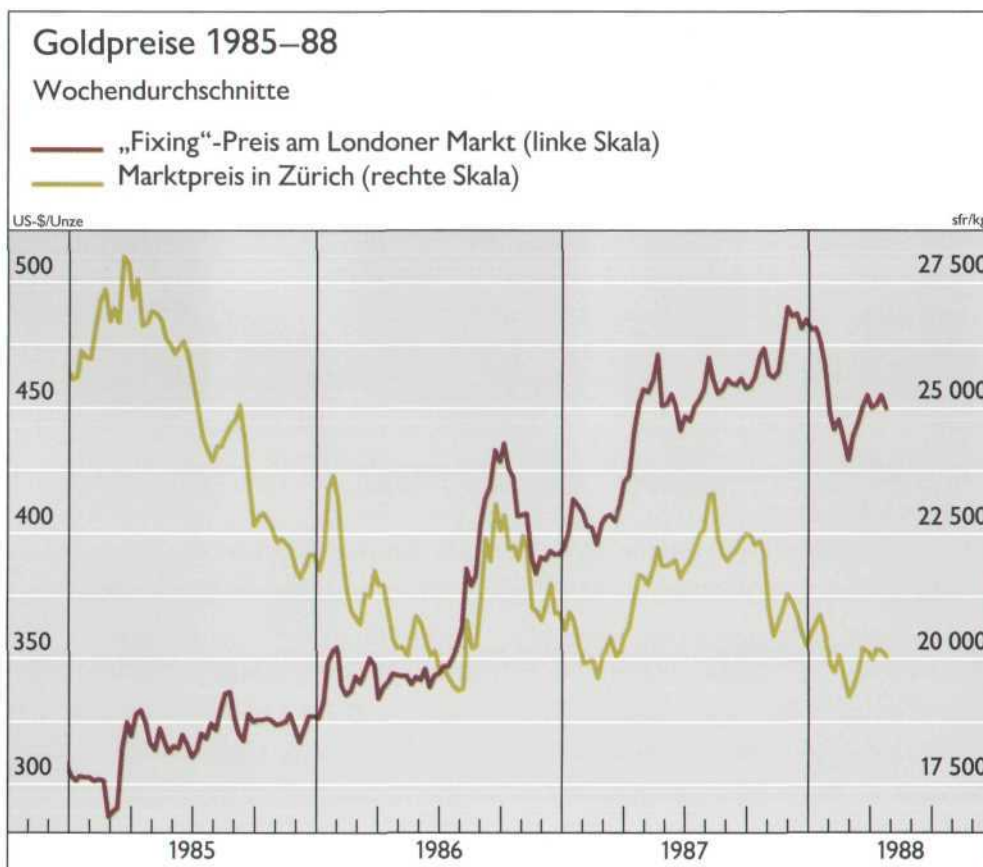


Danach blieb trotz anhaltender Dollarschwäche vor allem gegen Ende des Jahres die Situation im EWS-Wechselkursmechanismus sehr stabil. Gegen Ende November und Anfang Dezember war die Bank von Frankreich in der Lage, an der konzertierten europäischen Leitzinssenkungsrunde teilzunehmen. Im Januar, als der Dollar eine Phase teilweiser Erholung an den Devisenmärkten durchlief, floß ein Teil des zuvor nach Deutschland eingeströmten Kapitals wieder ins Ausland ab, so daß andere EWS-Länder die zuvor erlittenen Reserveverluste wiedergutmachen konnten. Dies ermöglichte Leitzinssenkungen in Frankreich, Belgien und den Niederlanden, und Italien hob am 20. Januar – lange vor dem Auslaufdatum von Ende März – seine im September 1987 in Kraft gesetzten, befristeten Kapitalverkehrskontrollen wieder auf. Im Februar versiegten die Kapitalrückflüsse aus Deutschland, doch blieb die Lage im EWS, von einem kurzen Aufleben der Spannungen Anfang März abgesehen, trotz einer gewissen Unsicherheit im Zusammenhang mit den Präsidentschaftswahlen in Frankreich recht ruhig. Allerdings staute sich gegenüber der Lira ein gewisser Druck auf, weshalb man es zuließ, daß sie in der Zeit von Ende Februar bis Anfang Mai in die Nähe des unteren Randes ihres erweiterten Wechselkursbandes absank.

Bemerkenswerte Stabilität trotz Dollarschwäche und durch die Präsidentschaftswahlen in Frankreich bedingter Unsicherheit

### Goldgewinnung und Goldmarkt

Trotz einer weiteren Zunahme des Angebots auf den Goldmärkten ist der in Dollar ausgedrückte Goldpreis im Verlauf des Jahres 1987 weiter beträchtlich gestiegen. Die Goldnachfrage wurde durch eine Reihe von Faktoren angeheizt: Während des größten Teils des Jahres waren Wechselkursängste eine Stütze, als



Kräftige Goldnachfrage durch Dollarschwäche und Inflationsbefürchtungen geschürt

Anleger einen Vermögenswert suchten, dessen Dollarpfpreis stark gestiegen war, seit sich die amerikanische Währung im Februar 1985 abzuschwächen begonnen hatte. Im Frühjahr und Sommer hatten wiederauflebende Inflationsbefurchtungen die Goldnachfrage trotz eines deutlichen Anstiegs der langfristigen Zinssätze gestützt. Letztlich könnte die Nachfrage auch von dem starken Aufwärtstrend bei den anderen Metallpreisen profitiert haben. Andererseits scheint der Börsenkrach von Oktober nur sehr begrenzte Rückwirkungen auf den Goldmarkt gehabt zu haben.

Während die kommerzielle Goldverwendung wegen des steigenden Preises im Jahresverlauf zurückging, blieben die Käufe für Anlage- und Hortungszwecke sehr hoch, zum Teil begünstigt durch längerfristige Nachfrage tendenzen. In den letzten Jahren wurde die Pazifikküste Asiens ein wichtiger Markt für Gold und gesellte sich zu jener Kette von Ländern zwischen dem Mittelmeer und dem südchinesischen Meer, für die Gold traditionellerweise die bevorzugte Vermögensanlage darstellt. Japan importierte 1987 mehr als 240 t, etwa ein Viertel mehr, als zur Deckung der industriellen Nachfrage erforderlich war. Trotz Zöllen und Steuern registrierte Taiwan in den sechs Monaten von Oktober 1987 bis März 1988 private Goldimporte von nahezu 60 t; die taiwanesishe Zentralbank erhöhete in den fünfzehn Monaten bis einschließlich März 1988 ihre Goldbestände um 172 t.

Auf der Angebotsseite erhöhete sich 1987 die westliche Goldproduktion weiter, nämlich um über 80 auf 1 375 t. Die Produktionsausweitung war breit

Weiterhin steigende Goldproduktion

Weltgoldgewinnung								
Land	1953	1970	1980	1983	1984	1985	1986	1987
	Tonnen							
Südafrika	371	1 000	675	680	683	672	640	607
USA	61	54	31	63	66	80	118	155
Kanada	126	75	52	73	86	90	106	120
Australien	33	20	17	31	39	59	75	108
Brasilien	4	9	35	59	62	72	67	84
Philippinen	15	19	22	33	34	37	39	40
Papua-Neuguinea	0	1	14	18	19	31	36	34
Kolumbien	14	7	17	18	21	26	27	26
Chile	4	2	7	19	18	18	19	19
Venezuela	1	1	1	6	10	12	15	16
Zimbabwe	16	15	11	14	15	15	15	15
Japan	7	8	7	6	7	9	14	14
Ghana	23	22	11	12	12	12	12	12
Zaire	11	6	3	6	10	8	8	12
Peru	4	3	5	10	11	11	11	11
Mexiko	15	6	6	7	8	8	8	8
Dominikanische Republik	0	0	12	11	11	10	9	8
Sonstige Länder	50	25	33	48	50	63	71	84
<b>Weltgoldgewinnung*</b>	<b>755</b>	<b>1 273</b>	<b>959</b>	<b>1 114</b>	<b>1 162</b>	<b>1 233</b>	<b>1 290</b>	<b>1 373</b>

\* Ohne die UdSSR, die anderen osteuropäischen Länder, China und Nordkorea.  
Quelle: Consolidated Gold Fields PLC (London).



gestreut und betraf alle wichtigen Produzentenländer – ausgenommen Südafrika, wo die Produktion infolge einer weiteren Verlagerung des Abbaus zu geringerwertigen Erzen im dritten aufeinanderfolgenden Jahr fiel, und zwar um 33 t. Besonders kräftig stieg die Goldproduktion in Nordamerika, wo die Vereinigten Staaten und Kanada ihre Produktion um 37 bzw. 14 t erhöhten. Auf diese beiden Länder entfallen nunmehr ein Fünftel der westlichen Goldgewinnung, verglichen mit einem unter einem Zehntel liegenden Anteil Anfang der achtziger Jahre. Andernorts verzeichneten Australien und Brasilien mit 33 bzw. 17 t große Produktionssteigerungen.

Die Staatshandelsländer (ausgenommen die europäischen IWF-Mitglieder) reduzierten im letzten Jahr ihr Goldangebot auf den westlichen Märkten; 1986 hatten sie dorthin mehr als je zuvor in den achtziger Jahren exportiert. Im besonderen dürfte China weniger Gold auf den westlichen Märkten angeboten haben. Auch die Sowjetunion, die in den letzten paar Jahren auf ihre Goldreserven zurückgegriffen haben dürfte, verringerte offenbar ihre Goldverkäufe trotz des anhaltend schwachen Ölpreises. Dies geht zum einen Teil darauf zurück, daß bei steigenden Preisen derselbe Erlös durch den Verkauf einer geringeren Menge erzielt werden kann; zum anderen Teil zog das Land Einlagen bei den westlichen Banken ab. Insgesamt kann das 1987 seitens der Ostblockstaaten angebotene Gold auf 300 t geschätzt werden.

Die offiziellen Goldbestände, die 1986 nur eine geringe Veränderung aufgewiesen hatten, nahmen im vergangenen Jahr um 90 t ab. Diese Abnahme war das Nettoergebnis ziemlich großer Käufe und Verkäufe seitens einiger Staaten. Taiwan erwarb 65 t, was bedeutet, daß seine Goldreserven zu Marktpreisen bewertet noch schneller wuchsen als seine Devisenbestände. Die Philippinen setzten ihre Politik des Ankaufs regional produzierten Goldes fort und reicherten ihre offiziellen Reserven um 16 t an. Die USA kauften 11 t, um einen Teil des 1986 für die Prägung des „Eagle“ verwendeten offiziellen Goldbestands wiederaufzufüllen. Die Verkäufe von offiziell Gold lagen meist in Zahlungsbilanzschwierigkeiten der jeweiligen Länder begründet. In Lateinamerika waren Kolumbien und Peru die größten Verkäufer (41 bzw. 20 t). Von den osteuropäischen IWF-Mitgliedstaaten reduzierten Rumänien und Ungarn ihre Bestände um 28 und 22 t. Von den Industriestaaten veräußerte Kanada entsprechend seiner Politik, offizielles Gold zu verkaufen, wenn der Preis hoch ist, 37 t. Belgien verwendete 17 t seiner amtlichen Bestände zur Prägung von ECU-Münzen.

Mit einer aufwärtsgerichteten Goldproduktion und Goldverkäufen aus offiziellen westlichen Beständen, welche die Abnahme des Angebots aus den Staatshandelsländern in etwa wettmachte, war das gesamte Goldangebot am Markt höher als im vergangenen Jahr. Gleichwohl stieg der Goldpreis angesichts der hohen Nachfrage für Anlage- und Hortungszwecke um mehr als 24% von \$ 391 je Feinunze am Jahresende 1986 auf \$ 487 am Jahresende 1987; in Schweizer Franken ausgedrückt blieb der Goldpreis recht stabil.

In den ersten drei Monaten des Jahres 1987 wurde Gold meist im Bereich \$ 395–420 gehandelt. Aber die Notierungen begannen anzuziehen und dann im Frühjahr rasant zu steigen, als der Dollar auf den Devisenmärkten unter schweren Abwertungsdruck geriet und Inflationserwartungen wiederauflebten. Der Londoner Fixing-Preis des Goldes stieg von etwa \$ 420 je Feinunze

Verringerter  
Absatz der  
Staatshandels-  
länder

Verringerung der  
offiziellen Gold-  
bestände

Insgesamt zuneh-  
mendes Angebot

Anstieg des  
Goldpreises

Anfang April auf ein Hoch von fast \$ 480 in der dritten Maiwoche; in der Folge fiel der Goldpreis jedoch erheblich, bevor er in der Zeit von Ende Juli bis Mitte Oktober wieder bis auf etwa \$ 460 anstieg. Der Kurseinbruch an den Aktienmärkten beeinflusste den Goldpreis nicht auf Dauer, da das Abklingen der Inflationserwartungen als Folge des Börsenkrachs gegenüber Sicherheitsüberlegungen offensichtlich die Oberhand behielt. Obwohl die Marktnotierungen am Montag, dem 19. Oktober, den Spitzenwert von \$ 490 berührten, gingen sie in den folgenden Tagen rasch wieder zurück und sanken in den ersten drei Novemberwochen auf ein Niveau von \$ 465. Erst in den letzten Wochen des Jahres kletterte der Goldpreis unter der Einwirkung eines zunehmend schwachen Dollars in die Höhe und durchbrach am 14. Dezember vorübergehend die Marke \$ 500, sein höchstes Niveau seit Februar 1983.

Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)					
Position	1983	1984	1985	1986	1987
	Tonnen				
Goldgewinnung	1 115	1 160	1 230	1 290	1 375
Nettoverkäufe durch Staatshandelsländer (geschätzt) <sup>1</sup>	100	150	250	400	300
Veränderung der offiziellen Goldbestände durch Markttransaktionen <sup>2</sup> (geschätzt; – = Zuwachs)	70	20	–160	–10	90
Insgesamt (= nichtmonetäre Verwendung, geschätzt)	1 285	1 330	1 320	1 680	1 765

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

Als der Dollar zu Beginn des Jahres 1988 größere Stabilität zeigte, begann der Goldpreis wieder zu fallen und erreichte Ende Februar ein Tief von \$ 424. Unter dem Einfluß erneuter, den Dollar und die Inflationsentwicklung betreffenden Befürchtungen erholte sich der Goldpreis in der zweiten Märzhälfte, um dann bis gegen Ende Mai um die Marke \$ 450 zu schwanken. Ein Faktor, der, wie berichtet wird, zu der ausgeprägten Schwäche des Goldes in den ersten Monaten 1988 beitrug, war der Verkauf von geborgtem Gold durch Bergwerksunternehmen, die, um sich billig finanzieren zu können, sich in zunehmendem Ausmaß Gold liehen, das sie aus ihrer künftigen Produktion zurückzahlen.

