
BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAUSGLEICH

59. JAHRESBERICHT

1. APRIL 1988–31. MÄRZ 1989

BASEL, 12. JUNI 1989

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

59. Jahresbericht

1. April 1988–31. März 1989

Basel, 12. Juni 1989

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Einleitung	1
I. Ein nicht ungetrübter Wandel zum Besseren	3
II. Wirtschaftsentwicklung im Jahr 1988	9
Schwerpunkte	9
Industrieländer	10
Die drei größten Volkswirtschaften	15
Übrige große Industrieländer	19
Kleinere Industrieländer	21
Zur gegenwärtigen konjunkturellen Aufwärtsentwicklung	22
Allgemeiner statistischer Hintergrund	23
Inflation und Arbeitslosigkeit	26
Sparverhalten auf kurze und lange Sicht	34
Investitionen, Realzinsen und Produktivität	37
Entwicklungsländer	40
Rohstoffpreise und andere außenwirtschaftliche Einflüsse	40
Inlandsproduktion, Teuerung und Wirtschaftspolitik	43
<i>Asiatische Länder</i>	43
<i>Afrikanische Länder</i>	44
<i>Lateinamerikanische Länder</i>	45
III. Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr	50
Schwerpunkte	50
Welthandel	51
Außenwirtschaftliche Entwicklung in den drei größten Industrieländern	54
Internationale Ungleichgewichte und Anpassung in den drei größten Industrieländern	59
Das Potential für eine weitere Anpassung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte der drei größten Industrieländer	64
Die Entwicklung der Leistungsbilanzen in den anderen Industrieländern	68
Die Außenwirtschaft der Entwicklungsländer	73
Internationale Kapitalbewegungen und die Finanzierung von Leistungsbilanzungleich- gewichten in den Industrieländern	77
Außenfinanzierung der Entwicklungsländer	82
IV. Entwicklungen auf den inländischen Finanzmärkten	85
Schwerpunkte	85
Entwicklung an den Aktien- und verwandten Märkten	87
Regulative Reaktionen auf den Börsenkrach	93
Der Markt für hochverzinsliche Risikoanleihen	94
Verschuldungsgrad und Finanzierung von Wirtschaftsunternehmen	95
Regelung der Finanzstruktur der Banken	102

	Seite
Krise der Sparbanken in den USA	107
Entwicklung der Londoner Wertpapiermärkte seit dem „Big Bang“	112
Der europäische Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen	114
 V. Internationale Finanzmärkte	 118
Schwerpunkte	118
Das Internationale Finanzmarktgeschäft in einer Zeit des Umbruchs	119
Der internationale Bankensektor	125
<i>Die Entwicklung der Gesamttaggregate</i>	125
<i>Herkunft und Verwendung internationaler Bankmittel innerhalb des Berichtsgebiets ..</i>	127
<i>Geschäftstätigkeit mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets</i>	128
<i>Entwicklung in den einzelnen Marktzentren</i>	131
<i>Währungszusammensetzung des internationalen Bankgeschäfts und Wachstum des ECU-Marktes</i>	132
<i>Die Nationalitätenstruktur des internationalen Bankgeschäfts</i>	133
<i>Der Konsortialkreditmarkt</i>	136
Der internationale Wertpapiermarkt	137
<i>Der Markt für Euronotes</i>	137
<i>Der internationale Anleihemarkt</i>	139
Die Verschuldungssituation	147
 VI. Monetäre Entwicklung und Geldpolitik	 157
Schwerpunkte	157
Geldpolitik in den wichtigsten Industrieländern	158
<i>Binnen- und außenwirtschaftliche Aspekte der Geldpolitik</i>	158
<i>Der Rahmen für Geldmengenziele</i>	162
<i>Andere Indikatoren der monetären Entwicklung</i>	165
Geldpolitik in kleinen und mittleren Industrieländern	172
<i>Am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligte Länder</i>	172
<i>Geldpolitik in anderen Industrieländern</i>	175
Änderungen in der Implementierung der Geldpolitik und im Transmissionsmechanismus	178
<i>Geldmarktgeschäfte der Zentralbanken</i>	178
<i>Unsicherheiten im geldpolitischen Transmissionsmechanismus</i>	182
Aktuelle Risiken	184
 VII. Das internationale Währungssystem	 185
Schwerpunkte	185
Devisenmärkte	186
<i>Entwicklung auf dem US-Dollar-Markt</i>	186
<i>Entwicklung der anderen Währungen</i>	189
<i>Entwicklung der effektiven Wechselkurse</i>	192
<i>Längerfristige Betrachtungen</i>	193
<i>Entwicklungen im Europäischen Währungssystem</i>	198
<i>Zehn Jahre EWS</i>	201

	Seite
<i>Der Bericht über die Wirtschafts- und Währungsunion im Rahmen der Europäischen Gemeinschaft („Delors-Bericht“)</i>	204
Goldgewinnung und Goldmarkt	207
Internationale Liquidität	211
VIII. Die Tätigkeit der Bank	219
Entwicklung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen	219
Die Bank als Agent und Treuhänder	221
Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit	221
Agent des Verrechnungs- und Saldenausgleichssystems für private ECU	223
Finanzhilfe für Zentralbanken	223
Die Tätigkeit der Bankabteilung	224
<i>Passiva (Mittelaufkommen)</i>	225
<i>Aktiva (Mittelverwendung)</i>	228
Der Reingewinn und seine Verwendung	229
Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion	230
Schlußbemerkungen	233
Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung	245
Verwaltungsrat	250
Direktion	251

Verzeichnis der Grafiken (*) und Tabellen

	Seite
Wirtschaftsentwicklung im Jahr 1988	
Entwicklung der Produktion weltweit	10
Entwicklung der privaten Anlageinvestitionen (ohne Wohnungsbau)	13
Veränderung des realen BSP/BIP und der Nachfragekomponenten	14
Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte	17
Sparquote der privaten Haushalte*	20
Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts in den übrigen Industrieländern	22
Der Aufschwung in den achtziger Jahren: Ausgewählte Indikatoren*	24
Arbeitslosenquoten*	28
Nominallöhne*	29
Verbraucherpreise	30
Inflation und Arbeitslosigkeit 1961–89*	32
Auslastungsgrad der Sachkapazitäten im verarbeitenden Gewerbe*	33
Ersparnis und Investitionen: ein längerfristiger Vergleich	35
Sektorale Zusammensetzung der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis*	37
Wachstum des BIP in den Entwicklungsländern	41
Entwicklung der Rohstoffpreise	42
Außenwirtschaftliche Einflüsse auf die Produktion	42
Inflation in den Entwicklungsländern	46
Investitionen und Produktionswachstum	48
 Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr	
Indikatoren zum Welthandel*	51
Indikatoren zur Entwicklung des Welthandelsvolumens*	52
Die Leistungsbilanzsalden der drei größten Industrieländer in verschiedenen Maßzahlen	55
Die Handelsbilanzen (ohne Öl) der drei größten Industrieländer	56
Produktionskosten und Gewinnspannen ausländischer Anbieter auf den Märkten der USA, Japans und Deutschlands 1984–88 (Schätzung)*	60
Bilaterale Handelsbilanzsalden für ausgewählte Länder	61
Produktionskosten und Gewinnspannen der Exporteure der USA, Japans und Deutschlands 1984–88 (Schätzung)*	62
Wachstum der Inlandsnachfrage und realer Außenbeitrag*	63
Entwicklung der Außenhandelsvolumen in den USA, Japan und Deutschland	64
Entwicklung des effektiven US-Dollar-Kurses, der relativen Kosten und privater Anlageinvestitionen*	66
Leistungsbilanz und Finanzierungssalden im Inland	67
Leistungsbilanzsalden	69
Außenhandelsindikatoren der Entwicklungsländer: ausgewählte Ländergruppen	74
Junge Industrieländer Asiens: Leistungsbilanzsalden	75
Leistungsbilanz und Auslandsverschuldung der vierzehn Hauptschuldnerländer	76
USA: Kapitalverkehr	78
Japan: Kapitalverkehr	79
Deutschland: Kapitalverkehr	80
Entwicklungsländer: Außenfinanzierung der Leistungsbilanzsalden ausgewählter Ländergruppen (Schätzung)	83

	Seite
Entwicklungen auf den inländischen Finanzmärkten	
Indizes der Aktienkurse	86
Aktienkurse*	87
Variabilität von Aktienindizes*	88
Korrelation zwischen täglichen prozentualen Veränderungen von Aktienkursindizes 1984–89	89
Neuere Zins- und Preisentwicklung*	90
Tokioter Aktienmarktindikatoren und japanische Grundstückspreise*	91
Verhältnis Bruttoverbindlichkeiten zu Gesamtvermögen, Buchwerte	95
Verhältnis Bruttoverbindlichkeiten zu Gesamtvermögen, Marktwerte	96
Steuern und Fremdfinanzierung 1985	97
Indikatoren zur Kapitalstruktur 1985	98
Jahresüberschuß der US-Sparbanken*	110
 Internationale Finanzmärkte	
Geschäftstätigkeit auf den internationalen Finanzmärkten*	120
Nettokreditvergabe auf den internationalen Märkten (Schätzung)	121
Ausgewählte Merkmale des internationalen Geschäfts der Banken	126
Herkunft und Verwendung internationaler Bankmittel (Schätzung)	128
Geschäfte der an die BIZ berichtenden Banken mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets	130
Entwicklung an den einzelnen Bankplätzen	131
Währungszusammensetzung der grenzüberschreitenden Positionen der berichtenden Banken	133
Struktur des ECU-Geschäfts der Banken	134
Art der internationalen Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken, nach der Nationalität der Banken	135
Hauptmerkmale des Euro-Note-Marktes	138
Merkmale der Aktivitäten am internationalen Anleihemarkt	140
Renditen ausgewählter internationaler Anleihen und Zinssatz für Euro-Dollar-Einlagen*	141
Emissionstätigkeit auf dem Euro-Dollar-Anleihemarkt und effektiver Wechselkurs des US-Dollars*	142
Währungsstruktur am internationalen Anleihemarkt	143
Emissionstätigkeit auf dem Markt für eigenkapitalbezogene Anleihen*	145
Nationalität der Emittenten internationaler Anleihen	147
Hauptschuldnerländer: Entwicklung der Auslandsverschuldung und des Schuldendienstes*	148
Auslandsverschuldung ausgewählter Entwicklungsländer	151
Kumulative Veränderung der Außenposition ausgewählter Entwicklungsländer 1978–87	156
 Monetäre Entwicklung und Geldpolitik	
Amtliche Sätze und Marktzinssätze*	160
Geldmengen- und Kreditaggregate: Zielvorgaben und Zuwachsraten	163

	Seite
Beitrag ausgewählter Bilanzgegenposten zur Veränderung der Geldmenge in weiterer Abgrenzung	166
Lang- und kurzfristige Zinssätze und Inflationsraten*	169
Zinssätze in ausgewählten Ländern*	173
Langfristige Zinssätze und Wechselkursveränderung*	177
Einflüsse auf die Notenbankgeldmenge	179
Das internationale Währungssystem	
Bilaterale Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber dem US-Dollar*	186
Bilaterale Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber der D-Mark*	190
Nominale und reale effektive Wechselkurse ausgewählter Währungen*	192
Effektive reale Wechselkurse wichtiger Währungen 1979–89*	194
Position der Währungen im EWS-Wechselkursband*	199
Nominale und reale bilaterale Wechselkurse der EWS-Währungen gegenüber der D-Mark*	203
Verbraucherpreise in den EWS-Ländern*	204
Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)	207
Weltgoldgewinnung	208
Goldpreis in ausgewählten Währungen*	210
Veränderung der Weltwährungsreserven	212
Veränderung der offiziellen Nichtgoldreserven in einzelnen Ländern	214
Leistungsbilanzsaldo der USA und Veränderung der Devisenreserven (Schätzung; ohne Bewertungseffekte)	217
Die Tätigkeit der Bank	
Ausstehende Gemeinschaftsdarlehen per 31. März 1989	222
Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf Geschäftsjahren	224
Struktur der Passiva in den letzten fünf Geschäftsjahren	225
Fremdmittel (Herkunft)	226
Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeit)	226
Aktiva (Sachkategorien)	228
„Terminguthaben und Kredite“ sowie „Staats- und andere Wertpapiere“ nach Restlaufzeit	229

59. Jahresbericht

*an die ordentliche Generalversammlung
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
am 12. Juni 1989 in Basel*

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 59. Geschäftsjahr (1. April 1988–31. März 1989) vorzulegen.

Nach Zuweisung von 828 177 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und 10 500 000 Goldfranken an die Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und Erneuerung der Geschäftsausstattung ergab sich für das Geschäftsjahr ein Reingewinn von 94 885 615 Goldfranken. Im Vorjahr hatte er 95 937 052 Goldfranken betragen.

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 25 885 615 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 175 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 24 463 364 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds, 4 000 000 Goldfranken dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den verbleibenden Betrag von 40 536 636 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1988/89 den Aktionären am 1. Juli 1989 gezahlt.

I. Ein nicht ungetrübter Wandel zum Besseren

1988 beschleunigte sich in den meisten Industrieländern das Wachstum deutlich, aber in seinem Gefolge tauchten einige der Probleme wieder auf, die in der Vergangenheit zu einer Politik des Stop and Go geführt hatten. Darüber hinaus ist der Anpassungsprozeß, also die allmähliche Rückführung der erheblichen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte der größten Industrieländer, die Anfang 1988 offensichtlich im Gange war, zum Stillstand gekommen und hat sich teilweise sogar umgekehrt.

In den meisten Ländern reagierten die Notenbanken auf wachsende Inflationsgefahren mit einer Anhebung der kurzfristigen Zinsen, und nun warten sie auf Anzeichen, daß dies den gewünschten Effekt einer Dämpfung des Nachfragedrucks hat. Die allgemeine Expansion der Gesamtnachfrage, die in manchen Ländern besonders kräftig ausfiel, sich aber auch auf andere übertrug, stieß fast überall auf Kapazitätsgrenzen. Es mag nicht überraschen, daß die Nachfrageentwicklung auf Engpässe stieß, lange bevor das Überschußangebot auf dem Arbeitsmarkt der meisten europäischen Länder in signifikantem Umfang abgebaut worden war. Die weithin vertretene Ansicht, daß ein großer Teil der Unterbeschäftigung klassischer und nicht keynesianischer Natur sei und daher mit nachfrageorientierten Maßnahmen nicht beseitigt werden könne, scheint sich zu bestätigen. Inflationsgefahren zeigten sich auf dem Arbeitsmarkt früher als auf dem Gütermarkt. Gleichzeitig demonstriert die Lage auf dem Arbeitsmarkt in den betroffenen Ländern in bedauerlichem Maße die Schwierigkeiten der Politiker, mit Nachdruck die Therapie anzuwenden, die sich aus ihrer eigenen Diagnose ergibt. Man weiß, daß Bemühungen, erstarrte Strukturen auf der Angebotsseite aufzubrechen, nicht schnell zu Erfolgen führen. Kosten-Nutzen-Überlegungen machen Regierungen, die nicht sicher sein können, daß sie die auf längere Sicht zu erwartenden Früchte ernten werden, ein beherztes Vorgehen schwer. Während somit einerseits die Sorge besteht, daß selbst das frühzeitige Umschalten der Geldpolitik auf einen deutlich restriktiveren Kurs die Inflation nicht hat fernhalten können, bestehen auf der anderen Seite Befürchtungen, daß weitere geldpolitische Schritte den Aufschwung der privaten Investitionen untergraben könnten, nachdem diese endlich die Volkswirtschaften auf einen höheren und stabileren Wachstumspfad gebracht haben.

Die zentrale Frage in dieser binnenpolitischen Zwickmühle ist, welche Wachstumsrate die älteren Industrieländer erreichen können, ohne Inflationsgefahren heraufzubeschwören. Viele Regierungen und Zentralbanken gehen hier von einer Zahl um die 2½% aus. Je nachdem wie groß die Kapazitätsreserven in den einzelnen Volkswirtschaften Anfang 1988 noch waren (die aber inzwischen weitgehend aufgebraucht sind), war das Wachstum in einer Reihe

von Ländern zu stark, um nicht Probleme mit sich zu bringen. Diese Feststellung kann man natürlich erst im Rückblick treffen: Kaum jemand war in der Lage, den Aufschwung vorauszusehen. Der Wachstumsprozeß ist statistisch nicht transparent genug, um wenigstens mit einem gewissen Maß an Sicherheit feststellen zu können, was die treibenden Kräfte sind und wie diese durch verschiedene wirtschaftspolitische Maßnahmen oder einen bestimmten wirtschaftspolitischen Kurs stimuliert oder gebremst werden. Der expansive Effekt der beträchtlichen Lockerung der Geldpolitik für die Dauer von zwei bis sechs Monaten nach dem Börsenkrach mag vielleicht vorhersehbar gewesen sein; die Absicht, die hinter dieser Maßnahme gestanden hatte, war allerdings gewesen, die weithin erwarteten negativen Folgen des Börsenkrachs abzufangen. Gewiß bestand wenig Sorge, die Ereignisse von 1929/30 könnten sich wiederholen, aber es schien sicherer, nicht zu stark auf nur geringfügige oder sogar vorteilhafte Auswirkungen zu setzen. Kurz gesagt, es macht wenig Sinn, im nachhinein darüber zu streiten, welchen Weg die Wirtschaftspolitik im Hinblick auf eine Entwicklung hätte einschlagen sollen, die damals noch gar nicht erkennbar war.

Der plötzliche Wachstumsschub kann, wie im folgenden Kapitel beschrieben wird, auch heute noch nicht vollständig erklärt werden. Das macht es auch schwierig, mit einiger Sicherheit vorherzusagen, ob der Trend noch eine Weile anhalten oder ob sich das Nachfragewachstum abflachen wird, sei es aufgrund der restriktiveren Geldpolitik oder aufgrund zyklischer Bewegungen. Bisher ist es nicht möglich, richtig einzuschätzen, wie stark die freigesetzten Inflationsimpulse sind. Man könnte sich durchaus auf den Standpunkt stellen, daß die unverhofften Erfolge an der Preisfront aufgrund rückläufiger Ölpreise, niedriger Rohstoffpreise und in einigen Ländern sich aufwertender Währungen einen vollständigeren Sieg über die Inflation vorgetäuscht haben, als er tatsächlich errungen worden war; als sich diese Trends umkehrten, setzte sich wieder die eigentliche Inflationsrate durch, was keinen Grund zu großer Aufregung bieten sollte. Darüber hinaus haben steuerliche Maßnahmen und Anhebungen von regulierten Preisen in einigen Ländern die Inflationsindikatoren verzerrt. Leider weist die Preisentwicklung eine Dynamik auf, bei der selbst scheinbar harmlose Preissteigerungen, haben sie erst einmal eine sehr niedrige Schwelle überschritten, eine Preis-Kosten-Preis-Spirale in Gang setzen und die Inflationserwartungen beeinflussen können. Ist dieser Prozeß erst einmal in Gang gekommen, sind übermäßige Anstrengungen notwendig, ihn zu stoppen. Dies ist zur Zeit eines der schwierigsten Probleme in der Wirtschaftspolitik, auf das wir am Ende des Berichts noch einmal zurückkommen werden.

Die Finanzmärkte haben sich nach den Turbulenzen von 1987 allgemein beruhigt – im Licht der oben angesprochenen Verschärfung der Geldpolitik eine bemerkenswerte Tatsache. An allen Börsen stiegen die Aktienkurse von den spät im Jahr 1987 erreichten Tiefstständen wieder an. In Tokio wurden nach November 1988 wiederholt neue Rekordmarken gesetzt. An einigen Aktienmärkten haben die Kurse die früheren Höchststände fast erreicht oder leicht überschritten. An anderen Börsen, die amerikanischen, englischen und deutschen eingeschlossen, wurden inzwischen 65–80% der Verluste wettgemacht.

Die am häufigsten diskutierte Entwicklung an den Finanzmärkten im Jahr

1988 betraf allerdings die Anleihemärkte, auf denen bis vor kurzem die Kurse trotz eines beträchtlichen Anstiegs der kurzfristigen Zinsen bemerkenswert stabil waren oder nur leicht nachgaben. Dies wurde überwiegend als ein Zeichen des gewachsenen Vertrauens der Märkte in die Fähigkeit der Währungsbehörden gewertet, mit jedweden Inflationstendenzen fertig zu werden. In einer geschlossenen Volkswirtschaft würde dies in der Tat als einzige mögliche Erklärung für die ausgebliebene Überwälzung von Veränderungen der kurzfristigen auf die langfristigen Zinsen erscheinen. Wenigstens für einige Länder sind jedoch gewisse Zweifel an der Interpretation der derzeitigen Renditenstruktur als Beweis des Vertrauens in die Antiinflationspolitik angebracht. Bei freiem Kapitalverkehr werden die Kurse auf den Anleihemärkten – im Gegensatz zu den geldpolitisch determinierten kurzfristigen Zinsen – ebenso sehr durch internationale Portfolioentscheidungen wie durch binnengesetzte Faktoren bestimmt. Die seit Anfang 1988 im ganzen außerordentlich stabilen nominalen Wechselkurse haben enorme Kapitalzuflüsse in die Anleihemärkte von Ländern mit hohen Nominalzinsen ausgelöst. Auch wenn die Realzinsen in diesen Ländern nicht unbedingt höher sind als in solchen mit niedrigerer Inflationsrate, sind gleichwohl diese Märkte für Anleger attraktiv, die darauf vertrauen, daß sie in den Genuss hoher Nominalzinsen kommen und sich rechtzeitig aus dem Markt zurückziehen können, wenn die Währungen von Ländern mit höheren Inflationsraten und umfangreichen Leistungsbilanzdefiziten entsprechend der Kaufkraftparität unter Abwertungsdruck geraten sollten. Die nominale Wechselkursstabilität kann bei hohen und steigenden kurzfristigen Zinsen, welche die obengenannten Länder zur Begrenzung und, so hofften sie, zur Rückführung ihrer Preissteigerungsraten einsetzen, trotz erheblicher Inflationsdifferenzen so lange erhalten bleiben, wie ein entsprechender Kapitalfluß anhält.

Die Erklärung der flacheren oder sogar inversen Renditenstruktur durch die Attraktivität hoher Nominalzinsen für internationale Anleger scheint an einem Mangel an Symmetrie zu leiden: Sollte nicht der umgekehrte Effekt auf die Zinsstruktur in Ländern mit Nettokapitalexporten zu beobachten sein? Dort weisen in der Tat die Renditenstrukturkurven zum Teil ein anderes Verhalten auf, aber auch sie sind flacher geworden. Man muß freilich im Auge behalten, daß einer der Hauptkapitalimporteure die USA sind, die gleichzeitig die Zinsführerschaft für die Anleihemärkte der Welt innehaben. Die internationalen Zinszusammenhänge, die sich in den letzten zwei Jahren zunehmender nominaler Wechselkursstabilität verstärkt haben, sind ein facettenreiches Phänomen: Tatsächliche Kapitalbewegungen sind nur ein Weg, auf dem sie sich bilden. Signale können auch Verbindungen herstellen und sogar in die entgegengesetzte Richtung zu den aktuellen Kapitalströmen gehen. Man sollte nicht zu viel daraus ableiten, wie die langfristigen Zinsen bisher auf die Straffung der geldpolitischen Zügel reagiert haben.

Zur erhöhten Stabilität der nominalen Wechselkurse hat zweifellos das immer wieder bekräftigte Bekenntnis der wichtigsten Industrieländer zum Prinzip der wirtschaftspolitischen Koordination – insbesondere zu koordinierten Devisenmarktinterventionen – wesentlich beigetragen. Es scheint aber, daß die Devisenmärkte auch von sich aus einiges von ihrer Nervosität der

zurückliegenden Jahre bis einschließlich 1987 verloren haben. Man kann allerdings nicht sagen, daß die Lage an den Devisenmärkten im letzten Jahr völlig problemlos gewesen wäre. Was im Frühjahr 1988 noch als Reaktion auf die überschießende Abwertung des Dollars um die Jahreswende hatte aufgefaßt werden können, entwickelte sich zu einer Abfolge wiederholter Phasen der Dollarstärke. Per saldo stieg der Dollar gegenüber den Währungen der Überschlußländer im Kurs an, z.B. gegenüber dem Yen und vor allem gegenüber einigen EWS-Währungen sowie dem Schweizer Franken, während die Währungen einiger Defizitländer zusammen mit dem Dollar an Wert gewannen. Die Rolle, die die hohen kurzfristigen Nominalzinsen und die Kapitalbewegungen dabei spielten, wurde schon angesprochen. Während bei freiem Kapitalverkehr die Marktkräfte, welche die langfristigen Zinsen bestimmen, auch die Wechselkurse entscheidend beeinflussen können, sind die der nationalen Steuerung unterliegenden kurzfristigen Zinsen exogene Größen, die den Devisenmarkt in eine den „fundamentals“ entgegengesetzte Richtung ziehen können. Für die Überschlußländer bestand eine gewisse Versuchung, sich des gleichen Instruments als Mittel gegen eine Abwertung ihrer Währungen zu bedienen. Die Verschlechterung des Preispektrums lieferte ein weiteres Argument für eine solche Politik. Einige sahen schon die Gefahr am Horizont aufsteigen, daß sich die Maßnahmen, die zunächst als frühzeitiges Eingreifen gegen den Inflationsauftrieb gedacht waren, zu einem offenen Zinskrieg ausweiten könnten, der kein anderes Ziel verfolgte, als unerwünschte Wechselkursbewegungen zu vermeiden. Die geldpolitischen Instanzen sind sich jedoch sowohl in den Überschluß- als auch in den Defizitländern dieser Gefahr und ihrer möglichen Folgen bewußt. Sie haben es bis jetzt vorgezogen, das mittlerweile etablierte nominale Wechselkursgefüge hinzunehmen.