Kein nachhaltiger Effekt des Kurssturzes der Aktien auf den Goldpreis

Gold wird traditionellerweise als ein sicherer Anlagehafen angesehen, dessen Preis oft in politischen Notzeiten oder bei unsicherer Wirtschaftslage gestiegen ist. So betrachtet ist das sehr verhaltene Reagieren des Goldpreises in den letzten Oktobertagen auf den spektakulärsten Kurssturz der Aktien seit mehr als 50 Jahren überaus bemerkenswert. Auch die Zunahme der Intensität täglicher Preisausschläge, die praktisch alle Märkte finanzieller Vermögenswerte charakterisierte, fehlte weitgehend auf dem Goldmarkt. Wie erklärt sich das?



Ein Teil der Antwort ist sicher, daß der Börsenkrach vielfach eine weltweite Verlangsamung des Wirtschaftswachstums erwarten ließ, wodurch frühere Befürchtungen betreffend Inflation und Zinssätze verdrängt wurden. Aber es gab auch andere Faktoren. Erstens spiegelt der Preis für Goldbarren nicht die Entwicklung aller Marktsegmente wider. In den Wochen nach dem Aktienkurssturz stiegen die Käufe von Goldmünzen seitens der kleinen Sparer drastisch an. Allerdings machen Münzkäufe einen so kleinen Teil der gesamten Goldnachfrage aus, daß nicht einmal ein wesentlicher Stimmungsumschwung unter den kleinen Anlegern ausreichte, den Markt zu beeinflussen. Zweitens sind die Transaktionskosten für Goldan- und -verkäufe in vielen Ländern im Vergleich zu anderen finanziellen Vermögenswerten hoch, und die Verluste in Form entgangener Zinserträge sind erheblich. Letztlich verhalten sich wichtige Produzenten und Käufer in einer Weise, die dazu tendiert, Goldpreisveränderungen zu dämpfen. Wichtige goldproduzierende Länder halten große Goldbestände und scheinen bereit zu sein, erhebliche Quantitäten zu verkaufen, wenn der Preis über ein bestimmtes Niveau steigt.

## Internationale Liquidität

### *Die laufende Entwicklung der Reservebestände*

Eine der auffallenden Besonderheiten des internationalen monetären Geschehens im letzten Jahr war das außerordentlich hohe Wachstum der Weltwährungsreserven. Die offiziellen Nichtgoldreserven stiegen insgesamt um \$ 205 Mrd. oder 40% und übertrafen damit erheblich die 15prozentige Ausweitung des zu laufenden Dollarwerten gerechneten Welthandels. Dies war der mit Abstand stärkste Zuwachs seit den frühen siebziger Jahren, als massive Interventionen zur Stützung des auseinanderfallenden Festkurssystems getätigt worden waren. Ein wesentlicher Anteil der letztjährigen Ausweitung – ungefähr ein Viertel – ergab sich aus dem Anstieg des Dollarwerts der in anderen als dem US-Dollar gehaltenen Reserveaktiva. Aus ähnlichen Gründen überzeichnen die Dollarzahlen den tatsächlichen Zuwachs der Währungsreserven, denn der Kursverfall des Dollars verminderte ihre internationale Kaufkraft. Berücksichtigt man diesen „realen“ Verlust, indem man die Währungsreserven in einen Währungskorb, zum Beispiel in SZR, umrechnet, so lag ihr Anstieg im letzten Jahr bei etwas mehr als 20% und 1985/86 bei nur durchschnittlich 1,5%.

Auch der Marktwert der weltweiten offiziellen Goldreserven erhöhte sich im letzten Jahr ziemlich kräftig. Die Zunahme von \$ 88,7 Mrd. – die größte der achtziger Jahre – war aber ausschließlich auf die Entwicklung des Goldpreises in Dollar zurückzuführen, der gegen Ende des Jahres 1987 ein sehr hohes Niveau erreichte, zu Beginn dieses Jahres dann aber wieder nachgab. In Mengen gerechnet nahmen hingegen die offiziellen Goldbestände etwas ab, und zwar um 0,3%.

Das ungewöhnlich starke Wachstum der realen offiziellen Nichtgoldreserven war 1987 im wesentlichen das Zusammenspiel von vier Faktoren. Der wichtigste Einfluß waren offizielle Dollarkäufe der Länder außerhalb der USA, die in der Absicht vorgenommen wurden, die Aufwertung der eigenen

Stärkster Zuwachs der Währungsreserven seit der Abschaffung des Systems fester Wechselkurse

Bestimmungsgründe der starken offiziellen Reservenzuwächse

Veränderung der Weltwährungsreserven							
Region und Jahr	Gold	Devisen	Reserve- positio- nen beim IWF	SZR	ECU	Insgesamt (ohne Gold)	
	Millionen Unzen	in Milliarden US-Dollar zu jeweiligen Werten <sup>1</sup>					
<b>Zehnergruppe</b>							
1985	-0,2	13,2	15,9	0,8	2,9	3,4	23,0
1986	-1,0	46,7	38,4	0,3	2,9	7,9	49,5
1987	-1,5	69,7	92,6	0,2	3,1	21,8	117,7
Stand Ende 1987	735,2	357,7	250,5	26,0	20,9	69,8	367,2
<b>Übrige Industrieländer<sup>2</sup></b>							
1985	-1,8	1,0	6,3	0,1	0,4	0,4	7,2
1986	-0,8	5,2	6,4	0,2	0,4	0,0	7,0
1987	-1,9	7,1	28,2	0,6	0,5	5,0	34,3
Stand Ende 1987	82,1	39,9	85,8	3,1	2,6	5,8	97,3
<b>Entwicklungsländer</b>							
1985	4,2	3,5	14,1	0,9	0,6		15,6
1986	2,1	8,5	9,6	0,2	0,5		10,3
1987	0,4	11,9	51,2	0,6	1,2		53,0
Stand Ende 1987	122,8	59,7	227,5	15,5	5,2		248,2
<b>Nahost-Ölexportländer<sup>3</sup></b>							
1985	-0,2	0,4	3,8	0,7	0,2		4,7
1986	-0,1	1,4	-6,5	0,1	0,0		-6,4
1987	-0,1	2,1	3,8	0,5	0,4		4,7
Stand Ende 1987	22,8	11,1	38,8	12,7	1,6		53,1
<b>Sonstige</b>							
1985	4,4	3,1	10,3	0,2	0,4		10,9
1986	2,2	7,1	16,1	0,1	0,5		16,7
1987	0,5	9,8	47,4	0,1	0,8		48,3
Stand Ende 1987	100,0	48,6	188,7	2,8	3,6		195,1
<b>Insgesamt<sup>2</sup></b>							
1985	2,2	17,7	36,3	1,8	3,9	3,8	45,8
1986	0,3	60,4	54,4	0,7	3,8	7,9	66,8
1987	-3,0	88,7	172,0	1,4	4,8	26,8	205,0
Stand Ende 1987	940,1	457,3	563,8	44,6	28,7	75,6	712,7

<sup>1</sup> Goldreserven bewertet zu Marktpreisen. <sup>2</sup> Ohne osteuropäische Länder. <sup>3</sup> Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Oman, Saudi-Arabien und Vereinigte Arabische Emirate.

Währung gegenüber dem US-Dollar oder anderen Hauptwährungen zu begrenzen.

Ein zweiter Faktor war eine beträchtliche Diversifizierung der amtlichen Devisenreserven in Gestalt von Verlagerungen aus dem Dollar zu anderen Währungen. Derartige Portfeuilleumschichtungen werden zu einem Anstieg der Nichtdollarreserven der betreffenden Länder führen, ohne daß es dadurch zwangsläufig zu einer entsprechenden Verringerung im Gesamtbestand der offiziellen Dollarreserven kommen muß. Diese Asymmetrie erklärt sich damit, daß



die offiziellen Dollarabgaben den Aufwertungsdruck vornehmlich auf die Währungen richten, die zur Diversifizierung verwendet werden. Die Folge ist, daß die Notenbanken von Sekundär-Reservewährungsländern wie Deutschland und Japan die von anderen offiziellen Haltern verkauften Dollarbeträge in ihre Reserven nehmen müssen, um eine zu große Aufwertung ihrer Währung zu verhindern.

Drittens spielten direkte offizielle Interventionskäufe von anderen Währungen als dem Dollar eine Rolle. Teilweise mögen diese Käufe etwas mit den Vorgängen auf dem Dollarmarkt zu tun gehabt haben, sie müssen aber überwiegend im Zusammenhang mit Bestrebungen europäischer Länder, den Wechselkurs ihrer jeweiligen Währung gegenüber der D-Mark zu stabilisieren, gesehen werden.

Als letzter Faktor, der ebenfalls in Zusammenhang mit dem EWS steht, sind der aufwärtsgerichtete Trend des Goldpreises, der zu einer Erhöhung der gegen Gold geschaffenen ECU führte, und der erstmalige Goldreserveswap Spaniens mit dem EFWZ anlässlich seines Beitritts zum EWS-Abkommen zu nennen.

Es gab aber auch zwei Einflußfaktoren, die das Wachstum der Nichtgoldreserven im letzten Jahr etwas bremsten. Erstens nahmen die amerikanischen Währungsbehörden ihre Devisenreserven in Anspruch, um den Dollar zu stützen. Zweitens gewährte der IWF 1987 weniger Kredite, als er Mittel erhielt, da die Schuldnerländer Ziehungen aus den ersten Jahren der Schuldenkrise zurückzahlten. Diese Rückzahlungen liefen auf eine Verringerung der Reserveposition der anderen Mitgliedsländer hinaus.

Betrachtet man die Struktur der Zunahme der Währungsreserven, so trugen im letzten Jahr allein die Devisenreserven (einschl. gegen Dollar und Währungen der EWS-Mitgliedsländer geschaffener ECU) zu über \$ 190 Mrd. oder 92% zum Gesamtwachstum der Nichtgoldreserven aller Länder (ohne USA) bei. Hiervon waren schätzungsweise \$ 25 Mrd. auf Wechselkurseffekte zurückzuführen; aber der mit Abstand bedeutendste Expansionseffekt waren die weiteren Verschiebungen innerhalb der Finanzierung des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits. Von 1983 bis 1985 hatten die privaten Nettokapitalzuflüsse mehr als ausgereicht, um das große und zunehmende Leistungsbilanzdefizit der USA zu finanzieren. Im Jahr 1986 verlangsamte sich der spontane Zufluß privater Mittel, und das sich ausweitende amerikanische Leistungsbilanzdefizit wurde, um eine übermäßige Dollarabwertung zu verhindern, zunehmend durch offizielle Käufe von Dollarreserven finanziert. 1987 trugen die USA selbst zu dieser Dollarstützung bei, da sie erstmals seit Ende der siebziger Jahre energisch zugunsten ihrer eigenen Währung intervenierten und dafür Devisenreserven in Höhe von real \$ 8,6 Mrd. einsetzten. Der Löwenanteil der offiziellen Finanzierung stammte aber von ausländischen Zentralbanken. Die nachweisbaren ausländischen offiziellen Dollarreserveaktiva in den USA, die schon 1986 auf \$ 33 Mrd. angewachsen waren, stiegen im letzten Jahr um weitere \$ 47,5 Mrd. und deckten damit 30% des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits ab.

Diese Zahlen geben jedoch den Beitrag der ausländischen Zentralbanken zur Finanzierung des amerikanischen Zahlungsbilanzungleichgewichts im letzten

Das Reservenwachstum abschwächende Einflüsse

Vermehrte Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits durch offizielle Käufe von Dollarreserven

Verdeckte offizielle Mittelzuflüsse in die USA

Jahr nur sehr unvollständig wieder. So schleusten 1987 ausländische Zentralbanken einen großen Teil ihrer Reservenzuwächse über Banken und Wertpapierhäuser in ihrem eigenen Land in die USA. Solche offiziellen Mittelzuflüsse, die über private Finanzinstitute in die Vereinigten Staaten fließen, werden in der amerikanischen Zahlungsbilanz nicht als Zunahme der Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen öffentlichen Stellen erfaßt. Solche nicht identifizierten Zuflüsse von offiziellen Reserven waren im letzten Jahr vermutlich recht umfangreich; sie umfassen den Löwenanteil der in der untenstehenden Tabelle angegebenen großen nicht aufteilbaren Position von über \$ 60 Mrd. Eine andere Form verdeckter offizieller Mittelzuflüsse in die USA ist die Anlage von Währungsreserven in Wertpapieren, die von privaten amerikanischen Schuldner am Euromarkt emittiert werden. Solche Zuflüsse würden sich ebenfalls in der nicht aufteilbaren Position niederschlagen.

Leistungsbilanzsaldo der USA und Veränderung der Devisenreserven nach Anlagearten (Schätzung)					
Position	1983	1984	1985	1986	1987
	Milliarden US-Dollar				
Leistungsbilanzsaldo der USA	-46,3	-107,0	-116,4	-141,4	-160,7
Veränderung der Nichtgoldreserven der USA	- 0,2	1,2	8,3	5,4	- 2,7
darunter:					
Devisenreserven in konstanten Dollarwerten <sup>1</sup>	- 3,9	0,4	6,2	4,5	- 4,2
(- = Erhöhung)	- 3,1	1,1	4,5	1,1	8,6
Veränderung der Devisenreserven der Länder außerhalb der USA <sup>2</sup>	8,3	23,1	31,5	54,0	190,9
in konstanten Dollarwerten <sup>1</sup>	15,0	32,0	11,5	31,6	165,5
davon:					
in den USA gehaltene Dollarreserven <sup>3</sup>	5,3	2,4	- 2,0	33,0	47,5
außerhalb der USA gehaltene Dollarreserven <sup>4</sup>	- 0,6	9,9	- 4,5	- 1,4	22,4
Nichtdollarreserven <sup>5</sup>	1,6	7,9	21,2	5,9	60,2
in konstanten Dollarwerten <sup>1</sup>	7,8	16,2	2,6	- 15,2	35,9
Nicht aufteilbar	2,0	2,9	16,8	16,5	60,8

<sup>1</sup> Veränderungen berechnet zu konstanten Wechselkursen (Periodenendstände). <sup>2</sup> Einschl. aller ECU-Positionen, aber ohne Gold/ECU-Swaps der EWS-Mitgliedsländer. <sup>3</sup> Währungsreserven in den USA. <sup>4</sup> Einlagen von Währungsbehörden bei an die BIZ berichtenden Eurobanken; einschl. aller Einlagen Chinas bei diesen Banken. <sup>5</sup> Nach Schätzungen aus Quellen des IWF und der BIZ.

Eine andere wichtige Entwicklung war im letzten Jahr die – im Gegensatz zu 1986 – mit \$ 22,4 Mrd. kräftige Aufstockung der Eurodollareinlagen der Zentralbanken bei nicht in den USA domizilierenden Banken. Solche Dollareinlagen tragen tendenziell indirekt zur Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits bei, da sie über die Zinsarbitrage meist zu einem fast gleich großen Wachstum



der Nettoforderungen der Eurobanken gegenüber den Vereinigten Staaten führen.