Dies mag mit Blick auf die Rolle erstaunen, die Wechselkursveränderungen bei der Anpassung der riesigen Leistungsbilanzungleichgewichte der größten Industrieländer übernehmen sollten. Fortschritte in dieser Richtung waren lange ausgeblieben, gewannen dann aber, zumindest in realer Rechnung, gegen Ende 1987 an Gewicht. Nach dem zweiten Quartal 1988, als der Dollar weiter an Wert gewann, ging diese Dynamik verloren, vor allem in Deutschland, aber auch in Japan und in den USA. Die Kontroverse um das hinreichende Ausmaß der Dollarabwertung ist seit dem Louvre-Akkord vom Februar 1987 niemals abgerissen. Diejenigen, die zugunsten einer Phase stabiler Wechselkurse argumentierten, wollten den betroffenen Volkswirtschaften die notwendige Zeit für eine Anpassung an die neuen Wechselkursrelationen geben. Sie wiesen auch darauf hin, daß die Wechselkurse nur ein Bestimmungsfaktor der Handelsströme und Diskrepanzen von gesamtwirtschaftlicher Ersparnis und Investition die Wurzel des Übels sind. Die kräftige Ausweitung der Ausfuhren der USA, welche die wiedergewonnene internationale Wettbewerbsfähigkeit der amerikanischen Industrie demonstrierte, sprach ebenfalls für ein gewisses Maß an Wechselkursstabilität. Eine weitere Wettbewerbsverbesserung, so wurde angemerkt, erhöhe möglicherweise die Gewinnspannen, nicht aber sehr viel mehr die Exporte, da schnell Kapazitätsgrenzen erreicht würden. Nur eine schwächere Inlandsnachfrage könne Raum für weitere Fortschritte bei der Rückführung des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits

schaffen. Von diesen Argumenten war freilich nicht jeder überzeugt. Einige Beobachter aus dem akademischen Umfeld beharrten darauf, daß nur eine weitere Dollarabwertung das Leistungsbilanzdefizit der USA auf ein erträgliches Maß reduzieren könne, und zwar nicht nur auf kurze Sicht, so wie die Märkte es zu belegen schienen, sondern auch mittel- und langfristig.

In keinem der beiden Lager gab es freilich jemanden, der in seiner Argumentation so weit gehen wollte, daß der Dollar nun ruhig wieder steigen könnte, ohne daß dies ernsthafte Rückschläge im Anpassungsprozeß auslösen müßte. Die Aufwertung war nicht nur Marktkräften zuzuschreiben, denen die Behörden nichts entgegenzusetzen hatten; auch wenn die Stimmung am Markt eine Rolle gespielt hat, so war die Aufwertung zum guten Teil dem wirtschaftspolitisch eingeleiteten Anstieg der kurzfristigen Zinsen zuzuschreiben, der den Inflationsauftrieb in Zaum halten soll. Gleichzeitig intervenierten die Währungsbehörden der USA gelegentlich gegen den Dollar an den Devisenmärkten und bauten hierdurch nicht unbeträchtliche Währungsreserven auf, was aber, wie bereits erwähnt, eine gewisse Dollaraufwertung insgesamt und noch ausgeprägtere Kursgewinne gegenüber den Währungen der großen Überschüßländer nicht verhindern konnte.

Wenn es zu einem typischen Konflikt zwischen binnen- und außenwirtschaftlichen Zielen kommt, wird fast ausnahmslos den Binnenzielen der Vorrang gegeben. Eine Währungsaufwertung wirkt, auch wenn sie vom Standpunkt der Anpassung aus unerwünscht ist, im Sinne der Inflationsbekämpfung; dies macht den Interessenskonflikt noch schärfer. Das Problem ist nicht dadurch zu lösen, daß die Geldpolitik verschiedene Instrumente wie Zinsen und Devisenmarktinterventionen in entgegengesetzter Richtung einsetzt. Die Geldpolitik wird vielmehr überfordert, wenn sie versucht, zwei Herren zu dienen. Es ist immer wieder gesagt worden, daß Zielkonflikte nur dann gelöst werden können, wenn die Finanzpolitik voll ihren Teil der Verantwortung für die gesamtwirtschaftliche Politik übernimmt. Mit dem richtigen „policy mix“ wird der Handlungsspielraum größer. Finanzpolitische Entscheidungen sind jedoch so sehr ein Teil der innenpolitischen Auseinandersetzung in einem Land, daß nur wenige Regierungen die beiden Instrumente in einer gut abgestimmten Weise einzusetzen vermögen. Die Vereinigten Staaten stehen hiermit gewiß nicht allein, aber es ist nun schon so häufig und überzeugend mit allen verfügbaren Mitteln auf die Notwendigkeit einer Rückführung des Budgetdefizits der USA hingewiesen worden, daß man das Ausbleiben weiterer sichtbarer Erfolge nur bedauern kann. Mit einer Geldpolitik, die ihre vordringliche Aufgabe als Hüterin der Preisstabilität wahrnimmt, und einer Finanzpolitik, die zwischen selbst auferlegten Zwängen und parteipolitischen Auseinandersetzungen blockiert zu sein scheint, war in den USA die Aufmerksamkeit, die dem Leistungsbilanzdefizit gezollt wurde, offensichtlich nicht sehr groß.

Was über die USA gesagt wurde, trifft mutatis mutandis auch auf die beiden großen Überschüßländer zu. Sie befinden sich insofern in der gleichen Lage, als ihre Überschüsse, wenn überhaupt, nur wenige Anzeichen einer Abnahme aufweisen. Sie unterscheiden sich erheblich hinsichtlich der Stärke der Inlandsnachfrage, aber das, was Japan in dieser Hinsicht als Beitrag zu

einer Verbesserung der internationalen Ausgewogenheit aufzuweisen hat, kann Deutschland auf dem Gebiet der Offenheit und Zugänglichkeit seiner Märkte vorzeigen. Hier hinkt Japan immer noch stark nach, auch wenn die realen Einfuhren ziemlich rasch zugenommen haben, jedoch von einem niedrigen Niveau ausgehend. Deutschland kann auf die Tatsache verweisen, daß die Ungleichgewichte kein Dreierproblem mehr darstellen, da sich die Defizite Großbritanniens und anderer europäischer Länder zu wesentlichen Gegenposten der deutschen Überschüsse entwickelt haben, während der Handelsbilanzüberschuß gegenüber den USA erheblich zurückgegangen ist.

Hält man sich vor Augen, daß die Anpassungsbemühungen weit nach unten auf der wirtschaftspolitischen Tagesordnung gerutscht sind, so muß man sich fragen, ob frühere Befürchtungen hinsichtlich der Instabilität, die von andauernden Leistungsbilanzungleichgewichten ausgehen, gerechtfertigt waren – jedenfalls, was die Dringlichkeit von Vorsichtsmaßnahmen anging. Diese Frage wird am Ende des Berichts wieder aufgegriffen werden. Soll dieser Angelegenheit mehr Aufmerksamkeit gewidmet werden, so müssen die Grenzen für ihre Fortsetzung klarer erkennbar werden. Dieser Punkt dürfte in den Vereinigten Staaten und Großbritannien angesichts der Asymmetrie der Dringlichkeit der Anpassung in den Defizit- und in den Überschüßländern schneller erreicht werden als in Japan oder in Deutschland, und man kann nur hoffen, daß dies geschieht, bevor der Protektionismus weiter an Boden gewinnt, nicht nur als politische Forderung, sondern auch als Lehrmeinung mit dem Anspruch wissenschaftlicher Seriosität. Durch das bisher Gesagte sollte deutlich geworden sein – und dies zieht sich als roter Faden durch den gesamten Bericht –, wie eng Probleme der Geldpolitik, des Kapitalverkehrs, der Wechselkurse und der Leistungsbilanzen miteinander verknüpft sind. Sie sollten gemeinsam, nicht als getrennte Probleme und nicht auf der Grundlage nationaler Entscheidungen, sondern auf der Grundlage internationaler Koordination angegangen werden.

Ein anderes Thema, das in diesem Bericht die nötige Aufmerksamkeit erhalten wird, ist das Geschehen in den nichtindustrialisierten Ländern und in den jungen Industrieländern, insbesondere den Ländern mit Schuldenproblemen. Bei der Schuldenkrise war es bereits im Fall der ärmsten Länder, die hauptsächlich öffentliche Kredite erhalten haben, zu einem partiellen Durchbruch gekommen. Der Brady-Plan hat jetzt den Weg für neue Ideen geöffnet, um mit den hohen Schulden von Ländern mit mittleren Einkommen voranzukommen, bei denen in großem Umfang Mittel der Banken auf dem Spiel stehen. Bis jetzt sind die verschiedenen Elemente, die zur Realisierung der Vorschläge gehören, noch nicht beisammen. Viele sehr komplexe und kontroverse Fragen müssen noch gelöst werden. Kapitel V enthält eine ausführliche Diskussion dessen, was bis zur Drucklegung dieses Berichts geschehen ist.

Die Gliederung des Berichts wurde beibehalten; die Analyse führt von der realwirtschaftlichen Seite über die Finanzmärkte zur Wirtschaftspolitik, wobei jedem der drei Gebiete zwei Kapitel gewidmet sind, von denen eines eher national, das andere eher international orientiert ist. Die Schlußbemerkungen sind weniger eine Zusammenfassung als ein Ausblick nicht auf das zukünftige Geschehen, sondern auf die Optionen und die einengenden Zwänge der Wirtschaftspolitik.

II. Wirtschaftsentwicklung im Jahr 1988

Schwerpunkte

Das Wachstum der Weltwirtschaft beschleunigte sich im letzten Jahr auf etwas mehr als 4%. Dieses Ergebnis beruhte zum großen Teil auf einem gleichartigen Verlauf der wirtschaftlichen Entwicklung in den Industrieländern, die, wie erst rückblickend erkennbar, bereits im zweiten Halbjahr 1987 eingesetzt hatte. Besonders überraschend – und ermutigend – war die vielerorts kräftige Ausweitung der Unternehmensinvestitionen. Die Enttäuschung über das scheinbare Ausbleiben einer positiven Reaktion auf den Ölpreisrückgang im Jahr 1986 und die Befürchtungen hinsichtlich möglicher Auswirkungen des Börsenkrachs von 1987 machten somit einer optimistischen Einstellung Platz, als das Ausmaß und die Art des Aufschwungs erkennbar wurden.

Die allgemein mittelfristige Orientierung der Wirtschaftspolitik der Industrieländer, deren Bemühungen um strukturelle Anpassung und die verbesserte internationale Koordinierung der Wirtschaftspolitik schienen sich somit auszuzahlen. Besonders in der ersten Jahreshälfte konnte die Inflation unter Kontrolle gehalten werden, und die internationale Anpassung der Handelsvolumen kam zügiger voran. In einer wachsenden Zahl von Ländern begann die Arbeitslosigkeit abzunehmen, wenngleich sie in vielen europäischen Ländern nach wie vor hoch blieb.

Im zweiten Halbjahr begannen dann die Preise trotz einer gewissen Verlangsamung des Wachstumstempos etwas stärker zu steigen, so daß im März 1989 die Teuerung im Durchschnitt $4\frac{1}{2}\%$ betrug, verglichen mit knapp 4% im Dezember 1987. Der internationale Anpassungsprozeß kam zum Erliegen, während die Arbeitslosigkeit weiter abnahm – selbst in den USA, wo sie im März dieses Jahres nur noch 5,0% betrug. Im gleichen Monat erhöhte sich die Inflationsrate in den Vereinigten Staaten auf 5%.