Alles in allem finanzierten offizielle Stellen im letzten Jahr, den Rückgriff auf die amerikanischen Devisenreserven eingeschlossen, schätzungsweise über \$ 100 Mrd. oder mehr als 60% des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits direkt durch die Akquisition von Vermögenswerten in den USA und ungefähr weitere \$ 20 Mrd. durch indirekte Zuflüsse in die Vereinigten Staaten über die Euromärkte.

Was die Aufschlüsselung nach Währungen anbelangt, so erhöhten sich 1987 die in Dollar denominierten Devisenreserven um ca. \$ 125 Mrd. oder fast 45%. Aber auch die in anderen Währungen gehaltenen Devisenreserven scheinen in Dollar gerechnet ein Rekordwachstum von \$ 65 Mrd. oder, Wechselkurseffekte herausgerechnet, von ungefähr \$ 40 Mrd. erreicht zu haben.

Der bereits seit 1986 zu beobachtende Rückgang der ausstehenden IWF-Kredite nahm im letzten Jahr größere Formen an. Dies lief auf einen Rückgang der Reservepositionen jener IWF-Mitgliedsländer hinaus, deren Währungen für die Auszahlung von Krediten verwendet worden waren. Zum laufenden Dollarkurs gerechnet stiegen diese Reservepositionen im Fonds um \$ 1,4 Mrd., aber dahinter verbirgt sich ein um einiges größerer Bewertungseffekt; in SZR gerechnet nahmen diese Reserven um SZR 3,9 Mrd. ab.

Der Betrag der ausstehenden Fonds-Kredite verringerte sich per Ende 1987 um SZR 4,6 auf 28,8 Mrd., und zwar hauptsächlich aufgrund weiterer Rückzahlungen umfangreicher mittelfristiger Zahlungsbilanzkredite, die in den frühen achtziger Jahren gewährt worden waren, als sich die Schuldenkrise der Entwicklungsländer zuspitzte. Die Rückzahlungen beliefen sich auf SZR 7,9 Mrd., verglichen mit Auszahlungen von nur SZR 3,3 Mrd. Es gab jedoch einige neue Kredite zugunsten der Länder mit niedrigem Volkseinkommen, die entweder gesamtwirtschaftliche und strukturelle Anpassungsprogramme durchführten und/oder mit vorübergehenden Exporteinnahmeausfällen, die sich ihrer Einflußnahme entzogen, konfrontiert waren. Neue Kredite im Rahmen der Strukturanpassungsfazität stiegen von SZR 0,1 auf 0,4 Mrd. an. Die Höchstgrenze für den Zugriff auf diese Fazität wurde von 47 auf 63,5% der Quote des jeweiligen Landes heraufgesetzt, und gegen Ende des Jahres wurde eine zusätzliche, erweiterte Strukturanpassungsfazität in Höhe von SZR 6 Mrd. geschaffen.

Das Wachstum der Weltwährungsreserven war, wie bereits in den Jahren davor, recht ungleich verteilt, wobei fast 60% des \$ 205 Mrd. betragenden Gesamtanstiegs der Nichtgoldreserven auf nur vier Länder entfielen: Japan (\$ 38,7 Mrd.), Taiwan (\$ 30,4 Mrd.), Deutschland (\$ 26,9 Mrd.) und Großbritannien (\$ 22,9 Mrd.). Viele andere Länder, vor allem Entwicklungsländer, verbuchten hingegen nur einen geringen oder gar keinen Zuwachs. Trotzdem stiegen insgesamt die in Dollar bewerteten Reservebestände der Entwicklungsländer, auch wenn man Taiwan außer acht läßt, um \$ 22,6 Mrd., und der Zuwachs war etwas gleichmäßiger verteilt als 1986.

In den Ländern der Zehnergruppe waren die Reservezugänge insgesamt ausgeprägt und weit gefächert. Nur die Vereinigten Staaten verzeichneten eine Abnahme ihrer Reserven um \$ 2,7 Mrd., während in Frankreich der Anstieg um

Rekordwachstum der in Dollar wie in anderen Währungen denominierten Währungsreserven

IWF-Transaktionen

Regionale Struktur des Reservenwachstums

Umfangreiche Reservezugänge in den Industrieländern

\$ 1,6 Mrd. einen betragsmäßig höheren Wechselkurseffekt umfaßte. Japans sehr große Reserveaufstockungen waren praktisch gänzlich auf direkte Devisenankäufe zur Stützung des Dollars zurückzuführen. In Deutschland spiegelten die Zugänge sowohl eine Stützung des Dollars als auch umfangreiche Transaktionen im Rahmen des EWS wider, während das ungewöhnlich starke Anwachsen der Reserven Großbritanniens (um 125%) größtenteils mit den offiziellen Bemühungen, das Pfund gegen die D-Mark stabil zu halten, im Zusammenhang stand. Von den anderen Ländern der Zehnergruppe verzeichneten vor allem Italien und die Schweiz die größten betragsmäßigen Reservezuwächse (\$ 10,1 bzw. 5,7 Mrd.).

Von den „übrigen Industrieländern“ wies vor allem Spanien mit einem Anstieg von \$ 15,9 Mrd. (oder 108%) den bei weitem größten Zuwachs seiner

Veränderung der offiziellen Nichtgoldreserven in einzelnen Ländern <sup>1</sup>							
Land/Ländergruppe	1985	1986	1987	1985	1986	1987	Stand Ende 1987
	jeweilige US-Dollar-Werte			Prozent			Milliarden US-Dollar
USA	8,3	5,4	-2,7	34,6	16,7	-7,3	34,7
Übrige Länder der Zehnergruppe	14,7	44,1	120,4	9,5	26,3	56,8	332,5
Japan	0,3	15,5	38,7	1,1	58,1	91,6	81,0
Deutschland (BR)	4,1	7,4	26,9	10,1	16,8	52,1	78,6
Großbritannien	3,4	5,6	22,9	35,9	43,4	124,7	41,3
Italien	-5,3	4,4	10,1	-25,2	28,3	50,8	30,1
Schweiz	2,7	3,8	5,7	17,8	20,9	26,1	27,5
Niederlande	1,5	0,4	4,8	16,2	4,0	42,9	15,9
Belgien	0,3	0,7	4,1	5,6	14,4	73,8	9,6
Kanada	0,0	0,7	4,0	0,4	29,9	123,9	7,3
Frankreich	5,7	4,8	1,6	27,1	18,2	5,0	33,0
Schweden	2,0	0,8	1,6	50,7	13,1	24,8	8,2
Übrige Industrieländer <sup>2</sup>	7,2	7,0	34,3	14,7	12,6	54,5	97,3
Spanien	-0,8	3,6	15,9	- 6,5	32,0	107,7	30,6
Dänemark	2,4	-0,5	5,1	80,3	- 8,5	102,7	10,1
Finnland	1,0	-2,0	4,6	36,2	-52,3	259,1	6,4
Sonstige	4,6	5,9	8,7	14,6	16,6	21,0	50,2
Entwicklungsländer	15,6	10,3	53,0	9,2	5,6	27,1	248,2
Taiwan	6,9	23,8	30,4	44,0	105,3	65,7	76,7
Mexiko	-2,4	0,8	6,8	-32,5	15,6	119,8	12,5
China	-4,6	-1,3	4,9	-26,7	-10,0	42,4	16,3
Saudi-Arabien	0,3	-6,7	4,4	1,0	-26,7	23,8	22,7
Sonstige	15,4	-6,3	6,5	14,8	- 5,2	5,8	120,0
Insgesamt <sup>2</sup>	45,8	66,8	205,0	11,6	15,2	40,4	712,7

<sup>1</sup> Einschl. ECU-Positionen. <sup>2</sup> Ohne osteuropäische Länder.



Nichtgoldreserven auf. Dies hing vor allem mit seinem EG-Beitritt zusammen, der massive Kapitalzuflüsse mit sich brachte und die Schaffung von ECU gegen Gold nach sich zog. Die Bank von Spanien stemmte sich mit umfangreichen Devisenankäufen gegen den Aufwertungsdruck auf die Peseta. Außergewöhnlich groß waren die Reservezuflüsse auch in Dänemark (\$ 5,1 Mrd. oder 103%) und Finnland (\$ 4,6 Mrd. oder 259%), beides Länder, in die 1987 ungewöhnlich viel Kapital floß. Neuseeland und Jugoslawien waren die einzigen Länder in dieser Gruppe, die signifikante Reserveabflüsse verzeichneten.

Hinter der Gesamtausweitung der Reserven der Entwicklungsländer von \$ 53 Mrd. im Jahr 1987 verbergen sich sehr unterschiedliche Entwicklungen. Von dem Gesamtbetrag entfielen \$ 41,2 Mrd. auf die asiatischen Länder, wobei Taiwans Devisenreserven allein um \$ 30,4 auf 76,7 Mrd. zugenommen haben – das höchste Niveau in der Welt überhaupt. Aber selbst wenn man Taiwan ausklammert, wuchsen die Reserven Asiens immer noch um \$ 10,8 Mrd. China, Singapur, Indonesien und Malaysia verbuchten Zunahmen ihrer Nichtgoldreserven von \$ 4,9, 1,9, 1,5 bzw. 1,4 Mrd. Auf den Philippinen, dem einzigen asiatischen Land, das in den Baker-Plan einbezogen ist, sanken die Nichtgoldreserven um \$ 0,8 Mrd., nachdem dort 1986 eine der größten Reservezunahmen aller Entwicklungsländer zu verzeichnen gewesen war.

In Lateinamerika weiteten sich die Währungsreserven insgesamt um \$ 4,5 Mrd. aus. Dahinter verbergen sich hauptsächlich eine sprunghafte Zunahme der mexikanischen Reserven um \$ 6,8 Mrd. und (bis Oktober) ein Rückgang um \$ 1,3 Mrd. der Reserven Argentiniens, eines Landes, das 1987 unter akuten wirtschaftlichen Problemen litt und Schwierigkeiten hatte, seine Schulden zu bedienen. Peru verlor ebenfalls Reserven, nämlich in Höhe von \$ 0,8 Mrd. oder fast 60%. Brasilien reicherte seinen Reservebestand im letzten Jahr um \$ 0,5 Mrd. an, nachdem es ein Jahr zuvor noch \$ 4,8 Mrd. verloren hatte.

Die Reservenzuwächse in den afrikanischen Ländern und den ölexportierenden Nahoststaaten im Betrag von \$ 1,4 bzw. 4,7 Mrd. ergaben sich zu einem wesentlichen Teil aus Wechselkurseffekten, denn diese Länder neigen dazu, einen großen Teil ihrer Reserven in anderen Währungen als dem Dollar zu halten. Im Nahen Osten verbuchte Saudi-Arabien, das in den Jahren vor 1987 deutliche Verluste hatte hinnehmen müssen, einen Zuwachs von \$ 4,4 Mrd., Kuwait hingegen einen Rückgang von \$ 1,4 Mrd.

Im ersten Quartal 1988 gingen die Nichtgoldreserven der Länder der Zehnergruppe trotz fortgesetzter Interventionskäufe zur Stützung des Dollars um \$ 6,1 Mrd. zurück. Die ECU-Bestände fielen um \$ 9 Mrd., weil im Rahmen der sehr kurzfristigen Finanzierungsfazilität Kredite zurückgezahlt worden sind und der für die ECU-Swaps verwendete Goldpreis zurückgegangen war. Vor allem wegen der Rückzahlung von ECU-Krediten durch andere EWS-Mitglieder sanken die deutschen Nichtgoldreserven um \$ 5,5 Mrd. in dieser Dreimonatsperiode. Ein \$ 3,3 Mrd. Rückgang der Schweizer Reserven geht auf die Abwicklung von Jahresendswaps mit inländischen Banken zurück. Erhebliche Zunahmen der Nichtgoldreserven Kanadas (\$ 4,4 Mrd.) und Japans (\$ 3,3 Mrd.) ebenso wie ein \$ 2,6 Mrd. Rückgang der US-Reserven waren weitgehend das Ergebnis weiterer Interventionen auf den Devisenmärkten zur Stützung des Dollars. Außerhalb der Zehnergruppe meldete Taiwan einen Zugang von 107 t Gold zu

Ungleiche Verteilung des Reservenwachstums in der Dritten Welt

seinen Goldreserven und einen Abgang von \$ 1,9 Mrd. aus seinen Devisenbeständen.

### *Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen*

Welche Bedeutung hat die sehr starke Expansion der Währungsreserven im letzten Jahr für die Weltwirtschaft? Hat sie zu einer übermäßigen Aufblähung der internationalen Liquidität geführt, die ähnlich einem exzessiven Geldmengewachstum auf nationaler Ebene die Gefahr verstärkter, weltweiter Inflationstendenzen in sich birgt?

Es ist schwer, diese Frage zu beantworten, ohne sich vorher darüber klar zu werden, was als angemessenes Niveau der internationalen Liquidität gelten könnte. Theoretisch könnte es als ein Niveau definiert werden, bei dem Zahlungsbilanzermäßigungen den wirtschaftspolitischen Expansionsspielraum der einzelnen Länder nicht so stark einschränken, daß sie die Weltwirtschaft mit deflationären Tendenzen belasten, aber doch bindend genug sind, um inflationäre Kräfte in Schach zu halten.

Es muß jedoch in diesem Zusammenhang betont werden, daß offizielle Währungsreserven nur ein Element der gesamten internationalen Liquiditätsposition eines Landes sind. Ein anderes ist die Fähigkeit des öffentlichen Sektors, sich konvertierbare Währung beschaffen zu können, entweder durch Kreditaufnahme im Ausland oder indem der private Sektor veranlaßt wird, Mittel im Ausland aufzunehmen und/oder im Ausland angelegte Mittel zu repatriieren. Andererseits müssen auch die tatsächlichen oder potentiellen Zahlungsverpflichtungen berücksichtigt werden, die ein Land aufgrund seiner kurzfristigen Auslandsverschuldung hat.

Freilich ist dieses umfassende Konzept der internationalen Liquiditätsposition eines Landes nicht leicht zu quantifizieren. Es hängt zu einem Großteil von einem mehr oder weniger nicht greifbaren Faktor ab: der internationalen Kreditwürdigkeit eines Landes. Nichtsdestoweniger steht ziemlich fest, daß dieser Zugang zu den internationalen Finanzmärkten für die meisten entwickelten Länder, deren Kreditwürdigkeit gewöhnlich außer Zweifel steht, die Bedeutung der Währungsreserven als Bestimmungsfaktor für die heimische Wirtschaftspolitik stark relativiert hat. Auf der anderen Seite stehen die hochverschuldeten Entwicklungsländer mit ernsthaften Zahlungsschwierigkeiten nach außen und ohne weiteren Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten. Hier könnte eine Zunahme der Währungsreserven, die als eine Art Sicherheit für eine zusätzliche Verschuldung genutzt werden können, unzweifelhaft die restriktiven wirtschaftspolitischen Zwänge abschwächen.

Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß die weltwirtschaftlichen Implikationen eines gegebenen, weltweiten Reservenwachstums von dessen regionaler Verteilung abhängen und daß das Konzept eines globalen Liquiditätsengpasses oder Überschusses nicht sehr praktikabel ist. Anders als in den späten siebziger Jahren, als das durch das amerikanische Zahlungsbilanzdefizit hervorgerufene Wachstum der Währungsreserven über die internationalen Finanzmärkte auf die nichtölproduzierenden Entwicklungsländer verteilt wurde, war im letzten Jahr der riesige Reservenzuwachs von wenigen Ausnahmen abgesehen stark auf die Industrieländer konzentriert. In den Entwicklungsländern

Offizielle Währungsreserven nur ein Element der internationalen Liquidität

Bedeutung der regionalen Verteilung der Reservehaltung



(ohne Taiwan) wurde die in Dollar gerechnete Zunahme der offiziellen Reserveaktiva mit Sicherheit durch den Verlust an internationaler Kaufkraft der amerikanischen Währung kompensiert; so veränderten sich, in SZR gerechnet, die Nichtgoldreserven dieser Länder – nach Rückgängen in den zwei Jahren davor – nicht nennenswert 1987.

In den Industrieländern (außer den USA) übten die massiven Zuflüsse an Währungsreserven vermutlich einen expansiven Einfluß auf die heimische Geldpolitik aus, aber es muß bezweifelt werden, ob das soviel höhere Reserveniveau als solches einen merklichen Effekt auf den zukünftigen wirtschaftspolitischen Kurs in diesen Ländern haben wird. Dies trifft insbesondere auf Japan und Deutschland zu, Länder, in denen die Preisstabilität eine hohe Priorität hat und wo die Reservepolster von Anfang an stattlich waren. Die hohen Reservebestände dieser Länder könnten eher dazu führen, daß eine fortwährende Reserveakkumulation politisch immer weniger akzeptabel wird und es daher schwerer sein könnte, weiteren Aufwertungen entgegenzutreten. Gleichzeitig könnte der Aufbau riesiger, zu einem großen Teil liquider Auslandsschulden in den Vereinigten Staaten letztendlich als wirtschaftspolitischer Hemmschuh wirken.

Innerhalb der Gruppe der Entwicklungsländer war das Reservenwachstum im letzten Jahr zum Großteil auf Taiwan konzentriert, ein Land, das sowieso schon ein ungewöhnlich hohes Reservepolster hat. Auch hier besteht die hauptsächlichste Bedeutung höherer Reservebestände eher darin, daß das Land leichter von der Notwendigkeit einer weiteren Aufwertung seiner Währung gegenüber dem US-Dollar überzeugt werden könnte – eine Entwicklung, die fast sicher in jedermanns Interesse wäre.

Kurz gesagt scheint die unmittelbare Gefahr gering zu sein, daß das wesentlich höhere Niveau der Weltwährungsreserven – ein Ergebnis der ungewöhnlich starken Zunahme im letzten Jahr – die Weltwirtschaft auf einen unangemessen expansiven Pfad führen wird. Ganz allgemein gesprochen ist das Problem nicht ein Zuviel oder Zuwenig an internationaler Liquidität, sondern der unzulängliche makroökonomische Anpassungsprozeß. In einem System, in dem das Reservenwachstum im wesentlichen endogen ist, sind eine übermäßige Liquiditätsschöpfung und ihre ungleiche Verteilung eher ein Symptom als die Ursache einer wirtschaftspolitischen Fehlanpassung. Das internationale Liquiditätsproblem kann daher nicht unabhängig von der generellen Notwendigkeit gesehen werden, die riesigen, weltweiten Ungleichgewichte durch entsprechende wirtschaftspolitische Maßnahmen und deren bessere internationale Koordination abzubauen.

Begrenzte Auswirkung des starken Reservenwachstums in den wichtigsten Industrieländern

Rasanten Reservenwachstum, ein Symptom einer unzulänglichen Anpassung

## VIII. Die Tätigkeit der Bank

### 1. Entwicklung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen

Im vergangenen Jahr hat die Bank wiederum ihre traditionelle Rolle bei der Förderung der internationalen Zusammenarbeit auf dem Gebiet der Währungspolitik wahrgenommen.

Die Bank war an den Arbeiten des Interimsausschusses des Gouverneursrats des Internationalen Währungsfonds für das internationale Währungssystem als Beobachter beteiligt. Sie nahm auch beobachtend an den Sitzungen der Finanzminister und der Zentralbankpräsidenten der 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 Notenbankgouverneure der Zehnergruppe organisierte die Bank nach wie vor periodisch stattfindende Zusammenkünfte von Zentralbankexperten zu einer Reihe von Themen. Die Bank stellte auch weiterhin das Sekretariat für verschiedene Ausschüsse und Expertengruppen.

Der Ständige Ausschuß für Euromarktangelegenheiten trat regelmäßig zur Beobachtung des Geschehens auf den internationalen Kredit- und Kapitalmärkten zusammen. Insbesondere diskutierte er Fragen im Zusammenhang mit der internationalen Schuldensituation und die Auswirkungen der letztjährigen Turbulenzen an den Finanzmärkten auf das internationale Bankensystem. Ferner besorgt die Bank weiterhin die zentrale Erfassung, Aufbereitung und Veröffentlichung statistischer Daten über Entwicklungen auf den internationalen Kredit- und Kapitalmärkten.

Der Ausschuß für Bankenbestimmungen und -überwachung („Basle Supervisors' Committee“) setzte seine Tätigkeit der Förderung der bankaufsichtlichen Zusammenarbeit im internationalen Bankwesen fort. Zu diesem Zweck beschäftigte sich der Ausschuß während eines großen Teils des Jahres mit der Erarbeitung von Vorschlägen für einheitliche Eigenkapitalmindeststandards, die für die größeren Banken in allen im Ausschuß vertretenen Länder gelten sollen. Nach Billigung der Vorschläge durch die Zentralbankpräsidenten wurden sie im Dezember in einem Konsultativpapier „Vorschläge für eine internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen“ mit der Bitte um Stellungnahme versandt. Ziel der Vorschläge ist es, die bestehenden unterschiedlichen nationalen Regelungen für die Messung der Eigenkapitalbasis durch einen einzigen, international anerkannten Standard zu ersetzen, um dadurch das internationale Bankensystem zu stärken und gleichzeitig eine



Ursache für Wettbewerbsverzerrungen zwischen den Banken, die sich aus unterschiedlichen Reglementierungen ergeben, zu beseitigen. Auf der Grundlage der Stellungnahmen der nationalen Bankenverbände und anderer Beteiligter wird der Ausschuß seine Vorschläge überarbeiten; er beabsichtigt, den Zentralbankpräsidenten im Sommer 1988 eine endgültige Übereinkunft zur Billigung vorzulegen.

Der Ausschuß der Zahlungsverkehrsexperten ist das Forum, innerhalb dessen die Zentralbanken der Zehnergruppe regelmäßig Informationen über Entwicklungen bei den Zahlungsmedien und -systemen in ihrem jeweiligen Land austauschen. Besondere Aufmerksamkeit widmete die Gruppe den aktuellen Entwicklungen auf dem Gebiet der Zahlungsüberweisungs- und Datenübermittlungsnetze und Wertpapier-Clearing-Systemen. Ferner führte sie eine Untersuchung über die Voraussetzungen für ein effizientes und sicheres nationales Zahlungsverkehrssystem durch.

Der Ausschuß der EDV-Fachleute prüfte im vergangenen Jahr vorrangig Fragen der Betriebssicherheit und Betriebskontinuität für den Fall eines Systemausfalls. Er analysierte die mit elektronischen Zahlungsverkehrssystemen einhergehenden Risiken und Maßnahmen, mit denen diese Risiken vermindert werden können.

Die Expertengruppe für Fragen monetärer und ökonomischer Datenbanken richtete auch im abgelaufenen Geschäftsjahr ihre Aufmerksamkeit auf die Funktionsweise und Weiterentwicklung einer Datenbank für die Zentralbanken der Zehnergruppe und die BIZ. Alle betroffenen Institute bemühten sich gemeinsam, ihre statistischen Daten zum internationalen Bankgeschäft in automatisierter Form zu melden, in mehreren Fällen mittels Telekommunikationsverbindung direkt an das BIZ-Rechenzentrum. Wichtige Fortschritte wurden auch bei der automatischen Zugriffsmöglichkeit für Zentralbanken auf die BIZ-Datenbank der Statistiken zum internationalen Bankgeschäft erzielt. Eine Überprüfung der zunehmenden Verwendung der makroökonomischen Blöcke der Datenbank durch die Gruppe diente als Grundlage für eine Identifikation der Bereiche, in denen eine breitere Erfassung von Datenreihen für Zentralbankvolkswirte und -statistiker von Nutzen wäre.

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. Die Unterausschüsse und Expertengruppen umfassen insbesondere:

- den Ausschuß der Stellvertreter der Zentralbankpräsidenten, der die Sitzungen der Zentralbankpräsidenten systematisch vorbereitet;
- eine Gruppe von Spezialisten für Angelegenheiten betreffend die Devisenmärkte und die Interventionspolitik auf diesen Märkten (seit Anfang 1976 variierte die Zusammensetzung dieser Gruppe je nach Gegenstand der Diskussion; sie war beispielsweise auf die 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 Finnland, 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 im Zusammenhang mit der Geldpolitik auszuarbeiten.

Im Geschäftsjahr 1987/88 galt ein Großteil der Tätigkeit des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten – und demzufolge seiner Unterausschüsse und Expertengruppen – zwei Fragenkomplexen:

- dem Funktionieren des EWS;
- den Folgerungen, die aus der vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs insbesondere für die Geldpolitik und das EWS zu ziehen sind.

Was den ersten Bereich anbelangt, führte der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten eine gründliche Überprüfung der Funktionsweise des EWS durch. Im September 1987 billigten die Gouverneure der EG-Zentralbanken, gestützt auf ihre Analyse, eine umfassende Strategie und Maßnahmen zur Stärkung des EWS, die allgemein als die „Übereinkunft von Basel/Nyborg“ bezeichnet werden. Als erstes kam man überein, den Spielraum für einen aktiveren, flexibleren und konzertierten Einsatz der den Zentralbanken zur Verfügung stehenden Instrumente, nämlich Wechselkursänderungen innerhalb der Schwankungsmargen, Zinssätze und Interventionen, auszunutzen. Um den wirksameren Einsatz dieser Instrumente zu fördern, hat der Ausschuß das Verfahren der gemeinsamen Überwachung der Wirtschaftsentwicklung und -politik ausgebaut, um so zu einer gemeinsamen Beurteilung der gegebenen Lage und geeigneter wirtschaftspolitischer Gegenmaßnahmen zu gelangen. Zweitens sind die EWS-Mechanismen in dreierlei Hinsicht ausgebaut worden:

- Die Laufzeit der sehr kurzfristigen Finanzierung ist um einen Monat ausgedehnt worden, so daß sich die Höchstdauer von zweieinhalb auf dreieinhalb Monate verlängert hat; der Plafond der automatischen Verlängerung dieser Finanzierungstransaktionen um drei Monate ist verdoppelt worden und entspricht nun 200% der Schuldnerquote der Zentralbanken im kurzfristigen Währungsbestand.
- Es besteht nun eine Vermutung, daß intramarginale Interventionen in EWS-Währungen, die mit Zustimmung der die Interventionswährung ausgebenden Notenbank vorgenommen werden, unter folgenden Voraussetzungen in die sehr kurzfristige Finanzierung über den EFVZ einbezogen werden können: a) die Finanzierung darf kumulativ das Doppelte der Schuldnerquote der Schuldnerzentralbank nicht übersteigen; b) die Schuldnerzentralbank ist bereit, auch ihre Eigenbestände in der Währung, die für Interventionszwecke verkauft werden soll, einzusetzen, und zwar in einer zu vereinbarenden Höhe; c) die Gläubigerzentralbank kann Rückzahlung in ihrer eigenen Währung verlangen, wobei sie die Reserveposition der Schuldnerzentralbank berücksichtigen wird.
- Die EG-Zentralbanken nehmen künftig ECU zum Ausgleich von offenen Forderungen aus der sehr kurzfristigen Finanzierung über ihre im EWS-Abkommen festgelegte Pflichtquote (50%) hinaus und bis zu 100% an, solange sich dadurch nicht eine unausgewogene Zusammensetzung der Reserven ergibt und keine übermäßigen Schuldner- und Gläubigerpositionen in ECU entstehen.



Hinsichtlich des zweiten Fragenkreises prüfte der Ausschuß den Vorschlag der Kommission für eine Richtlinie, die die vollständige Beseitigung aller in den EG-Ländern noch bestehenden Kapitalverkehrsbeschränkungen in den nächsten Jahren vorsieht. Die Stellungnahme des Ausschusses zu diesem Thema ist dem Rat der Europäischen Gemeinschaft im April 1988 zugegangen. Darüber hinaus prüft der Ausschuß Möglichkeiten zur Verbesserung der geldpolitischen Koordination unter den EG-Mitgliedsländern im Umfeld eines vollständig liberalisierten Kapitalverkehrs.

## 2. 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; da die letzte Anleihe im Geschäftsjahr 1985/86 zurückgezahlt wurde, sind alle nicht verwendeten Guthaben im Berichtsjahr der Kommission der Europäischen Gemeinschaft in Luxemburg zurückerstattet worden.

### *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 1987 bis 31. März 1988 waren die von den EWS-Zentralbanken in Währungen anderer Mitgliedsländer durchgeführten Interventionen wiederum bedeutend. Sie wurden alle innerhalb der Schwankungsmargen getätigt; einige gaben Anlaß zu über den EFWZ verbuchten Finanzierungs- und Saldenausgleichstransaktionen gemäß den von den EG-Zentralbankpräsidenten vereinbarten neuen Regeln (s. oben Abschnitt 1).

Das vom EFWZ über vierteljährliche Swappeschäfte mit jeder EG-Zentralbank ausgegebene ECU-Volumen stieg von ECU 44,8 Mrd. am 1. April 1987 auf

\* Eine Beschreibung von Struktur und Aufgaben des Fonds wurde im 54. Jahresbericht auf den Seiten 179–181 gegeben.