In der Tat ist der gegenwärtige Aufschwung von bedeutend weniger Inflation begleitet als die wirtschaftliche Erholung, die auf den ersten Ölpreisschock folgte. Auch wird gegenwärtig kein weiterer größerer von außen kommender Preisschub erwartet. Gleichwohl bleibt festzuhalten, daß die Preissteigerungsraten seit 1982 nicht auf ein mit Ende der fünfziger und Anfang der sechziger Jahre vergleichbares Niveau gefallen sind, wenngleich sie in den letzten drei Jahren so niedrig lagen wie seit zwanzig Jahren nicht mehr. Nun macht man sich besonders in Nordamerika und Großbritannien erneut Sorgen über ein Heißlaufen der Konjunktur.

Diese Entwicklung verdeutlicht die Wichtigkeit einer Verringerung des strukturellen Defizits des US-Bundeshaushalts. In dieser Hinsicht wurden im letzten Jahr keine weiteren Fortschritte erzielt, und auch für das laufende

Finanzjahr werden solche nicht erwartet. Ein rasches Handeln in diesem Bereich könnte auch helfen, den internationalen Anpassungsprozeß wieder in Gang zu bringen. In den meisten europäischen Ländern bedarf es zweifelsohne größerer Anstrengungen bei der strukturellen Anpassung, will man die Arbeitslosigkeit dauerhaft verringern.

Die Entwicklungsländer profitierten im letzten Jahr von dem höheren Expansionstempo in den Industrieländern. Ihr wirtschaftliches Wachstum erhöhte sich im Durchschnitt von 4% auf etwas mehr als 4½%. Bemerkenswert war die Wachstumsbeschleunigung in den zwei größten Ländern China und Indien. Die nichtölproduzierenden Länder profitierten zudem in gewissem Ausmaß von einem Rückgang der Ölpreise, viele auch von höheren Rohstoffnotierungen (ohne Ölpreise). Allerdings hatten nicht alle Entwicklungsländer Anteil an dem kräftigeren Wirtschaftswachstum. Besonders in Lateinamerika verstärkte sich die Inflation und trug dadurch zu einer starken Wachstumsverlangsamung bei; in Teilen Asiens und Afrikas verschlechterte sich das Preisklima ebenfalls.

Ländergruppe/Region	BIP von 1986		1977–82 Durchschnitt	1983	1984	1985	1986	1987	1988
	in Mrd. US-Dollar	in Prozent des BIP insgesamt							
	Prozentveränderung des realen BIP								
Sieben größte Länder	9275	64,5	2,0	3,0	5,2	3,4	2,8	3,4	4,2
Übrige Industrieländer ²	1543	10,7	1,7	1,4	3,6	3,1	2,5	3,0	3,3
Entwicklungsländer	2360	16,4	4,3	3,3	4,2	4,0	4,3	4,0	4,5
Größte Ölförderländer ³	727	5,1	2,5	0,6	0,2	0,3	0,0	1,0	1,5
Übrige Entwicklungsländer	1633	11,3	4,9	4,5	6,0	5,7	6,3	5,4	5,8
Afrika und Nahost	185	1,3	4,5	2,4	1,6	4,0	3,6	-0,3	2,2
Asien	962	6,7	6,2	8,0	7,8	6,7	6,9	7,7	9,2
darunter:									
Junge Industrieländer ⁴	224	1,6	7,1	8,9	9,1	3,6	10,6	11,8	9,2
Lateinamerika	486	3,3	4,0	-1,2	4,1	4,5	6,3	2,8	0,5
Osteuropa ⁵	1214	8,4	3,0	3,4	3,2	3,2	3,8	2,2	3,8
Insgesamt	14 392	100,0	2,4	3,0	4,7	3,4	3,0	3,4	4,1

¹ 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 1986, wobei alle Länder berücksichtigt wurden, deren BIP 1986 wenigstens US-\$ 0,1 Mrd. betrug. ² In der Tabelle auf S. 22 aufgezählte Länder sowie Island und Luxemburg. ³ OPEC-Mitglieder, Mexiko und Trinidad und Tobago. ⁴ Hongkong, Singapur, Südkorea und Taiwan. ⁵ Materielle Produktion (netto), umgerechnet zu nichtkommerziellen Wechselkursen.

Quellen: IMF World Economic Outlook, OECD National Accounts, UN Yearbook, World Bank Atlas und World Debt Tables und nationale Quellen.

Industrieländer

Die Produktion der Industrieländer stieg im vergangenen Jahr um mehr als 4%. Diese Zunahme, die auf eine bereits fünf Jahre währende Aufschwungsphase folgte, entsprach einer Wachstumsbeschleunigung von fast einem Prozentpunkt gegenüber 1987. Läßt man einmal die Vereinigten Staaten beiseite, deren besonders kräftig ausgefallene Erholung im Jahr 1984 das Durchschnittswachstum der Industrieländer damals stark ansteigen ließ, so

Beschleunigtes
Produktions-
wachstum im
letzten Jahr ...

war die letztjährige durchschnittliche Expansionsrate aller übrigen Industrieländer mit 4 1/4% die höchste seit 1976. In der Tat muß man bis in die Zeit vor der ersten Ölkrise zurückgehen, um auf höhere Wachstumsraten zu stoßen, die sich im übrigen letztlich als auf Dauer unhaltbar erwiesen.

Ein weiteres Merkmal des kräftigeren Wirtschaftswachstums im vergangenen Jahr war dessen ungewöhnlich breite Streuung. Mit einer Ausnahme verzeichneten alle sieben großen Länder – und auch zahlreiche kleinere Volkswirtschaften – in unterschiedlichem Ausmaß eine Wachstumsbeschleunigung. Bemerkenswert und erfreulich war ferner die Bedeutung des Beitrags, den die Anlageinvestitionen der Unternehmen im allgemeinen zur Dynamik der Nachfrage leisteten, selbst in einigen Ländern, in denen das gesamtwirtschaftliche Wachstum abnahm (s. auf S. 13). Auf längere Sicht dürfte dieser Investitionsschub das Produktionspotential stärken und damit die Wachstumsaussichten verbessern.

Die Zunahme des Wirtschaftswachstums im gegenwärtigen Stadium des Aufschwungs sollte auch vor dem Hintergrund der Preisentwicklung gesehen werden. Die Verbraucherpreise stiegen verglichen mit 1987 im Jahresverlauf bis einschließlich Dezember nur geringfügig an; mit 3 3/4% lag die Steigerungsrate freilich einen ganzen Prozentpunkt höher als 1986. Allerdings wirkte sich damals der starke Rückgang der Ölpreise dämpfend auf das gesamtwirtschaftliche Preisniveau aus. Gemessen am Preisindex des Bruttoinlandsprodukts, der den inländischen Inflationsdruck genauer widerspiegelt, veränderte sich die Inflationsrate im Durchschnitt der Industrieländer im letzten Jahr insgesamt kaum. Und im Vergleich zu jener von 1986 lag sie sogar – teilweise aufgrund einer günstigeren Produktivitätsentwicklung – geringfügig niedriger. In Japan, Deutschland, Frankreich und Italien fiel der Vergleich mit 1986 sogar noch vorteilhafter aus.

Auf den ersten Blick stimmen diese Fakten zuversichtlich für die Zukunft. Gewiß, die Ölpreise gaben die meiste Zeit des Jahres über weiter leicht nach. Gleichwohl ist es bemerkenswert, daß die durchschnittliche Inflationsrate nach fünf bis sechs Jahren wirtschaftlicher Expansion noch immer unter jener lag, die im ersten Jahr des Aufschwungs (1983) zu verzeichnen war. In allen Ländern (ohne USA) betrug sie weniger als ein Drittel der Inflationsrate des Jahres 1976, als letztmals die im vergangenen Jahr erreichte Wachstumsrate verzeichnet worden war, und für die Industrieländer insgesamt war in jedem der vergangenen drei Jahre die durchschnittliche Teuerung geringer als zu irgendeiner Zeit seit Mitte der sechziger Jahre.

Während es einerseits nützlich ist, das vergangene Jahr unter dem soeben beschriebenen Blickwinkel zu betrachten, ist es andererseits erforderlich festzuhalten (und dies wird auf S. 30ff. getan), daß der inflationäre Druck im Laufe des vergangenen Jahres und während der ersten Monate des Jahres 1989 zugenommen hat. Der Auslastungsgrad der Sachkapazitäten hat hohe Werte erreicht, und da zudem die Arbeitslosigkeit abnahm – in einigen Ländern rasch sinkend, in anderen auf einen niedrigen Stand zurückgehend –, zeichnete sich die Gefahr eines Wiederauflebens binnenwirtschaftlicher inflationärer Tendenzen ab. Folglich wurde in zahlreichen Ländern die

... getragen von
einer lebhaften
Investitions-
tätigkeit

Zwar waren die
Preissteigerungs-
raten gering ...

... aber im Jah-
resverlauf
wachsende
Preisauftriebs-
tendenzen

Geldpolitik unverzüglich angepaßt, um jeglichem Aufkeimen inflationärer Erwartungen vorzubeugen.

Ein anderer beunruhigender Vorgang ist das Stocken des internationalen Anpassungsprozesses bei den drei größten Volkswirtschaften in der zweiten Hälfte des letzten Jahres und offenbar im ersten Quartal dieses Jahres (s. die Grafik auf S. 63). So stieg z.B. in den Vereinigten Staaten die Inlandsnachfrage – ohne die starken Schwankungen ausgesetzte Lagerhaltung betrachtet – im zweiten Halbjahr mit einer Jahresrate von 3,3%, nach 1,9% im ersten Halbjahr. Der reale Außenbeitrag, der sich während der ersten sechs Monate um 1½% des Bruttonsozialprodukts verbessert hatte, zeigte im weiteren Jahresverlauf keine zusätzliche Verbesserung. In Japan verlangsamte sich das Wachstum der Inlandsnachfrage in der zweiten Jahreshälfte, blieb aber nach wie vor vergleichsweise kräftig. Die Exporte zogen hingegen in dieser Zeit an. In Deutschland schwächte sich das Wachstum der Inlandsnachfrage im Zeitraum Juli–Dezember auf eine Jahresrate von 1,3% ab, und der reale Außenbeitrag nahm zu statt ab, so daß sich die in der ersten Jahreshälfte erreichte Anpassung zu einem großen Teil umkehrte. Ein vierter Land schließlich, Großbritannien, rutschte im Verlauf des letzten Jahres schnell in ein hohes außenwirtschaftliches Defizit.

Diese Einschränkungen ändern indes nichts daran, daß die Wirtschaftsentwicklung im abgelaufenen Jahr allgemein betrachtet erheblich günstiger verlief, als nahezu alle Beobachter, offizielle wie private, erwartet hatten. Zwar hatte sich die Wirtschaftstätigkeit bereits 1987 zu beleben begonnen, doch war dies erst spät erkannt worden, so daß man sagen kann, der Produktionsschub setzte ein, als er am wenigsten erwartet wurde. Der tiefe Fall der Aktienkurse im Oktober 1987 war trotz unverzüglich eingeleiteter Gegenmaßnahmen der Zentralbanken allgemein als Vorbote erheblicher Ausgabeneinschränkungen des privaten Sektors angesehen worden, während gleichzeitig die Hoffnung zu schwinden begann, daß der starke Ölpreisrückgang von 1986 im Positiven ähnliche Wirkungen zeitigen würde, wie sie im Negativen eingetreten waren, als die Ölpreise 1973/74 und 1979/80 stiegen.

In welchem Ausmaß die Wirtschaftsaktivität des vergangenen Jahres unterschätzt wurde, wird deutlich, wenn man dem tatsächlichen Wachstum in den sieben großen Ländern in der Zeit vom ersten Halbjahr 1986 bis zum ersten Halbjahr 1988 die entsprechenden Prognosen gegenüberstellt. Nimmt man ein breites Spektrum amtlicher und halbamtlicher Voraussagen, so zeigt sich, daß das reale Bruttoinlandsprodukt um rund 2¾% als zu gering veranschlagt wurde, wohingegen das Preisniveau recht präzis prognostiziert wurde; die stärker als erwartet ausgefallene Produktionsausweitung ging also nicht mit einer stärkeren Inflation einher. Unerwartete wirtschaftspolitische Entwicklungen scheinen im übrigen in diesem Zusammenhang nur von untergeordneter Bedeutung gewesen zu sein, auch wenn die ganze Tragweite des fiskalpolitischen Maßnahmenpaket in Japan Mitte des Jahres 1987 noch nicht abzusehen war. Veränderungen bei den Vorräten und dem realen Außenbeitrag waren ebenfalls von geringem Einfluß, da die zu geringe Vorausschätzung der Endnachfrage mit rund 3% jener des Bruttoinlandsprodukts ungefähr entsprach. Auf der anderen Seite entfiel, bezogen auf die

Internationaler Anpassungsprozeß im Jahresverlauf ins Stocken geraten

Unerwartete Belebung der Wirtschaftstätigkeit ...