ECU 54,6 Mrd. am 31. März 1988, was zum Tageskurs gerechnet annähernd US-\$ 68,3 Mrd. entspricht. Diese Zunahme um beinahe ECU 10 Mrd. in einem Jahr war das Ergebnis von: a) Ersttransaktionen mit der Banco de España und der Banco de Portugal nach ihrem Beitritt zum EWS-Abkommen im Mai bzw. November 1987 und b) einer weiteren beträchtlichen Erhöhung der Dollarbeiträge der EG-Zentralbanken, welche die Zunahme ihrer Dollarreserven widerspiegelte und nur teilweise durch den abermaligen, erheblichen Rückgang des Kurses der US-Währung ausgeglichen wurde.

Die Überweisungen zwischen den ECU-Reservekonten der EG-Zentralbanken beliefen sich im Berichtszeitraum auf insgesamt ECU 6,1 Mrd.; sie betrafen hauptsächlich Mobilisierungsgeschäfte, den Ausgleich offener Salden im Rahmen der sehr kurzfristigen Finanzierung und freiwillige ECU-Rückkäufe mit dem Ziel, offene ECU-Nettopositionen zu reduzieren.

Was die Anleihe- und Darlehenstransaktionen der Gemeinschaft im Rahmen der Verordnungen (EWG) Nr. 682/81 und Nr. 543/85 des Rats betrifft (Einzelheiten s. 56. und 57. Jahresbericht, S. 188 bzw. 196), so nahm der Agent im Berichtszeitraum weiterhin von den Schuldner – Frankreich und Griechenland – die fälligen Zahlungen für Zinsen, Provisionen und Auslagen entgegen und leitete sie an die Anleihegläubiger der Gemeinschaft weiter. Er führte auch die finanziellen Transaktionen im Zusammenhang mit den folgenden, die Darlehen an Frankreich betreffenden Operationen durch:

- am Fälligkeitsdatum 15. Juli 1987 vollständige Rückzahlung der Gemeinschaftsanleihe von US-\$ 350 Mio. – in der Form von Inhaber-Notes 1983–87 zu 11% p.a. – und des entsprechenden Frankreich gewährten Kredits;
- am Fälligkeitsdatum 28. Juli 1987 Rückzahlung der ersten Tranche im Betrag von ECU 80 Mio. – in Form von Notes 1983–87 zu 11½% p.a. – der Gemeinschaftsanleihe von ECU 150 Mio. und des entsprechenden Frankreich gewährten Kredits.

Die folgende Tabelle gibt eine Übersicht über die per 31. März 1988 ausstehenden Gemeinschaftsdarlehen.

Ausstehende Gemeinschaftsdarlehen per 31. März 1988					
Schuldnerland	US-Dollar	D-Mark	Schweizer Franken	Yen	ECU
	Millionen				
Frankreich	590				70
Griechenland	400	830	227	25 000	700
Zusammen	990	830	227	25 000	770

*c) Agent des Verrechnungs- und Saldenausgleichssystems für private ECU*

Auch im vergangenen Geschäftsjahr übte die Bank ihre Tätigkeit als Agent des für private ECU errichteten Verrechnungs- und Saldenausgleichssystems gemäß den Bestimmungen des mit der ECU Banking Association (EBA) geschlossenen Abkommens aus. Wie schon im letzten Jahresbericht (S. 197) erwähnt, wurde



das ursprüngliche Abkommen zwischen der EBA und der Bank vom 21. März 1986 mit Wirkung vom 30. April 1987 durch ein Abkommen ersetzt, das einige Änderungen enthält, mit denen in erster Linie eine Erleichterung der täglichen Durchführung der Clearing-Geschäfte bezweckt wird.

Seit Mai 1987 steht das System neuen Mitgliedsbanken des Verbands offen; ihnen kann nach Einreichung eines förmlichen Gesuchs und aufgrund von gemeinsam von der EBA und der BIZ aufgestellten Kriterien von der EBA der Status einer Clearing-Bank eingeräumt werden. Die neuen Banken traten ab Juli 1987 dem System bei, im Durchschnitt etwa drei pro Monat, so daß am 31. März 1988 dreißig Banken am System teilnahmen.

### 3. Finanzhilfe für Zentralbanken

Neben ihren normalen Bankgeschäften war die Bank im Berichtsjahr an zwei öffentlich bekanntgegebenen Überbrückungskrediten beteiligt:

a) Im März 1987 wurde für die Banco Central de la República Argentina eine dreimonatige Überbrückungsfazilität im Gesamtbetrag von US-\$ 500 Mio. eingerichtet; US-\$ 275 Mio. stellte die BIZ und US-\$ 225 Mio. die US-Regierung zur Verfügung. Der Beitrag der BIZ war durch eine Garantie von elf Mitgliedszentralbanken abgesichert.

Wie im letztjährigen Geschäftsbericht dargelegt, war diese Fazilität einem IWF-Programm vorgelagert, das insbesondere eine Finanzhilfe im Rahmen der kompensatorischen Finanzierungsfazilität einschloß und bis spätestens 15. Juli 1987 in Kraft sein sollte.

Die gesamte Fazilität über US-\$ 500 Mio. wurde am 9. März 1987 beansprucht und am Verfallsdatum 15. Juli 1987 zurückgezahlt.

b) Am 30. Oktober 1987 erhielt die argentinische Zentralbank eine zweite Überbrückungsfazilität in gleicher Höhe für zwei Monate mit Fälligkeit 31. Dezember 1987. Diese Fazilität wurde bis zum Betrag von US-\$ 250 Mio. von der BIZ finanziert, wiederum mit der Garantie von elf Mitgliedszentralbanken, während die andere Hälfte im Betrag von US-\$ 250 Mio. von einem Konsortium zur Verfügung gestellt wurde, dem die US-Regierung und drei lateinamerikanische Zentralbanken (Banco de México, Banco Central del Uruguay und die kolumbianische Banco de la República) angehörten.

Bei der Bereitstellung dieser Überbrückungsfazilität wurden Finanzierungen berücksichtigt, die im Rahmen einer Übereinkunft mit dem IWF bereitgestellt werden sollten, sowie verschiedene Darlehen der Weltbank, die bis spätestens Ende Dezember 1987 verfügbar sein sollten.

Die Fazilität wurde der Banco Central de la República Argentina in einer einzigen Tranche im Betrag von US-\$ 475 Mio. zur Verfügung gestellt; sie wurde am 12. November 1987 beansprucht und im Laufe des Dezembers 1987 vollständig zurückbezahlt.

#### 4. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank vom 31. März 1988 stehen, mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen, am Ende dieses Berichts. Beide sind in Goldfranken\* erstellt.

Die Bilanzsumme per 31. März 1988 betrug	GFr. 38 150 580 292
gegenüber einer Vorjahressumme von	GFr. 29 944 209 515
Der Zuwachs belief sich somit auf	GFr. 8 206 370 777

oder 27%.

Diese abermalige Zunahme der Bilanzsumme ist die größte, die je in einem einzigen Geschäftsjahr verzeichnet wurde. Während sich jedoch in der Zunahme in den beiden vorhergehenden Geschäftsjahren vor allem ein Anstieg des Goldfrankenwerts der auf andere Währungen als den US-Dollar lautenden Bilanzposten widerspiegelte, beruhte die im gerade abgelaufenen Geschäftsjahr beobachtete Veränderung hauptsächlich auf dem Zugang neuer Einlagen in Währungen; der Einfluß von Wechselkursveränderungen – in Form eines weiteren Wertgewinns – war bescheiden.

Die neuen Mittel, die größtenteils im zweiten Halbjahr zufließen, bestanden hauptsächlich aus US-Dollars, D-Mark und japanischen Yen.

BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf Geschäftsjahren			
Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Bilanzsumme	Veränderung gegen Vorjahr	
	Millionen Goldfranken		Prozent
1984	21 276	+ 918	+ 5
1985	22 852	+ 1 576	+ 7
1986	26 558	+ 3 706	+ 16
1987	29 944	+ 3 386	+ 13
1988	38 151	+ 8 207	+ 27

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 Treuhänder im Zusammenhang mit internationalen Anleihen verwahrt oder verwaltet;
- Buchungsvorgänge, die sich, wie oben in Abschnitt 2 beschrieben, aus der Tätigkeit als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit ergeben;
- das für Rechnung von verschiedenen Einlegern verwahrte Gold. Am Ende des Geschäftsjahres 1987/88 belief sich dieser Posten umgerechnet auf GFr. 1 225 Mio. (verglichen mit GFr. 1 165 bzw. 1 155 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
1984	1 088	19 805	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
1988	1 335	35 658	1 158	38 151

### 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 Mio. aus dem Reingewinn von 1987/88 (gemäß Artikel 51 (3) der Statuten) GFr. 576 352 793  
verglichen mit vorher GFr. 550,4 Mio.

3. *Besonderer Dividenden-Reservefonds*

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 6 Mio. aus dem Reingewinn von 1987/88 (gemäß Artikel 51 (4) der Statuten) GFr. 31 530 055  
verglichen mit vorher GFr. 25,5 Mio.

4. *Freier Reservefonds*

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 33 Mio. aus dem Reingewinn von 1987/88 GFr. 401 530 236  
verglichen mit vorher GFr. 368,5 Mio.

Nach der Verwendung des Reingewinns von 1987/88 übersteigen die gesamten Reserven der Bank erstmals GFr. 1 Mrd. und betragen GFr. 1 039 483 397

Am 31. März 1987 waren die Reserven auf GFr. 974,5 Mio. erhöht worden; sie weisen somit einen Zuwachs von GFr. 65 Mio. auf.

### B. Fremdmittel

In den beiden folgenden Tabellen sind die Fremdmittel der Bank nach Herkunft bzw. Sachkategorien und Restlaufzeit gegliedert.

BIZ: Fremdmittel (Herkunft)			
Herkunft	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1987	1988	
Millionen Goldfranken			
Einlagen von Zentralbanken	26 229	34 507	+ 8 278
Einlagen von anderen Einlegern	1 397	1 151	- 246
Zusammen	27 626	35 658	+ 8 032

Wie aus dieser Tabelle ersichtlich ist, sind die „Einlagen von Zentralbanken“ beträchtlich angestiegen, nämlich um 31,6%; die Ausweitung der Bilanzsumme der Bank ist zum größeren Teil auf diesen Anstieg zurückzuführen.

Im Rückgang der Einlagen von „anderen Einlegern“ spiegelt sich eine Abnahme der Einlagen verschiedener internationaler Organisationen wider.

Der Anteil der Einlagen von Zentralbanken an den gesamten Fremdmitteln stieg somit von 94,9% am Ende des Vorjahres auf 96,8%. Der Anteil der Einlagen von anderen Einlegern ging entsprechend von 5,1 auf 3,2% zurück.

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
	1987	1988		1987	1988		1987	1988	
Millionen Goldfranken									
Auf Sicht	4 526	4 466	-60	1 636	2 240	+ 604	6 162	6 706	+ 544
Bis zu 3 Monaten	8	8	0	20 866	27 125	+ 6 259	20 874	27 133	+ 6 259
Mehr als 3 Monate				590	1 819	+ 1 229	590	1 819	+ 1 229
Zusammen	4 534	4 474	-60	23 092	31 184	+ 8 092	27 626	35 658	+ 8 032

Die in Form von Gold verfügbaren Fremdmittel gingen wegen einer Abnahme der Sichteinlagen in Gold zurück.

Andererseits war bei allen Währungseinlagen ein Anstieg zu verzeichnen, insbesondere bei den Einlagen mit einer Restlaufzeit von bis zu drei Monaten.



Nachdem die Einlagen mit einer Restlaufzeit von mehr als drei Monaten drei Jahre hintereinander zurückgegangen waren, nahmen sie dieses Mal deutlich zu.

Der Anteil der Goldeinlagen (vorwiegend Sichteinlagen) an den gesamten Fremdmitteln betrug 12,5% und jener der Währungseinlagen 87,5%, verglichen mit 16,4 bzw. 83,6% am Ende des Geschäftsjahres 1986/87.

Eine Analyse der verschiedenen Einlagekategorien zeigt, daß der Anteil der Sichteinlagen an den gesamten Fremdmitteln 18,8% (31. März 1987: 22,3%), jener der Einlagen mit einer Laufzeit von bis zu drei Monaten 76,1% (vorher: 75,6%) und jener der Einlagen mit einer Laufzeit von mehr als drei Monaten 5,1% (vorher: 2,1%) betrug.

a) *Goldeinlagen* GFr. 4 473 626 267

verglichen mit GFr. 4 534 Mio. ein Jahr zuvor, was einem Rückgang um GFr. 60 Mio. entspricht, der zur Gänze auf einer Abnahme der Sichteinlagen beruhte.

b) *Währungseinlagen* GFr. 31 184 049 767

verglichen mit GFr. 23 092 Mio. ein Jahr zuvor, was einem Anstieg um GFr. 8 092 Mio. oder 35% entspricht. Zu einem großen Teil war für diesen Anstieg eine erneute Zunahme der Einlagen in US-Dollar verantwortlich, die in diesem Geschäftsjahr besonders ausgeprägt war. Auch die Einlagen in D-Mark und Yen erhöhten sich spürbar.

Aus der vorstehenden Tabelle geht hervor, daß die Währungseinlagen aller drei Laufzeitenkategorien zunahmen.

### C. *Sonstige Verbindlichkeiten*

a) *Vorsorgesystem des Personals* GFr. 1 115 992 603

verglichen mit GFr. 97,5 Mio. ein Jahr zuvor. Dieser Posten erschien erstmals per 31. März 1987 in der Bilanz und stellt den Goldfrankengegenwert der Verpflichtung der Bank aus dem Pensionssystem des Personals dar, die in Schweizer Franken besteht.

b) *Verschiedenes* GFr. 1 010 788 081

verglichen mit GFr. 925,9 Mio. am 31. März 1987.

Ein großer Teil der Zunahme dieses Postens geht auf den Anstieg des Goldfrankenwerts der auf andere Währungen als den US-Dollar lautenden Bestandteile dieses Postens zurück.

c) *Gewinn- und Verlustrechnung (vor Gewinnverwendung)* GFr. 95 937 052

Dieser Betrag ist der Reingewinn aus dem Geschäftsjahr 1987/88.

Die detaillierten Vorschläge zur Verwendung des Reingewinns gemäß Artikel 51 der Statuten sind im Abschnitt 5 dieses Kapitels enthalten. Sie sehen die Verwendung von GFr. 30 937 052 (Vorjahr: GFr. 25 081 090) für die am 1. Juli 1988 zu zahlende Dividende von SFr. 175 je Aktie vor. 1987 war eine Dividende von SFr. 155 je Aktie gezahlt worden.

## Aktiva (Mittelverwendung)

In der folgenden Tabelle sind die wichtigsten Aktiva nach Sachkategorien zusammengestellt.

BIZ: Aktiva (Sachkategorien)						
Aktiva	Ende des Geschäftsjahres am 31. März				Veränderung	
	1987		1988			
Millionen Goldfranken						
Kassenmittel						
Gold	5 072		4 981		- 91	
Währungen	16	5 088	15	4 996	- 1	- 92
Schatzwechsel						
Währungen		558		1 952		+1 394
Terminguthaben und Kredite						
Gold	117		145		+ 28	
Währungen	21 064	21 181	26 888	27 033	+5 824	+ 5 852
Staats- und andere Wertpapiere						
Währungen		3 111		4 165		+1 054
Zusammen						
Gold	5 189		5 126		- 63	
Währungen	24 749	29 938	33 020	38 146	+8 271	+ 8 208

a) *Gold* GFr. 4 980 714 027

verglichen mit GFr. 5 072 Mio. am 31. März 1987, was eine Abnahme um GFr. 91 Mio. bedeutet.

In dieser Veränderung zeigt sich der Rückgang der Goldbestände der Zentralbanken und zu einem kleineren Teil die Zunahme der am Markt getätigten Goldanlagen.

b) *Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken* GFr. 14 474 885

verglichen mit vorher GFr. 16 Mio.

c) *Schatzwechsel* GFr. 1 951 979 207

verglichen mit GFr. 558 Mio. am 31. März 1987.

Dieses Portefeuille, das im Vorjahr verringert worden war, wurde deutlich aufgestockt, nämlich um GFr. 1 394 Mio. Die Schatzwechsel wurden auf verschiedenen Märkten erworben.

d) *Terminguthaben und Kredite* GFr. 27 033 004 510

verglichen mit vorher GFr. 21 181 Mio., was eine Zunahme von GFr. 5 852 Mio. ergibt.

Die Zunahme dieses Postens ist unmittelbarer Ausdruck der beträchtlichen Zunahme der Fremdmittel in Währungen.



Entsprechend der Währungszusammensetzung der neu erhaltenen Mittel entfiel der größte Anteil der Neuanlagen auf den US-Dollar, gefolgt von der D-Mark und dem Yen.

Ein deutlicher Rückgang bei den SZR-Anlagen ist darauf zurückzuführen, daß der Internationale Währungsfonds einen großen Teil der ihm von der Bank 1984 gewährten Fazilität von SZR 2 505 Mio. zurückgezahlt hat.

e) *Staats- und andere Wertpapiere* GFr. 4 165 282 966

Dieses Portefeuille, das sich um mehr als GFr. 1 Mrd. ausweitete, hatte am 31. März 1987 GFr. 3 111 Mio betragen. Es besteht aus Wertpapieren öffentlicher und privater Schuldner, die auf verschiedenen Märkten erworben wurden.

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“ sowie „Staats- und andere Wertpapiere“ nach Restlaufzeit			
Restlaufzeit	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1987	1988	
	Millionen Goldfranken		
Bis zu 3 Monaten	20 088	26 385	+ 6 297
Mehr als 3 Monate	4 204	4 813	+ 609
Zusammen	24 292	31 198	+ 6 906

Der Anteil der Anlagen mit einer Restlaufzeit von bis zu drei Monaten, der im Jahr davor auf 82,7% abgenommen hatte, belief sich auf 84,6% und erreichte so wieder den gleichen prozentualen Wert wie am 31. März 1986.

Die Anlagen mit einer Restlaufzeit von mehr als drei Monaten stellten 15,4% der Gesamtanlagen, verglichen mit 17,3% am 31. März 1987.

f) *Verschiedenes* GFr. 5 124 696

verglichen mit GFr. 6 Mio. am 31. März 1987.

#### *Goldtermingeschäfte*

Diese Geschäfte erscheinen in der Bilanz in Anmerkung 2. Sie ergaben einen positiven Saldo von GFr. 10 317 182 verglichen mit einem zuvor ebenfalls positiven Saldo von GFr. 7 Mio.

Die Zunahme dieses Postens beruhte auf dem Abschluß eines neuen Swapgeschäfts in per Kasse gegen Währungen geliefertem Gold.

## 5. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1988 abgelaufene achtundfünfzigste Geschäftsjahr schloß mit einem Geschäftsertrag von GFr. 118 901 393 (im Vorjahr: GFr. 95 214 480).

Die Hauptfaktoren für dieses verbesserte Ergebnis waren wiederum das höhere Volumen der der Bank für Anlagen zur Verfügung stehenden Mittel und Gewinne aus Wertpapiergeschäften.

Der Geschäftsertrag ergibt sich nach Abzug von GFr. 28 821 525 für Verwaltungskosten, die hauptsächlich wegen des gestiegenen Goldfrankenwerts des Schweizer Frankens – der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank anfallen – um 18% gegenüber dem Vorjahr anstiegen; in Schweizer Franken gerechnet erhöhten sich die gesamten Verwaltungskosten um weniger als 2%.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, GFr. 964 341 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten zuzuweisen und – mittels Zuweisung von weiteren GFr. 22 000 000 – eine neue „Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung“ zu schaffen, deren Hauptzweck die Deckung der Kosten von Investitionsvorhaben ist; diese wachsen ständig, da das Bankgebäude älter wird und der technologische Fortschritt das Veralten von Anlagen beschleunigt. Nach diesen beiden Zuweisungen beträgt der Reingewinn GFr. 95 937 052, verglichen mit GFr. 91 081 090 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. 95 937 052 wie folgt zu verwenden:

- GFr. 30 937 052 zur Zahlung der Dividende von SFr. 175 je Aktie;
- GFr. 26 000 000 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
- GFr. 6 000 000 zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds;
- GFr. 33 000 000 – 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 1988 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1988 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 1988 und ihres Gewinns für das an diesem Tag endende Geschäftsjahr geben. Der Bestätigungsvermerk steht am Ende der Bilanz.

## 6. Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion

In der Verwaltungsratssitzung vom 10. November 1987 erinnerte Herr Jean Godeaux daran, daß seine dreijährige Amtszeit als Vorsitzender des Verwaltungsrats und Präsident der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich am



31. Dezember 1987 ablaufe, und gab seinen Entschluß bekannt, diese Ämter niederzulegen. Herr Prof. Paolo Baffi sprach, in seiner Eigenschaft als amtsältestes Verwaltungsratsmitglied, Herrn Godeaux den tiefempfundenen Dank des Verwaltungsrats für sein hervorragendes Wirken im Dienste der Bank und seinen bedeutenden Beitrag zur Förderung der Zusammenarbeit der Zentralbanken aus. Der Verwaltungsrat wählte sodann gemäß Artikel 38 der Statuten Herrn Dr. W.F. Duisenberg, Präsident der Niederländischen Bank, mit Wirkung vom 1. Januar 1988 für eine Amtszeit von drei Jahren zum Vorsitzenden des Verwaltungsrats und Präsidenten der BIZ.

Herr Prof. Paolo Baffi, dessen Verwaltungsratsmandat am 7. November 1987 abgelaufen wäre, wurde im September 1987 gemäß Artikel 27 Ziffer 2 der Statuten von Herrn Dr. Ciampi, Gouverneur der Banca d'Italia, für weitere drei Jahre bis zum 7. November 1990 in den Verwaltungsrat berufen.

Desgleichen wurde Herr Dr. Johann Schöllhorn im Dezember 1987, vor Ablauf seines Verwaltungsratsmandats am 31. Dezember 1987, gemäß Artikel 27 Ziffer 2 der Statuten von Herrn Pöhl, Präsident der Deutschen Bundesbank, für weitere drei Jahre bis zum 31. Dezember 1990 in den Verwaltungsrat berufen.

In der Verwaltungsratsitzung vom 9. Februar 1988 wurde Baron de Strycker, dessen Verwaltungsratsmandat am 29. Februar abgelaufen wäre, gemäß Artikel 27 Ziffer 2 der Statuten von Herrn Godeaux, Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, für eine weitere Periode von drei Jahren bis zum 28. Februar 1991 in den Verwaltungsrat berufen.

Herr Dr. W.F. Duisenberg, der aufgrund von Artikel 27 Ziffer 3 der Statuten in den Verwaltungsrat gewählt worden war, wurde vor Ablauf seines am 31. März 1988 endenden Mandats in der Verwaltungsratsitzung vom 8. März 1988 für weitere drei Jahre bis zum 31. März 1991 wiedergewählt.

Herr Pierre Languetin trat Ende April 1988 von seinem Amt als Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank zurück und legte gleichzeitig seinen Sitz im Verwaltungsrat der BIZ nieder. In der Verwaltungsratsitzung vom 12. April 1988 dankte der Vorsitzende Herrn Languetin für die außerordentlich wertvollen Dienste, die er der Bank während seiner Amtszeit von mehr als drei Jahren geleistet hat. In derselben Sitzung wurde Herr Dr. Markus Lusser, der zum Nachfolger von Herrn Languetin als Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank ernannt worden war, gemäß Artikel 27 Ziffer 3 der Statuten für die Dauer der noch nicht abgelaufenen Amtszeit von Herrn Languetin, d.h. bis zum 31. März 1989, in den Verwaltungsrat gewählt.

In der Verwaltungsratsitzung vom 10. Mai 1988 gab der Vorsitzende bekannt, daß Herr Leigh-Pemberton für den Fall der Abwesenheit von Herrn A.D. Loehnis zu seinem Stellvertreter Herrn L.D.D. Price ernannt hatte, der damit Herrn J.E.W. Kirby ablöste. Der Vorsitzende würdigte im Namen der Bank Herrn Kirbys hervorragende Arbeit.

Am 31. Dezember 1987 trat Herr Paul Hauser, Beigeordneter Direktor im Generalsekretariat, und am 31. Mai 1988 Herr Robert Chaptinel, Stellvertretender Direktor in der Bankabteilung, nach mehr als sechsunddreißig bzw. vierzig Jahren wertvollen und hingebungsvollen Einsatzes für die Bank in den Ruhestand.

In der Verwaltungsratssitzung vom 8. März 1988 teilte der Vorsitzende mit, daß die Bank beschlossen hatte, mit Wirkung vom 1. April 1988 die Herren Dr. H.W. Mayer und Dr. Kurt Spinnler zu Stellvertretenden Direktoren sowie die Herren Jean-Claude Dagassan, P.C. Bridge und Tullio Pollonio zu Beigeordneten Direktoren zu befördern.

Mit tiefem Bedauern nahm die Bank Kenntnis vom Ableben von Lord Cobbold am 1. November 1987, von Herrn Dr. Edwin Stopper am 17. Februar 1988 und von Herrn Dr. M.W. Holtrop am 1. April 1988. Lord Cobbold war von März 1949 bis Juni 1961 Gouverneur der Bank of England und Ex-officio-Mitglied des Verwaltungsrats gewesen. Zuvor, von November 1934 bis Februar 1949, hatte er dem Verwaltungsrat als Stellvertretendes Mitglied angehört. Herr Dr. Stopper war von September 1966 bis April 1974 Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank und Mitglied des Verwaltungsrats der BIZ gewesen. Herr Dr. Holtrop war von April 1946 bis April 1967 Präsident der Niederländischen Bank gewesen. Von Juli 1946 bis Juni 1967 gehörte er dem Verwaltungsrat der BIZ an; von Juli 1958 bis Juni 1967 war er dessen Vorsitzender und Präsident der BIZ.



## Schlußbemerkungen

Ein Rückblick auf das vergangene Jahr zeigt, wie schon im Kapitel I festgestellt wurde, daß uns fast alle schwerwiegenden Probleme der Wirtschaftspolitik von vor einem Jahr auch heute noch beschäftigen. Aus der Sicht der Zentralbanken ragen hauptsächlich die nach wie vor hohen Zahlungsbilanzungleichgewichte innerhalb der Gruppe der Industrieländer heraus. Für die Zukunft stellt sich nun die Frage, ob dieses Ungleichgewicht noch immer dieselben Risiken für finanzielle Stabilität und inflationsfreies Wachstum in sich birgt wie vor einem Jahr und, wenn ja, wie diese Gefahren möglichst gering gehalten werden können. Und welchen anderen Problemen muß sich die Wirtschaftspolitik stellen?

Die Brisanz dieser Fragen trat bei der jüngsten Entwicklung auf den Finanzmärkten deutlich zutage. Nach einer Phase relativer Ruhe in den ersten zwei Monaten dieses Jahres haben die Märkte wieder daran erinnert, daß Stabilisierung keine Selbstverständlichkeit ist. Von gelegentlichen Ausnahmen abgesehen zeigen die langfristigen Zinsen in den USA seit Anfang März wieder eine steigende Tendenz, und die langfristigen DM-Zinsen ziehen seit Mitte April nach. Die Aktienmärkte gerieten mehr als einmal unter Druck, und zeitweise notierte der Dollar schwach. Ganz allgemein blieben die Finanzaktiva von Tag zu Tag starken Kursschwankungen unterworfen. Zwar haben sich die Zentralbanken dem Abgleiten des Dollars erfolgreich widersetzt und seine kurzfristige Volatilität eingedämmt, und keine andere Störung war bisher auch nur im entferntesten im Ausmaß oder Tempo mit jener vom letzten Jahr vergleichbar, doch alle diese Entwicklungen zeigen, wie unsicher die Marktteilnehmer noch immer über die Perspektiven wichtiger makroökonomischer Schlüsselgrößen wie Preissteigerungsraten oder des Dollarwechsellurses sind. Darüber hinaus fragen sich zumindest einige von ihnen, ob die Märkte nicht in eine ähnliche Richtung weisen wie schon im Frühjahr 1987.

Zweifellos wird diese Unsicherheit nicht unerheblich von den Leistungsbilanzungleichgewichten zwischen den USA, Japan und der Bundesrepublik Deutschland genährt. Diese haben zwar – auch in Dollar gerechnet – ihre Spitzenwerte überschritten, sie sind aber gemessen an historischen Standards immer noch hoch und werden es vermutlich auch bleiben. Da die ausländischen Anleger eine so gewichtige Rolle auf den amerikanischen Anleihemärkten spielen, beeinflußt die Hartnäckigkeit der Ungleichgewichte direkt das Ausmaß der Unsicherheit über den zukünftigen Verlauf der langfristigen US-Zinsen sowie offensichtlich nicht unerheblich die Vorstellungen über die weitere Entwicklung des Dollarkurses. Das Leistungsbilanzdefizit der USA ist aber auch ein wichtiges Symptom für erkennbare inländische Ungleichgewichte: auf der Finanzierungsebene eine private Ersparnisbildung, die nicht ausreicht, das Haushaltsdefizit zu finanzieren, und auf der realwirtschaftlichen Ebene eine nach wie

vor lebhaft inländische Ausgabentätigkeit, die zusammen mit der erwünschten Zunahme der Exporte die Wirtschaft immer mehr an ihre Kapazitätsgrenze treibt. Hieraus entstehen Inflationserwartungen, die wiederum die Kurse festverzinslicher Wertpapiere beeinflussen. Schließlich hegen die Marktteilnehmer in einer solchen Lage Befürchtungen über die Reaktionen der Wirtschaftspolitiker (oder deren Untätigbleiben), und zwar sowohl in den USA als auch in den Überschußländern, was der Entwicklung auf den Finanz- und Devisenmärkten ein weiteres Element der Unsicherheit zufügt. Jeder, der die Richtigkeit dieser Feststellungen bezweifelt, sollte einmal an einem Händlerbildschirm beobachten, wie schnell und stark die Kurse von Finanzaktiva und Devisen auf Neuigkeiten zum amerikanischen Außenhandelsdefizit, Daten zur Beschäftigungslage, Inflationsindikatoren und Kommentare von Wirtschaftspolitikern großer Industrieländer reagieren. Unter solchen Umständen ist es verständlich, daß viele Marktteilnehmer angesichts des im Vergleich zum Vorjahr nur wenig veränderten Dollarwerts der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte der Versuchung erliegen, eine Beurteilung der Lage auf der Basis einer Analogie zur Abfolge der Ereignisse, die schließlich im 19. Oktober gipfelten, vorzunehmen.