Entwicklung der privaten Anlageinvestitionen (ohne Wohnungsbau)

Land	1967–73	1973–79	1979–85	1986	1987	1988
	Durchschnitt	Durchschnitt	Durchschnitt			
Veränderung in Prozent						
USA	4,4	3,5	2,6	– 4,5	2,8	9,5
Japan	13,2	1,0	7,0	5,9	7,9	15,9
Deutschland (BR)	6,5	1,9	1,0	4,4	4,4	7,2
Frankreich	7,3 ¹	–0,5	–0,3	3,3	4,4	8,0
Großbritannien	6,1	3,7	4,0	0,3	14,4	17,2
Italien ²	3,5 ¹	–0,2	1,5	2,8	9,8	6,6
Kanada	3,9	6,8	2,9	3,2	8,8	17,8
Australien ³	4,2	1,9	2,6	4,5	0,8	15,8
Belgien	3,9	0,6	2,6	5,6	10,7	13,7
Dänemark	3,5 ²	1,0 ²	3,5	17,6	–8,9	–5,8
Finnland	7,0	–2,5	5,3	2,9	5,3	6,8
Griechenland ⁴	12,4	–0,2	–3,0	– 5,7	–3,2	10,0
Irland ⁴	10,4	5,6	–3,0	0,7	–1,1	0,2
Neuseeland ^{3, 4}	3,1	–2,1	4,7	4,4	–6,3	4,5
Niederlande	4,1	1,7	0,5	12,5	2,0	6,8
Norwegen	5,9	8,6	3,8	14,6	–3,2	–5,6
Österreich ⁴	7,2	1,2	0,0	3,6	1,8	4,9
Portugal ⁴	7,0	–0,4	–2,4	9,5	19,5	13,5
Schweden	4,3	–0,7	3,5	0,5	5,4	4,7
Schweiz ⁴	5,9	–2,9	3,9	8,5	7,6	5,8
Spanien ⁴	7,6	–1,1	–1,0	10,0	14,6	14,0
Südafrika	7,9	–0,3	3,7	–15,9	3,1	16,3
EG-Länder ⁵	6,0	1,0	1,2	4,3	7,4	9,2
Insgesamt ⁵	6,6	2,1	3,0	1,0	5,4	10,7

¹ 1970–73. ² Investitionen insgesamt, ohne Wohnungsbau. ³ Haushaltsjahr, endet mit dem zweiten Quartal in Australien und mit dem ersten Quartal in Neuseeland. ⁴ Investitionen insgesamt. ⁵ Durchschnitte berechnet unter Verwendung der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1986.

gesamte Endnachfrage, nahezu die Hälfte der Diskrepanz auf die Anlageinvestitionen der Unternehmen, deren Wachstum um mehr als 10 Prozentpunkte und in einigen Ländern (Japan und Kanada) sogar um über 15 Prozentpunkte über den Erwartungen lag.

Die ungewöhnlich kräftige, allgemeine Zunahme der Anlageinvestitionen der Unternehmen wird auf Seite 37f. analysiert. An dieser Stelle soll ein wichtiger Hinweis zur Erklärung der günstigen Entwicklung im Jahr 1988 genügen. Eine auf diese Ausgabenkomponente abstellende Erklärung kann die Gründe für die verspätete Reaktion auf den Ölpreisrückgang im Jahr 1986 und für das offensichtliche Ausbleiben rezessiver Folgen des Kursverfalls der Aktien liefern. Darüber hinaus könnte auch die internationale Koordinierung der Wirtschaftspolitik eine Rolle gespielt haben, wenngleich in vielen Ländern die lange Zeit über schwache Investitionsneigung einen geringeren Bestand an freien Kapazitäten implizierte, als man es

... teilweise aufgrund des Verlaufsmusters der Investitionen

Veränderung des realen BSP/BIP ¹ und der Nachfragekomponenten								
Land	1977–82 Durch- schnitt	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1988 4.Q. ^{3,4}
	Veränderung in Prozent							
USA								
Privater Verbrauch	1,7	4,7	4,8	4,7	4,3	2,7	2,8	3,7
Staatsverbrauch	1,7	1,1	4,4	7,9	4,0	2,6	0,3	0,4
Anlageinvestitionen (brutto)	−0,8	8,2	16,8	5,3	0,0	2,0	6,1	4,6
Vorratsinvestitionen ⁵	−0,4	0,6	2,1	−1,5	0,2	0,5	0,2	−1,0
Außenbeitrag ⁵	0,4	−1,5	−2,0	−0,6	−0,9	0,2	0,7	0,5
Bruttosozialprodukt	1,4	3,6	6,8	3,4	2,8	3,4	3,9	2,8
Japan								
Privater Verbrauch	3,7	3,3	2,7	2,7	3,1	4,2	5,0	4,3
Staatsverbrauch	3,8	3,0	2,8	1,7	6,2	−0,7	2,1	2,8
Anlageinvestitionen (brutto)	3,5	−0,2	4,8	5,7	6,0	10,1	13,5	10,6
Vorratsinvestitionen ⁵	0,0	−0,4	0,4	0,4	−0,1	−0,4	0,2	−0,2
Außenbeitrag ⁵	0,7	1,5	1,3	1,1	−1,4	−0,6	−1,9	−1,3
Bruttosozialprodukt	4,3	3,3	5,1	4,9	2,5	4,4	5,8	4,7
Deutschland (BR)								
Privater Verbrauch	1,3	1,7	1,5	1,4	3,4	3,6	2,5	1,1
Staatsverbrauch	2,1	0,2	2,5	2,1	2,5	1,5	1,8	1,3
Anlageinvestitionen (brutto)	0,8	3,2	0,8	0,1	3,2	2,5	5,8	3,8
Vorratsinvestitionen ⁵	−0,3	0,5	0,5	−0,4	0,3	0,1	0,4	1,1
Außenbeitrag ⁵	0,5	−0,3	1,3	1,2	−1,1	−1,2	0,1	−0,1
Bruttosozialprodukt	1,5	1,9	3,3	1,9	2,3	1,8	3,4	2,6
Nachrichtlich: Inlandsnachfrage								
USA	1,0	5,1	8,7	3,8	3,7	3,0	3,0	2,2
Japan	3,6	1,8	3,8	3,9	4,1	5,1	7,8	6,1
Deutschland (BR)	1,1	2,3	2,0	0,8	3,6	3,1	3,5	2,9

Fußnoten s. Tabelle auf S. 18.

aus der Extrapolation der Trends potentieller Wachstumsraten hätte schließen können. In gleicher Weise, wie frühere starke Wechselkursverzerrungen unter dem Floating die Unternehmen womöglich zum Aufschub von Investitionsvorhaben veranlaßt hatten, könnte die Bekräftigung der gemeinsamen Bemühungen um realistischere Wechselkurse das Vertrauen der Wirtschaft gestärkt haben, vor allem, nachdem es aufgrund binnengewirtschaftlicher Maßnahmen gelungen war, die Ertragslage der Unternehmen wieder deutlich zu verbessern. Gewiß spielten sich im Oktober 1987 an den Finanzmärkten gravierende Vorgänge ab, doch dürften im Anschluß daran die anhaltend niedrige Inflation und fortgesetzte Koordinierungsanstrengungen neben anderen Faktoren dazu beigetragen haben, das turbulente Geschehen auf den Finanzmärkten in die Kategorie von Ereignissen zu verweisen, die zu kurzfristig sind, um die laufenden Investitionsvorhaben spürbar zu beeinflussen.

Die drei größten Volkswirtschaften

Die Vereinigten Staaten verzeichneten 1988 mit einem Wachstum des Sozialprodukts von fast 4% das sechste Jahr des gegenwärtigen ununterbrochenen Wirtschaftsaufschwungs. Trotz derdürrebedingten Einbußen bei der Agrarerzeugung, die sich für das Jahr schätzungsweise auf 0,4% des Bruttosozialprodukts beliefen, stellte dieses Ergebnis eine Wachstumsbeschleunigung gegenüber dem vorangegangenen Jahr dar. Im vierten Quartal schwächte sich das Wachstum im Vergleich zum vierten Quartal des Vorjahrs auf 2 3/4% ab, doch war dies mehr als zur Gänze auf erratische, mit der Dürre zusammenhängende Veränderungen bei den Vorräten zurückzuführen. Gemessen an der Inlandsnachfrage (ohne Vorratsveränderung) belief sich das Wachstum vom vierten Quartal 1987 zum vierten Quartal 1988 real auf 3 1/4%, was verglichen mit dem Wert von einem Jahr zuvor eine leichte Beschleunigung war. Der private Verbrauch weitete sich im selben Zeitraum um 3 3/4% aus, nachdem sich ein leichter Anstieg der Sparquote wieder zurückbildete.

Es überrascht daher nicht, daß, wie die Grafik in Kapitel III, Seite 63 zeigt, die seit Jahresmitte 1986 beobachtete, willkommene Verbesserung des realen Außenbeitrags im zweiten Halbjahr 1988 zum Stillstand kam. Die Ausweitung des Exportvolumens schwächte sich – nur teilweise infolge der Dürre – in der zweiten Jahreshälfte ab, während die Einfuhren beschleunigt anzogen.

Da die Nachfragedynamik während der ersten Monate dieses Jahres offenbar anhielt und erste Anzeichen eines Preisauftriebs sichtbar wurden, stellt sich immer dringlicher die Frage, ob es weiterhin der Geldpolitik allein überlassen bleiben kann, adäquat bremsend zu wirken. Gewiß, das Defizit des Bundesbudgets ist im Haushaltsjahr 1988 relativ zum Bruttosozialprodukt leicht gesunken, und diese Relation hat sich beim Defizit aller öffentlichen Haushalte auf Kalenderjahrbasis noch stärker zurückentwickelt (s. S. 17).

Dabei ist jedoch zu bedenken, daß ein Großteil, wenn nicht gar die gesamte Verbesserung auf die kräftige Wirtschaftstätigkeit zurückzuführen sein dürfte, das strukturelle Defizit also nicht weiter abnahm. Hinzu kommt, daß nach Schätzungen der neuen Administration für das laufende Finanzjahr keine weiteren Fortschritte zu erwarten sind. Bleiben weitere Maßnahmen aus, rechnen offizielle Stellen damit, daß das Defizit des Bundes die vom Gramm-Rudman-Hollings-Gesetz für das Haushaltsjahr 1989 vorgesehene Obergrenze um etwa \$ 24 Mrd. überschreiten wird. Dies macht eine Schwäche des Gramm-Rudman-Verfahrens deutlich, daß nämlich die Obergrenzen nur für die veranschlagten Defizite und nicht für das tatsächliche Ergebnis gelten. Zu einem nicht unerheblichen Teil ist das Überschreiten der Gramm-Rudman-Vorgabe im laufenden Fiskaljahr auf die Maßnahmen zurückzuführen, die die neue Administration zur Lösung der Probleme der amerikanischen Spar- und Darlehensbanken ergriffen hat. Das Gramm-Rudman-Hollings-Gesetz enthält aber keine Bestimmung, die ausgleichende Änderungen bei anderen Haushaltspositionen vorschreibt, damit die Zielvorgabe für das laufende Finanzjahr eingehalten werden kann.

Das Budgetbüro des Kongresses ist der Meinung, daß die den

Inlandsnachfrage in den USA weiterhin kräftig ...

... was den Anpassungsprozeß bremste ...

... und der Inflation Auftrieb gab

Zu geringe Anpassung im strukturellen Budgetdefizit der USA...

Haushaltsvoranschlägen der Administration zugrundeliegenden wirtschaftlichen Annahmen zu einer allzu optimistischen Einschätzung des Umfangs der zukünftig erforderlichen Budgetkürzungen führen. Während es also in den ersten Monaten dieses Jahres vordringlich darum ging, ob sich Administration und Kongreß über das Budget von 1990 einigen könnten oder ob der Kürzungsautomatismus wirksam werden soll, stellt sich außerdem die Frage, ob weitere Abstriche am Budget erforderlich sind. Der Präsident sträubt sich, die Steuerreform der vorherigen Regierung durch eine Anhebung der Einkommenssteuern zu gefährden. Das sich daraus ergebende Erfordernis weiterer Ausgabenkürzungen stellt auch weiterhin ein ernstes politisches Problem dar, es sei denn, die Administration gelangt beispielsweise zu der Auffassung, daß die weltpolitische Lage nunmehr eine Verminderung der Verteidigungsausgaben ohne Gefährdung der Sicherheit ermögliche. Ohne weitere Maßnahmen besteht die Gefahr, daß sich die Zinsen – und somit auch die Kosten des Schuldendienstes – weiter erhöhen und/oder eine konjunkturelle Abschwächung der privaten Wirtschaftstätigkeit automatisch das Defizit und damit die Relation öffentliche Verschuldung zu Bruttosozialprodukt wieder steigen läßt.

... hat den Bedarf nach überzeugenderen Maßnahmen erhöht

Die Wachstumsrate der *japanischen* Wirtschaft schnelte im letzten Jahr auf 5 $\frac{3}{4}\%$. Zweifellos hatten die 1987 ergriffenen expansiven fiskalpolitischen Maßnahmen zu diesem Schub beigetragen, doch scheint die Wirtschaft auch eine autonome Aufwärtsentwicklung im privaten Sektor vor allem in Gestalt einer stürmischen Expansion der Unternehmensinvestitionen erfahren zu haben. Das Steueraufkommen erhöhte sich derart stark, daß der Haushaltsumberschuss trotz der expansiven Maßnahmen des vorangegangenen Jahres in Relation zum Sozialprodukt weiter zunahm (s. S. 17). Die Inlandsnachfrage nahm kräftig zu, besonders im ersten Halbjahr 1988, als sie auf Jahresbasis gerechnet um mehr als 8 $\frac{1}{2}\%$ höher lag als im vorhergehenden Halbjahr. Eine leichte Nachfrageabschwächung im Schlußquartal des Jahres könnte sich teilweise als vorübergehend erweisen, sofern sie mit der während der tödlichen Erkrankung des Kaisers gedrückten Stimmung im Land zusammenhing.

Kräftige Zunahme der Inlandsnachfrage in Japan ...

Die kräftige Inlandsnachfrage war zweifellos teilweise für die beschleunigte Anpassung des realen Außenbeitrags in der ersten Hälfte des Jahres verantwortlich. Allerdings wurde, wie im folgenden Kapitel näher ausgeführt, ein Großteil der potentiellen Auswirkungen dieser Entwicklung auf die nominale Leistungsbilanz durch Veränderungen der Terms of trade zunichte gemacht, und in jüngster Zeit kam die Sorge auf, daß der Anpassungsprozeß zum Erliegen gekommen sein könnte. Einige Sorgen bereitet auch der Preisauftrieb, obwohl die Verbraucherpreise im Durchschnitt 1988 nicht anstiegen. Allerdings mag sich das Preisniveau in diesem Jahr als Folge der im Rahmen der Steuerreform eingeführten Mehrwertsteuer etwas erhöhen.

... führte zu weiterer außenwirtschaftlicher Anpassung zu Anfang des Jahres

In Deutschland war der Stillstand des internationalen Anpassungsprozesses bereits in der ersten Hälfte des vergangenen Jahres am realen Außenbeitrag trotz einer stärkeren Zunahme der Inlandsnachfrage und der Importe erkennbar. Nachdem der reale Außenbeitrag 1986 und 1987 jeweils um rund 1% des Bruttosozialprodukts gesunken war, blieb er im letzten Jahr praktisch unverändert. Zweifellos trug die hohe weltweite Nachfrage nach Investi-

In Deutschland keine weitere Anpassung ...

Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte¹

Land	1973	1983	1984	1985	1986	1987	1988 ²
	in Prozent des BSP/BIP						
USA	0,6	– 3,8	– 2,8	– 3,3	– 3,4	– 2,3	– 1,8
Japan ³	0,5	– 3,7	– 2,1	– 0,8	– 0,9	0,6	1,3
	– 2,7	– 6,8	– 5,8	– 4,2	– 4,2	– 1,4	0,3
Deutschland (BR)	1,2	– 2,5	– 1,9	– 1,1	– 1,3	– 1,8	– 2,0
Frankreich	0,9	– 3,1	– 2,8	– 2,8	– 2,9	– 2,3	– 2,0
Großbritannien	– 2,6	– 3,3	– 3,9	– 2,7	– 2,3	– 1,5	0,5
Italien	– 7,0	– 10,7	– 11,5	– 12,5	– 11,4	– 10,5	– 10,2
Kanada	0,9	– 6,9	– 6,5	– 7,0	– 5,4	– 4,6	– 3,1
Australien	1,8	– 4,0	– 3,1	– 2,8	– 2,2	– 0,8	0,9
Belgien	– 5,5	– 11,9	– 9,7	– 9,1	– 9,2	– 7,4	– 7,1
Dänemark	5,3	– 7,2	– 4,1	– 2,1	3,4	2,1	0,6
Finnland	5,8	– 1,7	0,4	0,1	0,8	– 0,8	1,0
Griechenland	n.v.	– 8,1	– 9,9	– 13,5	– 10,6	– 10,2	– 13,9
Irland ⁴	– 3,8	– 12,9	– 12,3	– 13,0	– 13,0	– 10,1	– 3,3
Israel ^{5, 6}	n.v.	– 3,4	– 10,4	– 2,9	2,5	– 1,2	n.v.
Neuseeland ^{5, 7}	– 2,5	– 7,1	– 9,4	– 7,5	– 4,3	– 3,8	0,8
Niederlande ⁸	1,9	– 6,6	– 5,7	– 4,3	– 4,9	– 4,6	– 4,3
Norwegen	5,8	4,2	7,5	10,4	5,7	4,2	3,1
Österreich	1,3	– 4,0	– 2,6	– 2,5	– 3,7	– 4,1	– 2,7
Portugal	1,4	– 8,5	– 10,9	– 11,1	– 8,5	– 7,5	– 7,2
Schweden	4,1	– 5,0	– 2,6	– 3,8	– 0,7	4,0	3,1
Schweiz ⁸	– 1,1	– 0,9	– 0,3	– 0,1	1,1	0,7	0,7
Spanien	1,1	– 4,8	– 5,5	– 7,0	– 6,1	– 3,6	– 3,2
Südafrika ⁷	– 1,1	– 4,7	– 4,3	– 3,5	– 4,9	– 6,0	– 5,4
Türkei	– 1,8	– 2,6	– 5,3	– 2,8	– 3,6	– 4,0	– 3,4

¹ Einschl. Sozialversicherungen, aber ohne Kapitaltransaktionen zu Finanzierungszwecken. ² Teilweise geschätzt. ³ Kursive Zahlen einschl. Staatsbetrieben (Finanzierungsrechnung). ⁴ Finanzierungsbedarf des Schatzministers. ⁵ Haushaltsjahr. ⁶ Inländischer Staatshaushalt. ⁷ Nur zentraler Haushalt. ⁸ Ohne Sozialversicherungsträger.

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

... trotz eines etwas höheren Nachfragewachstums

tionsgütern zur Beschleunigung des deutschen Exportwachstums bei. Die Verbrauchsausgaben erhielten zum Jahresbeginn einen Schub durch weitere Steuersenkungen, doch die privaten und öffentlichen Investitionen erwiesen sich als die dynamischste Nachfragekomponente (s. die Tabelle auf S. 14). Aufgrund dessen erhöhte sich die Inlandsnachfrage um 3½%, was wie in den anderen Ländern die Erwartungen übertraf. Begünstigt durch den milden Winter in den ersten Monaten wuchs die gesamtwirtschaftliche Erzeugung 1988 mit einer Jahresrate von 3½%, die Arbeitslosigkeit ging leicht zurück, und diese Abnahme beschleunigte sich zu Beginn dieses Jahres. Vor diesem Hintergrund verstärkte sich letztes Jahr der Preisauftrieb allmählich und erreichte im April dieses Jahres im Gefolge der Erhöhung einiger indirekter Steuern einen Wert von 3%.

Das Nachfragewachstum, besonders beim privaten Verbrauch, schwächte sich in der zweiten Hälfte des letzten Jahres ab; die Lager wurden aufgestockt, und in diesem Jahr treten, wie soeben erwähnt, einige haushaltspolitische

Veränderung des realen BSP/BIP¹
und der Nachfragekomponenten (Forts.)

Land	1977–82 Durch- schnitt ²	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1988 4.Q. ^{3,4}
		Veränderung in Prozent						
Frankreich								
Privater Verbrauch	2,7	0,9	1,1	2,3	3,7	2,7	2,7	2,4
Staatsverbrauch	3,5	2,1	1,1	2,3	1,7	3,0	2,3	2,1
Anlageinvestitionen (brutto)	0,9	-3,6	-2,6	2,8	3,3	3,7	7,0	5,8
Vorratsinvestitionen ⁵	-0,1	-0,9	0,0	-0,2	1,0	0,1	0,1	1,2
Außenbeitrag ⁵	0,1	1,4	1,0	-0,6	-1,8	-1,1	-0,3	-1,2
Inlandsnachfrage	2,3	-0,7	0,4	2,2	4,2	3,0	3,6	4,2
Bruttoinlandsprodukt	2,4	0,7	1,3	1,7	2,3	1,9	3,4	3,0
Großbritannien ⁶								
Privater Verbrauch	2,1	4,5	1,8	3,7	5,7	5,4	6,5	5,8
Staatsverbrauch	1,4	2,0	0,8	0,1	2,0	1,1	0,5	0,2
Anlageinvestitionen (brutto)	-0,7	5,0	8,6	3,8	1,7	8,3	11,8	8,5
Vorratsinvestitionen ⁵	-0,3	0,8	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,3	1,9
Außenbeitrag ⁵	-0,3	-1,0	-0,8	0,9	-0,7	-0,5	-3,9	-4,4
Inlandsnachfrage	1,2	4,8	2,6	2,7	4,2	5,1	6,5	7,2
Bruttoinlandsprodukt	0,9	3,9	1,8	3,7	3,5	4,5	2,6	2,8
Italien								
Privater Verbrauch	2,7	0,7	2,4	3,0	3,5	4,3	3,8	4,3
Staatsverbrauch	2,4	2,9	2,6	3,5	3,1	3,4	3,0	3,5
Anlageinvestitionen (brutto)	2,0	-0,1	5,3	2,5	1,4	6,7	4,9	3,4
Vorratsinvestitionen ⁵	-0,1	-0,6	0,9	0,2	0,2	0,2	0,5	n.v.
Außenbeitrag ⁵	-0,1	0,8	-0,8	-0,3	-0,4	-1,7	-0,6	-0,2
Inlandsnachfrage	2,4	0,2	4,0	3,1	3,2	4,6	4,3	4,8
Bruttoinlandsprodukt	2,2	1,1	3,2	2,9	2,9	3,0	3,9	4,5
Kanada								
Privater Verbrauch	1,6	3,4	4,6	5,4	4,3	4,7	4,3	4,0
Staatsverbrauch	2,0	1,4	1,2	2,7	1,2	1,6	2,8	2,7
Anlageinvestitionen (brutto)	3,1	-0,7	2,1	8,2	5,0	9,6	12,5	9,4
Vorratsinvestitionen ⁵	-0,8	1,9	1,8	-0,3	0,2	-0,5	-0,4	-0,7
Außenbeitrag ⁵	0,5	-0,3	0,9	-0,3	-0,7	-0,6	-1,1	-1,4
Inlandsnachfrage	1,4	4,1	5,3	5,1	3,9	4,7	5,5	4,3
Bruttoinlandsprodukt	2,0	3,2	6,3	4,6	3,2	4,0	4,5	3,4
Sieben größte Länder ⁷								
Privater Verbrauch	2,2	3,6	3,6	3,8	4,0	3,4	3,6	3,7
Staatsverbrauch	2,2	1,5	3,2	5,3	3,6	2,0	1,2	1,2
Anlageinvestitionen (brutto)	1,0	3,2	8,6	4,7	2,4	5,5	9,1	6,9
Vorratsinvestitionen ⁵	-0,3	0,3	1,3	-0,8	0,2	0,2	0,2	-0,2
Außenbeitrag ⁵	0,3	-0,4	-0,6	0,0	-1,0	-0,4	-0,5	-0,5
Inlandsnachfrage	1,7	3,4	5,8	3,4	3,8	3,8	4,5	3,8
BSP/BIP	2,0	3,0	5,2	3,4	2,8	3,4	4,2	3,4

¹ BSP für jene Länder (USA, Japan, Deutschland), welche die an das Ausland gezahlten und die vom Ausland bezogenen Faktoreinkommen den Ein- und Ausfuhren hinzurechnen. ² Italien: Durchschnitt 1977–82 auf Basis der Preise von 1970. ³ Vorläufig. ⁴ Veränderung vom 4. Quartal 1987 zum 4. Quartal 1988.