Höchstwahrscheinlich schätzen sie die Dinge falsch ein, und zwar nicht einfach deshalb, weil sich geschichtliche Abläufe niemals genau wiederholen, sondern aus recht konkreten Gründen. In den letzten zwölf Monaten haben sich viele Dinge geändert, so daß sich die ökonomischen Rahmenbedingungen heute deutlich von denen unterscheiden, die vor einem Jahr bestanden. Diejenigen allerdings, die eng umgrenzte Fragestellungen mit sauberen Lösungen schätzen, werden allerdings enttäuscht, denn keine der eingetretenen Veränderungen war ausschließlich positiv. Die Fortschritte in der realen außenwirtschaftlichen Anpassung haben sich insgesamt gefestigt, wenn auch die Anpassung der USA im Inland nicht ausreichend erscheint; in der Zeit nach dem Börsenkrach haben Märkte und Finanzinstitute ihre Standfestigkeit unter Beweis gestellt, aber der Crash selbst warf Fragen auf, die es zu beantworten gilt; die staatlichen Instanzen haben ihre Fähigkeit, mit Krisen umzugehen, und auch ihre Bereitwilligkeit zur Kooperation gezeigt, auch wenn die Kooperation auf dem Gebiet der Finanzpolitik nicht an die Erfolge heranreichte, die bei der Kooperation auf den Devisenmärkten und in der Geldpolitik erzielt wurden; die der internationalen Schuldenlage innewohnende Gefahr für die weltweite finanzielle Stabilität wurde gemindert, aber die Schuldenlast beeinträchtigt immer noch aufs schwerste die Chancen der meisten Schuldnerländer, sich wirtschaftlich zu erholen; schließlich haben sich die Wachstumsaussichten der Industrieländer verbessert, aber es lebten, zu Recht oder zu Unrecht, auch Inflationserwartungen wieder auf. Im folgenden soll auf jede der hier genannten Entwicklungen kurz eingegangen werden.

Für den Anpassungsprozeß ist eine der bedeutendsten und erfreulichsten Neuheiten des Jahres 1987 die breit fundierte statistische Bestätigung der ermutigenden Fortschritte bei der Entwicklung der realen Größen. Nachdem das Handelsbilanzdefizit der USA (ohne Öl) 1986 real gerechnet noch um \$ 21½ Mrd. gestiegen war, nahm es 1987 um mehr als \$11½ Mrd. ab – hauptsächlich als Ergebnis des sprunghaften Anstiegs der realen Fertigwarenausfuhren von 16%, was das Zweieinhalbfache des entsprechenden geschätzten



Exportmarktwachstums der USA war. Die internationale Wettbewerbsfähigkeit der amerikanischen Industrie hat sich offensichtlich stark verbessert. Japans realer Außenhandelsüberschuß (ohne Öl), der schon 1986 um \$ 20½ Mrd. zurückgegangen war, schrumpfte 1987 um weitere \$ 14½ Mrd. – ein Rückgang, der noch höher ausfällt, wenn man die außergewöhnlich hohen Importe von Warengold im Jahr 1986 außer acht läßt. Deutschlands Handelsbilanzüberschuß (ohne Öl) nahm in jedem der letzten beiden Jahre, zu konstanten Durchschnittswerten in Dollar gerechnet, um ca. \$ 6 Mrd. ab. Die Entwicklung der realen Austauschverhältnisse hat viel von diesem Anpassungsprozeß überdeckt, aber sie wird sich nicht ewig fortsetzen, und mindestens eine geringe weitere Verminderung der in Dollar gerechneten Ungleichgewichte ist vom heutigen Standpunkt aus gesehen schon sicher.

Die Einschränkung „mindestens eine geringe“ muß angesichts der unterschiedlichen Erfolge der jeweiligen inländischen Anpassungsmaßnahmen, die den realen außenwirtschaftlichen Anpassungsprozeß unterstützen, leider hinzugefügt werden. In Japan waren diese Maßnahmen sehr erfolgreich; dort erreichte das Wachstum der Inlandsnachfrage im letzten Quartal 1987 fast 7% im Vorjahresvergleich. In Deutschland waren die Ergebnisse sehr viel bescheidener: Dieselbe Größe wuchs nur um 3%. Das Hauptproblem scheint in den USA zu liegen, wo die Dynamik der Inlandsnachfrage angesichts des hohen Auslastungsgrads der Kapazitäten im exportgüterproduzierenden Gewerbe weitere restriktive finanzpolitische Maßnahmen erfordert, die weit über das hinausgehen, was bereits realisiert worden ist. Gelingt dies nicht, so wird der Rückgang des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits weiterhin gering ausfallen.

Das Hauptereignis auf den Finanzmärkten im letzten Jahr – der Börsenkrach in den USA, gefolgt von einer schnellen, allgemeinen und steilen Abwärtsbewegung der Aktienkurse auf der ganzen Welt (außer in Japan) – erfordert drei Kommentare. Erstens haben sich die Aktienkurse außer in Japan deutlich unterhalb ihrer früheren Höchstwerte eingependelt und scheinen nun nicht mehr so empfindlich auf Schocks in Form von „schlechten Nachrichten“ zu reagieren. Zweitens haben die Märkte eine bemerkenswerte Elastizität bewiesen: Sie haben sich im großen und ganzen entgegen den Erfahrungen der Vergangenheit relativ schnell auf einem niedrigeren Niveau stabilisiert. Zwar waren die Kursrückgänge alarmierend groß und über die ganze Welt verbreitet, aber die nachfolgenden Ereignisse haben die Befürchtungen panikartiger Reaktionen, die einen Bestandteil der Krisenszenarien ausmachten, nicht bestätigt. Trotz schwerer Verluste haben die Wertpapierhäuser den Sturm relativ gut überstanden; und, was vielleicht noch wichtiger ist, es ergaben sich – von einigen geringfügigen Ausnahmen abgesehen – weder für einzelne Banken noch für das Bankensystem insgesamt tiefgreifende Probleme. Drittens haben jedoch sowohl das Tempo als auch die trotz unterschiedlicher fundamentaler Faktoren und Preisgewinnverhältnissen erfolgte „Globalisierung“ der Reaktionen Fragen aufgeworfen, für die eine Antwort noch aussteht und die für Marktteilnehmer, Regierungen und Aufsichtsbehörden gleichermaßen eine Herausforderung darstellen.

Die Antwort der geldpolitischen Instanzen auf den Börsenkrach war prompt und wirkungsvoll – und zwar derart, daß Historiker genügend Stoff für

eine Debatte darüber haben werden, ob die Stabilisierung der Kurse einer automatischen Bremsfunktion des Marktes oder der sofortigen Liquiditätsversorgung (und einigen direkten Eingriffen) der Zentralbanken an den Tagen unmittelbar nach dem Crash zuzuschreiben ist. Wahrscheinlich hat beides eine Rolle gespielt, was ebenfalls ein erfreulicher Umstand ist – ebenso wie die Tatsache, daß aktive, sichtbare und koordinierte Devisenmarktinterventionen die exzessive Volatilität des Dollarkurses immer wirksamer gedämpft und dem Abwertungsdruck auf der amerikanischen Währung entgegengewirkt haben. Diese Effektivität dürfte zum Teil darauf zurückzuführen sein, daß Devisenmarkttransaktionen immer mehr vom Trading dominiert werden und die Händler aus guten Gründen kurze Entscheidungshorizonte haben. In diesem Umfeld können Zentralbankinterventionen, auch wenn sie sich in Relation zu den Umsätzen am Markt eher bescheiden ausnehmen, ziemlich wirkungsvoll sein, sogar über die traditionelle Signalwirkung hinaus. Dies heißt freilich nicht, daß man von Interventionen allein eine Stabilisierung der Wechselkurse erwarten kann. Die Abstimmung der Geldpolitik hat Fortschritte gemacht, auch wenn die Grenzen einer Koordinierung, die auf die Geldpolitik beschränkt bleibt, durch den unzureichenden Kontrast zwischen amerikanischer und deutscher Fiskalpolitik offenkundig geworden sind.

Der Zeitablauf hat dazu beigetragen, die Gefahren für die weltweite Stabilität der Finanzmärkte, die von der internationalen Verschuldungssituation ausgehen, zu mildern. Das Engagement der Banken in den Problemschuldnerländern ist seit einigen Jahren in Relation zu ihrem Eigenkapital gesunken, und viele von ihnen konnten beträchtliche Rückstellungen zur Absicherung von Länderrisiken bilden. Der Zeitablauf, so muß man zugeben, ist nicht im selben Maße den Schuldnerländern zugute gekommen. Zwar hat sich ihre zusammengefaßte Leistungsbilanz erheblich verbessert, und zumindest einige von ihnen vermochten ihre Währungsreserven etwas aufzustocken, aber insgesamt hat sich ihre Fähigkeit, ihre Schulden zu bedienen, nicht in dem Maße verbessert, das sie hoffen lassen könnte, in der absehbaren Zukunft wieder so kreditwürdig zu werden, um ihre Sachkapitalbildung forcieren zu können. Dennoch sind die Jahre seit 1982 nicht nutzlos verstrichen. Bei den Schuldnerländern ist die Einsicht gewachsen, daß die Schwierigkeiten mit ihren Außenschulden Teil ihrer größeren inneren Probleme sind. Viele von ihnen, vor allem die Länder mit mittlerem Einkommensniveau, sind offenbar bereit, ihre Strategie zur wirtschaftlichen Entwicklung ihrer Länder zu überdenken und hierbei die weltweit gemachten Erfahrungen über die förderliche Rolle der Marktmechanismen miteinzubeziehen. Diese Länder profitieren möglicherweise auch von den im Verlauf der letzten zwölf Monate intensiver gewordenen „Lernprozessen“ der Gläubiger – von deren größerer Bereitschaft, die Probleme beim Namen zu nennen und Verluste abzuschreiben, wenn es in ihrem eigenen Interesse wie auch im Interesse der Schuldner zu liegen scheint.

Das Wachstum der Gruppe der Industrieländer hat sich seit dem Frühjahr 1987 verbessert, und die Aussichten sind ebenfalls besser als noch vor einem Jahr. Dies ist jedoch nicht nur positiv zu beurteilen. Bemerkenswert war die kräftige Belebung der wirtschaftlichen Aktivität in Japan; der starke Anstieg der Inlandsnachfrage in den USA (weniger im Vergleich zum Ausgabenwachstum in



den Überschußländern als in Relation zur Kapazitätsauslastung) ist nicht so erfreulich – nicht nur wegen der Zahlungsbilanzprobleme, sondern auch wegen des darin liegenden Inflationspotentials. Die hausgemachte Inflation war in den Vereinigten Staaten bisher erstaunlich gering, bedenkt man den Verfall des Außenwerts des Dollars, die wachsenden Kapazitätsengpässe und die ständig abnehmende Arbeitslosigkeit. Auf die Fortsetzung dieser günstigen Umstände zu hoffen, wäre allerdings keine sehr weise Politik, vor allem angesichts steigender Rohstoffpreise und im Hinblick auf noch nicht wirksam gewordene Effekte aus der bisherigen Abwertung des Dollars. Die amerikanischen Anleihemärkte haben seit Anfang März Warnsignale in diese Richtung ausgesandt. Diese besondere Lage der Dinge besteht nicht in Japan oder der Bundesrepublik Deutschland, aber beide Länder mußten eine sehr rasche Ausweitung ihrer inländischen Liquidität hinnehmen – und zwar praktisch nach jedem Maßstab. Dennoch sind in jüngster Zeit die langfristigen Zinsen, vor allem in Deutschland, gestiegen – eine Tatsache, die nicht von vornherein als unerheblich hingestellt werden kann. Möglicherweise hat diese Entwicklung etwas damit zu tun, daß deutsche Anleger mit stabilen Wechselkursen innerhalb Europas rechnen. Es kann auch bedeuten, daß die Marktteilnehmer – zu Recht oder zu Unrecht – nicht glauben, daß die gegenwärtige Preisstabilität in Zukunft Bestand haben wird.

Aus dieser Zusammenfassung der Ereignisse, die neue Rahmenbedingungen für die Entscheidungen geschaffen haben, die direkt oder indirekt die Zentralbanken betreffen, lassen sich drei wesentliche Schlußfolgerungen ziehen. Erstens hat das Finanzsystem der westlichen Welt insgesamt (und hierin enthalten das Bankensystem) die Turbulenzen des letzten Jahres besser als erwartet überstanden. Nichtsdestoweniger müssen aus dem Börsenkrach Lehren gezogen werden. Zweitens ist der außenwirtschaftliche Anpassungsprozeß zwar real gesehen in vollem Gange, große nominale Leistungsbilanzungleichgewichte werden uns aber noch für einige Zeit erhalten bleiben, und die Wirtschaftspolitik wird Mittel und Wege finden müssen, um die Gefahr möglichst klein zu halten, daß die Erkenntnis dieser Zusammenhänge Schocks auslöst, die dem Finanzsystem alles andere als guttun, egal wie robust es auch erscheinen mag. Drittens müssen bei der Gestaltung dieser Politik bei aller Befriedigung über das Wachstum in den Industrieländern Inflationsrisiken im Auge behalten werden. Zu diesen drei Punkten mögen einige abschließende Bemerkungen angebracht sein.

Aus dem Crash vom Oktober, der zwar keine tiefen Erschütterungen hinterlassen hat, aber doch schwer genug war, um der Finanzwelt heilsame Reaktionen zu entlocken, sind bereits Lehren gezogen worden. Die Teilnehmer auf den Wertpapiermärkten sind nicht nur kostenbewußter geworden, sie nehmen auch den Nutzen der neuen Finanzierungsinstrumente gründlicher unter die Lupe, verstärken die interne Kontrolle und entdecken (oder entdecken wieder) die Vorzüge der Spezialisierung. Die Bankenaufsicht hat unmittelbare Erfahrungen mit den Auswirkungen der Verbriefung im Bankbereich gewonnen und paßt dementsprechend ihre Aufsichtstechniken an. Die Aufsichtsinstanzen des Wertpapiersektors haben das Ausmaß der gegenseitigen Abhängigkeit der verschiedenen Bereiche des Wertpapiermarktes erkannt, und

sowohl die Banken- als auch die Börsenaufsicht sind sich der Notwendigkeit einer Zusammenarbeit sowohl im Inland als auch im internationalen Rahmen bewußt geworden.