⁵ Veränderung in Prozent des BSP/BIP vom vorangegangenen Jahr. ⁶ Die Zahlen basieren auf einer Ausgabenrechnung. Das Durchschnittsmaß des BIP stieg 1988 um 4½%. ⁷ Ausgabengewichte und Wechselkurse des jeweils vorangegangenen Jahres.

Konsolidierungsmaßnahmen in Kraft, bevor dann als Folge der letzten Stufe der Steuerreform 1990 Steuersenkungen wirksam werden.

Übrige große Industrieländer

Stärkeres
Wachstum der
Investitionen
und Exporte
in Frankreich

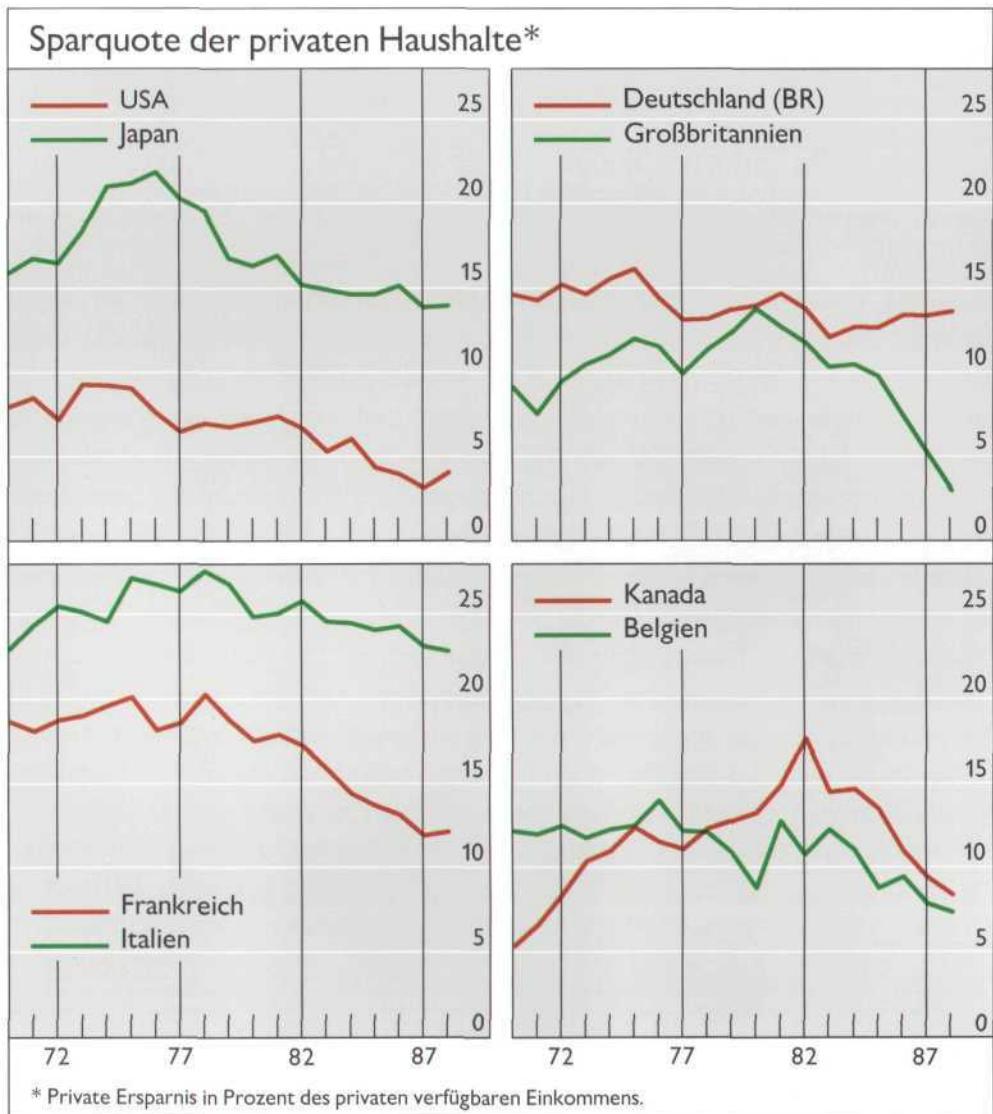
Die Wirtschaft Frankreichs profitierte im vergangenen Jahr von den allgemein hohen Investitionsausgaben und von einem deutlichen Anziehen der Exporte als Folge einer generell aufwärtsgerichteten internationalen Wirtschaftskonjunktur. Die gesamtwirtschaftliche Erzeugung stieg um 3½% und damit so schnell wie seit 1978 nicht mehr. Die Arbeitslosigkeit ging zu Beginn des Jahres zurück, und obwohl sie hoch blieb und sich der Rückgang nicht fortsetzte, kam es erstmals seit 15 Jahren wieder zu einer Abnahme, der größten seit 1969. Gleichzeitig beschleunigte sich der Preisanstieg nur wenig im Jahresverlauf. Die Verbraucherpreise stiegen sogar, betrachtet man das Jahr 1988 im ganzen, weniger als im Jahr davor. Im März dieses Jahres allerdings lag die Jahresteuerrate wieder bei 3,4%. Eine gewisse Verschlechterung trat auch in der Leistungsbilanz ein, deren Defizit sich vom vierten Quartal 1987 bis zum vierten Quartal 1988 verdoppelte.

Überraschend
kräftiges
Inlandsnach-
fragewachstum
in Groß-
britannien ...

All dies wurde indes von der Entwicklung in Großbritannien in den Schatten gestellt, wo sich das Wachstum der Inlandsnachfrage – nach starken Schüben in den Jahren 1986 und 1987 – im letzten Jahr weiter auf 6½% beschleunigte. Dieser Wert stellte das kräftigste Wachstum seit 1973 dar. Der Wachstumsschub war zudem durch die privaten Investitionsaufwendungen innerhalb wie außerhalb des Wohnungsbausektors beeinflußt. Die gesamte Nachfrage wurde indes durch einen unerwarteten und beispiellosen Vorgang im Sektor der privaten Haushalte gestärkt. Der private Verbrauch hatte bereits seit einiger Zeit stark zugenommen, und die Sparquote war gegenüber ihrem Höchststand zu Beginn des Jahrzehnts stark gefallen (s. nachstehende Grafik). Im letzten Jahr sank sie nun weiter, bis sie im dritten Quartal nur noch 2,9% betrug. In dieser Entwicklung spiegelte sich die anhaltend hohe Verschuldung der Verbraucher angesichts deregulierter Kreditmärkte und – als Folge vor allem von Preissteigerungen bei Wohnbauten – hoher Zuwächse bei den privaten Vermögen. Der Wertzuwachs bei Wohnbauten diente in der Tat (häufig unausgesprochen) als Sicherheit für einen Großteil der zusätzlichen Verschuldung für Konsumzwecke.

... führte zu einer
konjunkturellen
Überhitzung und
zu einer starken
Verschlech-
terung der
Leistungsbilanz

Großbritannien ist auch in anderer Beziehung bemerkenswert. Erstens hat die überschäumende Nachfrage, was nicht überrascht, eindeutige Anzeichen einer konjunkturellen Überhitzung hervorgerufen. Nur ein Teil dieses Nachfragedrucks hat sich bisher in einem beschleunigten Preisanstieg niedergeschlagen; ansonsten hat er zu einer starken Verschlechterung der Leistungsbilanz geführt. Die Arbeitslosigkeit ist weiter rasch zurückgegangen. Ein nicht unwichtiger Nebeneffekt des privaten Ausgabenbooms war, daß er mithalf, in der Rechnung der öffentlichen Haushalte Überschüsse entstehen zu lassen. So wurde beispielsweise der Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors (unter Einschluß der Erlöse aus der Veräußerung von Vermögenswerten in Höhe von etwa £ 7 Mrd.) im Haushaltsjahr 1988/89 eine öffentliche Schuldentlastung von mehr als £ 14 Mrd. oder 3% des Bruttoinlandsprodukts.



Dieser gute Zustand der öffentlichen Finanzen führt zu der interessanten Frage, ob und für wie lange dadurch die Einführen auch weiterhin als eine Art Sicherheitsventil für den inländischen Nachfragedruck dienen können. Die Vorgaben der Regierung für das laufende Finanzjahr gehen von einem ähnlich hohen Überschuß des öffentlichen Sektors aus; außerdem wird erwartet, daß der im Jahr 1988 eingeleitete starke Anstieg der Zinsen die notwendige nachfragedämpfende Wirkung zeitigen wird.

Auch die *italienische* Wirtschaft wies im vergangenen Jahr ein höheres Wachstum auf; hingegen könnte im Bereich der öffentlichen Finanzen ein Vergleich mit Großbritannien nicht kontrastreicher ausfallen. Wie andernorts war die Investitionskonjunktur kraftvoll, in Italien bereits im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr. Die Inlandsnachfrage nahm um $4\frac{1}{4}\%$ und damit spürbar weniger zu als 1987. Der reale Außenbeitrag sank indes sehr viel weniger stark als im Jahr davor, so daß das Bruttoinlandsprodukt um rund 4% wuchs, nach annähernd 3% im Jahr 1987. Der Anstieg der Verbraucherpreise verstärkte sich im vergangenen Jahr auf durchschnittlich 5%, und im April dieses Jahres lag das Preisniveau – teilweise als Folge einer Erhöhung der Mehrwertsteuer – um 6,7% über seinem Vorjahresniveau. Im

Beschleunigtes Wachstum in Italien...

... aber weiterhin exzessives Haushaltsdefizit

öffentlichen Sektor kam es zu kräftigen Lohnsteigerungen, die dessen Defizitproblem weiter verschärften. Das Defizit der öffentlichen Haushalte ging im letzten Jahr leicht zurück, aber nur auf 10% des Bruttoinlandsprodukts, so daß es angesichts steigender Zinsen nicht überrascht, daß die Relation öffentliche Verschuldung zu Bruttoinlandsprodukt ebenfalls weiter steigt.

Die Konsumausgaben in Kanada wurden ähnlich wie in Großbritannien seit Jahren durch eine rückläufige Sparquote angekurbelt (s. die nebenstehende Grafik), allerdings nicht ganz im selben Tempo. Im letzten Jahr gab es auch Anzeichen, daß sich dieser Rückgang nicht fortsetzen werde, und die Zunahme des privaten Verbrauchs schwächte sich von 4,7% im Jahr 1987 auf 4,3% ab. Da jedoch die privaten Investitionen (ohne Wohnungsbau) um 18% zunahmen, erhöhte sich die gesamte Inlandsnachfrage erneut um mehr als 5%. Die Exporte zogen ebenfalls kräftig an, doch führte der Investitionsboom bald zu einer kräftigen Ausweitung der Einfuhr von Kapitalgütern, so daß die Produktion um rund 4½% stieg, was auf eine gewisse Beschleunigung des Wachstums im Vergleich zu 1987 hinauslief. Im Verlauf des Jahres zeigten sich bei weiter rückläufiger Arbeitslosigkeit erste Anzeichen inflationärer Tendenzen. Das anhaltende Wachstum half, das Defizit der öffentlichen Haushalte von 4,6% auf 3,1% des Bruttoinlandsprodukts zu verringern – eine Relation, die angesichts des nur noch geringen Spielraums für eine weitere Expansion noch nicht niedrig genug ist, um mittelfristig eine stabile Lage der öffentlichen Finanzen zu gewährleisten.