Über diese ersten heilsamen Reaktionen hinaus muß jedoch noch vieles geschehen. Die Blitzgeschwindigkeit, mit der die Märkte sowohl im Inland als auch grenzüberschreitend miteinander agieren, wirft Fragen über die Kosten-nutzenrelation bestimmter Innovationen und der Globalisierung der Märkte auf. Diese Fragen müssen beantwortet werden, aber nicht auf der Basis politischer Vorurteile, sondern durch eine sorgfältige technische Analyse des Geschehens; und dafür benötigt man Zeit. Es wäre sehr schade, wenn die vorgefaßte Meinung, die Finanzmärkte funktionierten reibungslos, wenn man sie nur ihren eigenen Gesetzen überlasse, nun durch die vorgefaßte Meinung ersetzt würde, daß ein gesetzgeberischer Vorstoß in Richtung Re-Regulierung die Gefahr einer Wiederholung der Ereignisse vom 19. Oktober abwehren könne. Wenn man eine Schlußfolgerung aus den faszinierenden in den USA veröffentlichten Analysen schon jetzt ziehen kann, so die, daß unser Finanzsystem viel zu ausge-reift und komplex für einfache Antworten geworden ist.

Weitere große Leistungsbilanzdefizite der USA bedeuten ein entsprechendes Anwachsen der Nettoforderungen der übrigen Welt gegenüber den Vereinigten Staaten. Werden die ausländischen Anleger bereit sein, die dafür notwendige Anpassung ihrer Portefeuilles vorzunehmen – und wenn ja, mit welchen Folgen für die Stabilität des Finanzsystems? Die verglichen mit früheren Erfahrungen extrem hohen zu erwartenden Defizite lassen Zweifel darüber aufkommen, ob sie ohne Störungen an den Finanzmärkten finanziert werden können. Aus anderer Sicht bietet die Beurteilung der Größenordnungen allerdings ein weniger pessimistisches Bild. Zugegebenermaßen ist der Anteil der privaten Forderungen gegenüber den USA an den gesamten Finanzaktiva des Unternehmenssektors der übrigen Industrieländer seit dem Entstehen amerikanischer Leistungsbilanzdefizite recht stark gestiegen, aber er betrug Ende 1986 noch immer nur wenig mehr als vielleicht 3½%. Und in dieser Rechnung sind weder das sehr hohe Geldvermögen der privaten Haushalte noch das der Nicht-industrieländer enthalten. Das außerhalb der USA akkumulierte Finanzvermögen ist sehr beträchtlich, und anhaltend hohe Sparquoten sorgen für dessen weitere Zunahme. Bedenkt man zusätzlich, daß der Prozeß der Liberalisierung der Devisen- und Kapitalmärkte noch längst nicht abgeschlossen ist und daß auch in Ländern mit völlig freizügigem Kapitalverkehr sehr große Teile des Finanzvermögens bisher nicht der Versuchung zur internationalen Diversifikation ausgesetzt waren, so erscheinen die quantitativen Probleme viel kleiner, als ein einfacher Hinweis auf eine imposante Dollarzahl vermuten läßt.

Die Kehrseite der Medaille ist freilich, daß die Welt von einer sehr hohen Kapitalmobilität und damit durch Erwartungen beherrscht wird, welche die treibende Kraft hinter den Preisen für Finanzaktiva sind. Sollten die Anleger Zweifel an der Verpflichtung der Politiker gegenüber ihren Zielen hegen, so werden sie nicht bereit sein, ihre Dollarbestände zu erhöhen, oder sie werden sogar dazu neigen, diese abzustößen. Liefert man ihnen aber gute Gründe zu der Annahme, daß die entscheidenden Stellen voll hinter der Dollarstabilisierung stehen und daß glaubwürdige Strategien zu einem schrittweisen, wenn auch



langsamen Abbau der Zahlungsbilanzungleichgewichte verfolgt werden, so werden sie bereitwillig weitere Forderungen gegenüber den USA in ihr Portefeuille aufnehmen.

Die erste Voraussetzung für eine weitere Diversifizierung ist das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Bereitschaft und die Fähigkeit der staatlichen Stellen sowohl der USA als auch der Überschußländer, dem Abwertungsdruck auf den Dollar Widerstand entgegenzusetzen. In dieser Richtung sind seit dem Frühjahr 1987 (von einigen Pannen im Spätsommer abgesehen) beträchtliche Fortschritte gemacht worden, und zwar sowohl bei den Interventionen als auch bei den kontrastierenden geldpolitischen Strategien, wie man aus der Zinsdifferenz am kurzen Ende des Marktes und den voneinander abweichenden Trends in der Geldmengenentwicklung ablesen kann.

Daneben muß aber auch noch eine zweite Bedingung erfüllt sein – und zwar das Vertrauen auf eine Ausgestaltung der Wirtschaftspolitik, die weiteren Fortschritt in der außenwirtschaftlichen Anpassung sicherstellt. Auch unter der Annahme, daß die Akteure an den Finanzmärkten das bereits erreichte Ausmaß der realen Anpassung erkannt haben und daß sich die Bewegung in Richtung verringerter nominaler Ungleichgewichte in den nächsten Monaten festigt, erfordert die Erfüllung der zweiten Bedingung mehr, nämlich eine entschlossene Untermauerung durch eine gegensätzlich angelegte Fiskalpolitik.

Solche fiskalpolitischen Maßnahmen sind auch erforderlich, will man ein Wiederaufleben der Inflation in den USA verhindern. Expansive Maßnahmen wurden mit bemerkenswertem Erfolg in Japan, mit weniger Erfolg in Deutschland durchgeführt; aber in den USA war die entgegengesetzte Bewegung nicht ausreichend. Dennoch ist die Wiederherstellung einer verbesserten Relation zwischen Haushaltsdefizit und inländischer Ersparnis und eine Anpassung der inländischen Ausgaben an die begrenzten Kapazitäten notwendig für ein binnen- und außenwirtschaftliches Gleichgewicht der USA. Ein Teil dieser Aufgabe kann und wird von der Geldpolitik übernommen werden, aber die gesamte Aufgabe der Geldpolitik zu überlassen, wäre der Stabilität der Finanzmärkte nicht zuträglich. Im Gegensatz hierzu wäre in der Bundesrepublik Deutschland eine stärkere Expansion im Inland sowohl für das innere als auch das äußere wirtschaftliche Gleichgewicht hilfreich. Zwar kann und hat tatsächlich bereits in der Vergangenheit die Geldpolitik diese Aufgabe teilweise durchgeführt, doch der Aufbau von Liquidität durch eine lockere Geldpolitik hat seine Grenzen, sowohl was seine Wirksamkeit als auch was seine Erwünschtheit auf längere Sicht angeht. Sicherlich kann von einem einzelnen wirtschaftspolitischen Instrument nicht erwartet werden, daß es das Wunder vollbringt, eine Vielfalt wirtschaftspolitischer Ziele zu verwirklichen: außenwirtschaftliches Gleichgewicht, binnenwirtschaftliches kurzfristiges und langfristiges Gleichgewicht und außerdem noch Stabilität auf den Finanzmärkten.

Die große Herausforderung der Währungsbehörden in beiden Ländern (und auch in einer Reihe anderer Länder) ist es, vor dem Hintergrund der politischen Schwierigkeiten, Änderungen in der Finanzpolitik durchzusetzen, und der unvermeidlichen Wartezeit bis zu den Wahlen in den USA einen heiklen Balanceakt durchzustehen, der darin besteht, zu erraten, wie weit man gehen kann, ohne eine bestimmte Grenze zu überschreiten, oder wie es in der französischen

Umgangssprache heißt: „Jusqu’où elles peuvent aller trop loin.“ Dies ist freilich eine Situation, mit der sich die Zentralbanken regelmäßig auseinandersetzen haben.

ALEXANDRE LAMFALUSSY  
Generaldirektor



# Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung

vom 31. März 1988

# Bilanz vom 31. März 1988

(in Goldfranken – siehe Anmerkung 1)

<b>Aktiva</b>		
Gold .....		4 980 714 027
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken .....		14 474 885
Schatzwechsel .....		1 951 979 207
<b>Terminguthaben und Kredite</b>		
Gold		
bis zu 3 Monaten .....	79 606 905	
von mehr als 3 Monaten .....	64 923 062	
Währungen		
bis zu 3 Monaten .....	23 836 993 704	
von mehr als 3 Monaten .....	<u>3 051 480 839</u>	
		27 033 004 510
<b>Staats- und andere Wertpapiere</b>		
bis zu 3 Monaten .....	2 468 298 103	
von mehr als 3 Monaten .....	<u>1 696 984 863</u>	
		4 165 282 966
Verschiedenes .....		5 124 696
Land, Gebäude und Geschäftsausstattung .....		<u>1</u>
		<u>38 150 580 292</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 1988: 10 317 182 Goldfranken.



Vor                      Nach  
Verwendung  
des Reingewinns

Passiva

Stammkapital

Genehmigt: 600 000 Aktien je 2 500 Goldfranken	1 500 000 000		
Begeben: 473 125 Aktien .....	1 182 812 500		
mit 25%iger Einzahlung .....		295 703 125	295 703 125

Reserven

Gesetzlicher Reservefonds .....	30 070 313		30 070 313
Allgemeiner Reservefonds .....	550 352 793		576 352 793
Besonderer Dividenden-Reservefonds .....	25 530 055		31 530 055
Freier Reservefonds .....	368 530 236		401 530 236
		974 483 397	1 039 483 397

Einlagen (Gold)

Zentralbanken			
auf Sicht .....	4 466 156 947		
bis zu 3 Monaten .....	7 468 921		
Andere Einleger			
auf Sicht .....	399		
		4 473 626 267	4 473 626 267

Einlagen (Währungen)

Zentralbanken			
auf Sicht .....	2 209 723 087		
bis zu 3 Monaten .....	26 006 283 420		
von mehr als 3 Monaten .....	1 817 050 103		
Andere Einleger			
auf Sicht .....	30 250 965		
bis zu 3 Monaten .....	1 118 850 589		
von mehr als 3 Monaten .....	1 891 603		
		31 184 049 767	31 184 049 767

Vorsorgesystem des Personals .....		115 992 603	115 992 603
Verschiedenes .....		1 010 788 081	1 010 788 081
Gewinn- und Verlustrechnung .....		95 937 052	—
Dividende, zahlbar am 1. Juli 1988 .....		—	30 937 052
		38 150 580 292	38 150 580 292

**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 1988 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, 29. April 1988

Price Waterhouse & Co.

# Gewinn- und Verlustrechnung

für das am 31. März 1988 abgeschlossene Geschäftsjahr  
(in Goldfranken)

Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen .....		147 722 918
Abzüglich: Verwaltungskosten		
Verwaltungsrat .....	346 356	
Direktion und Personal .....	20 950 961	
Geschäfts- und Bürokosten .....	<u>7 524 208</u>	<u>28 821 525</u>
Geschäftsertrag .....		118 901 393
Abzüglich: Zuweisungen an		
Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten .....	964 341	
Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung .....	<u>22 000 000</u>	<u>22 964 341</u>
Reingewinn für das am 31. März 1988 abgeschlossene Geschäftsjahr .....		95 937 052
<p>Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:</p>		
Dividende: 175 Schweizer Franken auf 473 125 Aktien .....		<u>30 937 052</u>
		65 000 000
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds .....		<u>26 000 000</u>
		39 000 000
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds ...		<u>6 000 000</u>
		33 000 000
Zuweisung an den Freien Reservefonds .....		<u>33 000 000</u>
		<u>          </u>



# Veränderung der Reserven der Bank

während des am 31. März 1988 abgelaufenen Geschäftsjahres  
(in Goldfranken)

## I. Zusammensetzung der Reserven nach Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1987–88

	Gesetzlicher Reservefonds	Allgemeiner Reservefonds	Besonderer Dividenden- Reservefonds	Freier Reservefonds
Stand am 1. April 1987 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 1986–87	30 070 313	550 352 793	25 530 055	368 530 236
Zuzüglich: Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1987–88 .....	—	26 000 000	6 000 000	33 000 000
Stand am 31. März 1988 laut Bilanz .....	30 070 313	576 352 793	31 530 055	401 530 236

## II. Dem eingezahlten Kapital und den Reservefonds per 31. März 1988 (nach Gewinnverwendung) standen gegenüber:

	Eingezahltes Kapital	Reserven	Zusammen
Nettoaktiva in			
Gold .....	295 703 125	366 231 784	661 934 909
Währungen .....	—	673 251 613	673 251 613
	295 703 125	1 039 483 397	1 335 186 522

## Verwaltungsrat

Dr. W.F. Duisenberg, Amsterdam  
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  
Jean Godeaux, Brüssel  
Jacques de Larosière, Paris  
The Rt. Hon. Robert Leigh-Pemberton, London  
Dr. Markus Lusser, Zürich  
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  
L.D.D. Price, London  
Jacques Waitzenegger, Paris, oder  
Francis Cappanera, Paris



## Direktion

Alexandre Lamfalussy	Generaldirektor
R.T.P. Hall	Beigeordneter Generaldirektor
Dr. Giampietro Morelli	Generalsekretär, Abteilungschef
Rémi Gros	Chef der Bankabteilung
Dr. Horst Bockelmann	Volkswirtschaftlicher Berater, Chef der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
M.G. Dealtry	Stellvertretender Chef der Währungs- und Wirtschaftsabteilung, Direktor
Marten de Boer	Direktor, Bankabteilung
Jean Vallet	Stellvertretender Generalsekretär
André Bascoul	Stellvertretender Direktor, Sekretariat der Zentralbankpräsidenten der EG
Joachim Mix	Stellvertretender Direktor, Bankabteilung
Dr. H.W. Mayer	Stellvertretender Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Dr. Kurt Spinnler	Stellvertretender Direktor, Bankabteilung
Kevin J. Kearney	Beigeordneter Direktor, Generalsekretariat
Dr. Joseph R. Bisignano	Beigeordneter Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Dr. Gunter Baer	Beigeordneter Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Prof. Mario Giovanoli	Leiter des Rechtsdienstes
Jean-Claude Dagassan	Beigeordneter Direktor, EFWZ-Agent
P.C. Bridge	Beigeordneter Direktor, Bankabteilung
Tullio Pollonio	Beigeordneter Direktor, Generalsekretariat