Investitions- und Ausfuhrentwicklung beschleunigten auch in Kanada das Nachfragewachstum

Viele kleinere Industrieländer profitierten vom kräftigen Welt-handelswachstum

Kleinere Industrieländer

Auf die kleineren Industrieländer hatte die allgemein lebhafte Entwicklung des Welthandels und der Nachfrage der Tendenz nach günstige Auswirkungen. Viele von ihnen erlebten zudem, wie aus der Tabelle auf Seite 13 hervorgeht, seit kurzem oder längerem einen Aufschwung bei den Unternehmensinvestitionen. Es gab jedoch auch einige Ausnahmen. Infolgedessen stieg die durchschnittliche Wachstumsrate dieser Gruppe als Ganzes nicht so stark wie die der großen Länder und war mit 3½% fast einen ganzen Prozentpunkt niedriger.

Ein wichtiger Grund für dieses schlechtere Abschneiden ist darin zu sehen, daß mehrere dieser Länder bemüht waren, durch Anpassungsmaßnahmen die inflationären Auftriebstendenzen zu dämpfen und/oder ihre Zahlungsbilanzschwäche zu überwinden. Dänemark und Neuseeland waren Länder, in denen die Finanzpolitik in den letzten Jahren auf einen restriktiven Kurs geschwenkt war. Auch in Irland, wo die Hauptsorge aus der Erkenntnis erwachsen war, daß der bisherige Trend der öffentlichen Finanzen nicht fortgesetzt werden konnte, wurde an der finanzpolitischen Konsolidierung festgehalten. Die Notwendigkeit, den inflationären Auftriebstendenzen zu begegnen, hatte auch in Norwegen bereits die Wirtschaftspolitik beeinflußt, und dieselben Erfordernisse drängten sich im letzten Jahr in Israel und der Türkei auf. In Australien war die Inlandsnachfrage einschließlich der Investitionen sehr lebhaft, obwohl die Geld- und die Finanzpolitik im vergangenen Jahr

einen restriktiven Kurs verfolgten. Der Produktionsanstieg schwächte sich infolge eines außergewöhnlich starken Rückgangs des Exportwachstums und einer starken Zunahme der Importe etwas ab. In Spanien und Portugal schließlich schwächten sich zwar die Wachstumsraten im vergangenen Jahr ab, blieben aber verhältnismäßig hoch, da sich der vom Beitritt dieser Länder zur Europäischen Gemeinschaft getragene Investitionsboom fortsetzte.

Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts in den übrigen Industrieländern								
Land	BIP von 1986 Mrd. US-\$	1977–82 Durchschnitt	1983	1984	1985	1986	1987	1988 ¹
		Veränderung in Prozent						
Australien	164,6	2,4	0,2	6,9	5,2	2,1	4,5	3,8
Belgien	111,5	1,5	0,2	2,2	0,9	2,1	2,1	4,1
Dänemark	82,5	1,3	2,5	4,4	4,2	3,1	-0,7	-0,2
Finnland	71,1	4,0	3,0	3,3	3,5	2,3	3,8	4,8
Griechenland	39,6	2,5	0,4	2,7	3,0	1,3	-0,5	3,5
Irland	24,9	3,8	-0,2	4,2	1,6	-0,4	4,1	2,5
Israel	29,4	3,2	2,6	2,4	3,6	3,3	5,2	1,6
Neuseeland	27,6	1,3	6,1	2,7	2,8	0,7	0,3	-0,3
Niederlande	175,5	0,7	1,4	3,2	2,6	2,1	1,5	3,0
Norwegen	69,6	3,0	4,6	5,7	5,3	4,2	3,4	2,8
Österreich	93,2	1,8	2,2	1,3	2,6	1,4	1,5	4,2
Portugal	29,4	3,6	-0,3	-1,6	3,3	4,3	4,6	4,3
Schweden	130,8	1,5	2,4	3,9	2,1	1,1	2,4	2,1
Schweiz	135,3	1,5	0,7	1,8	4,1	2,8	2,3	3,0
Spanien	228,1	0,7	1,8	1,8	2,3	3,3	5,5	5,0
Südafrika	61,6	3,1	-2,1	5,1	-1,2	0,6	2,0	3,0
Türkei	58,3	1,4	3,3	5,9	5,1	8,1	7,4	3,4
Durchschnitt ²		1,7	1,4	3,6	3,1	2,5	3,0	3,3

¹ Vorläufig. ² Berechnet unter Verwendung der BIP-Gewichte und Wechselkurse vom jeweils vorangegangenen Jahr.

Quellen: OECD National Accounts, IMF International Financial Statistics und Angaben der einzelnen Länder.

Zur gegenwärtigen konjunkturellen Aufwärtsentwicklung

Der gegenwärtige Wirtschaftsaufschwung in den Industrieländern begann in den Vereinigten Staaten 1982 und steht nunmehr in seinem siebten Jahr. Dies macht ihn zum dauerhaftesten Aufschwung in Friedenszeiten, der zudem vor dem Hintergrund einer größeren Veränderung des intellektuellen Klimas stattfindet, in dem wirtschaftspolitische Entscheidungen getroffen werden. In den meisten Ländern wurde Wert auf eine stetige, inflationssenkende Wirtschaftspolitik gelegt, sowie darauf, die Verschlechterung der öffentlichen Finanzen zu stoppen und umzukehren und strukturelle Anpassungsmaßnahmen auf einzelwirtschaftlicher Ebene zur Verbesserung der Wirksamkeit der Marktmechanismen durchzuführen. Nur auf diese Weise, so dachte man, könnten die Volkswirtschaften langfristig auf einen inflationsfreien Wachstumspfad gebracht und die Arbeitslosigkeit dauerhaft verringert werden. Auf

Dauerhaftester Aufschwung in Friedenszeiten ...

... aber störende Anzeichen eines verstärkten Preisauftriebs

Drei Bereiche werden unter historischem Blickwinkel geprüft

eine kurze Formel gebracht: Die frühere Wirtschaftspolitik des Stop and Go mußte enden.

Vor diesem Hintergrund stellt sich angesichts des verstärkten Preisauftriebs in der zweiten Hälfte des letzten Jahres und im ersten Teil dieses Jahres die naheliegende und entscheidende Frage, ob das neue Konzept versagt hat. Oder, um es weniger direkt zu formulieren: Bedarf es einer erhöhten Wachsamkeit auf der Ebene gesamtwirtschaftlicher Maßnahmen und/oder weiterer energischerer, struktureller Anpassungsbemühungen, damit sich das Wachstum dauerhaft fortsetzen kann?

Natürlich ist es in diesem Stadium nicht möglich, auf diese Fragen eindeutige Antworten zu geben. In dem verbleibenden Teil dieses Kapitels wird vielmehr versucht, die Fakten zumindest teilweise zusammenzutragen, anhand deren man sich im Ansatz ein Urteil wird bilden können. Die Analyse beginnt – unter historischem Blickwinkel – mit einer Untersuchung der allgemeinen statistischen Fakten über den Aufschwung. Danach werden drei Bereiche eingehender geprüft. Als erstes, und dies ist womöglich der wichtigste Aspekt, wird die Inflation nicht nur für sich, sondern auch in Relation zur Arbeitslosigkeit, die in vielen Ländern Europas nach wie vor mit ihr einhergeht, betrachtet. Die zweite Untersuchung ist auf das Sparverhalten sowohl mit Blick auf dessen konsumtive Auswirkungen während des Aufschwungs als auch im Rahmen einer längerfristigen Betrachtungsweise gerichtet. Als letztes wird, ausgehend von dieser Untersuchung der Ersparnis, als dritter Bereich die Investitionstätigkeit unter die Lupe genommen, deren Neubelebung im vergangenen Jahr zwar erfreulich ist, die jedoch noch nicht den Erfordernissen eines nachhaltigen, mittelfristigen Wirtschaftswachstums voll genügt.

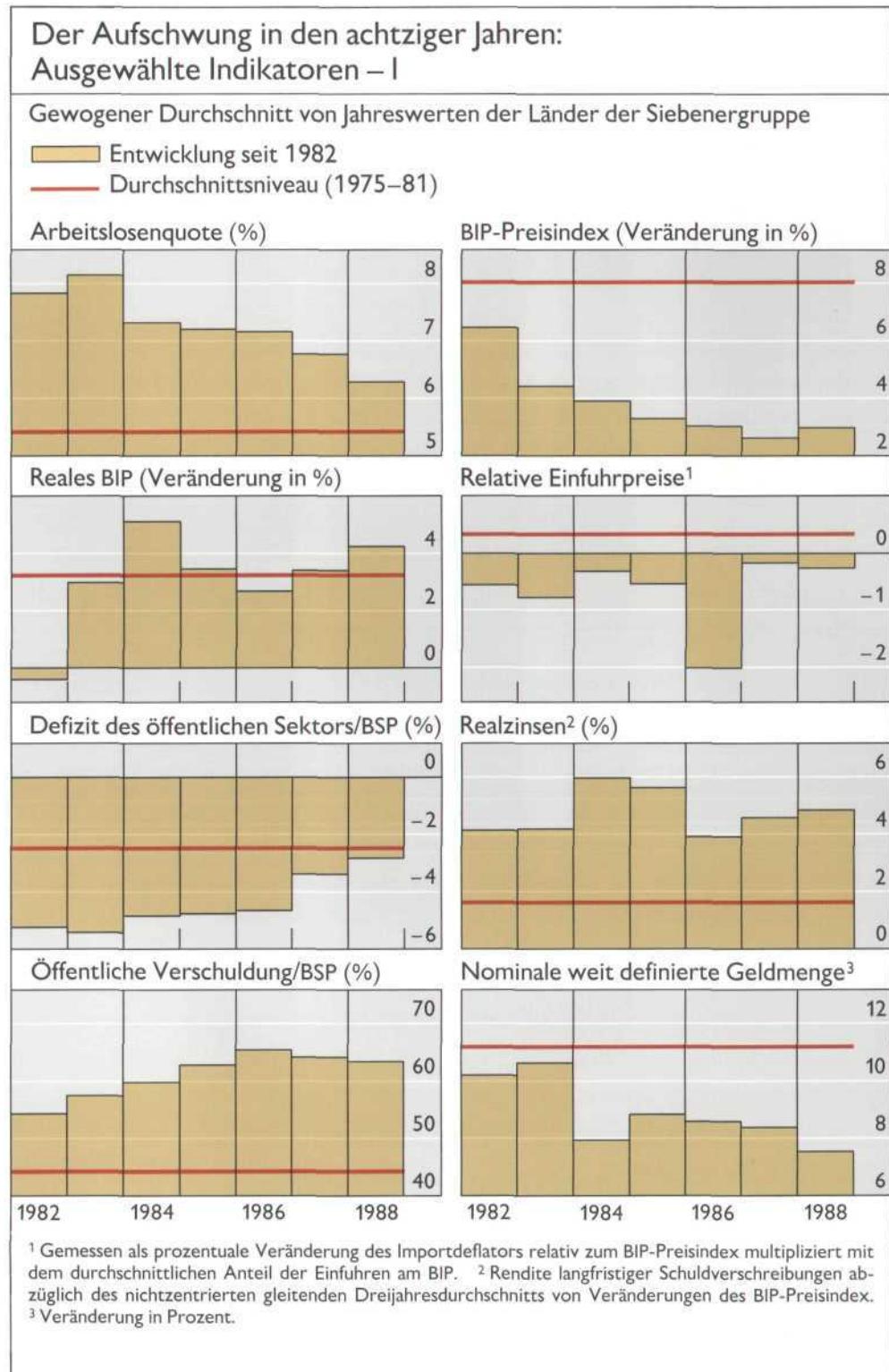
Allgemeiner statistischer Hintergrund

Die folgenden Grafiken zeigen Durchschnittsindikatoren für die Länder der Siebenergruppe, wobei für jeden Indikator die Entwicklung seit 1982 dargestellt ist und mit dem Durchschnittswert des Indikators in der Aufschwungsphase 1975–81 verglichen wird. Da es sich um gewogene Mittelwerte handelt, verdecken die Indikatoren naturgemäß Abweichungen zwischen den einzelnen Ländern. Beispielsweise war die frühe Dynamik des Aufschwungs nicht überall festzustellen, sondern auf Nordamerika und in einem geringeren Ausmaß Japan konzentriert. Ebenso war der Rückgang der Arbeitslosigkeit erst in einem recht späten Stadium generell feststellbar und selbst dann etwa in Deutschland und Frankreich nur schwach ausgeprägt.

Mit knapp 4% war das durchschnittliche jährliche Wirtschaftswachstum seit Erreichen der Talsohle im Jahr 1982 ein wenig höher als im Zeitraum 1975–81. Damit lag es aber noch immer um einen Prozentpunkt unter der zwischen 1960 und 1968 verzeichneten Rate, was die Dauer des Aufschwungs verlängert haben könnte.

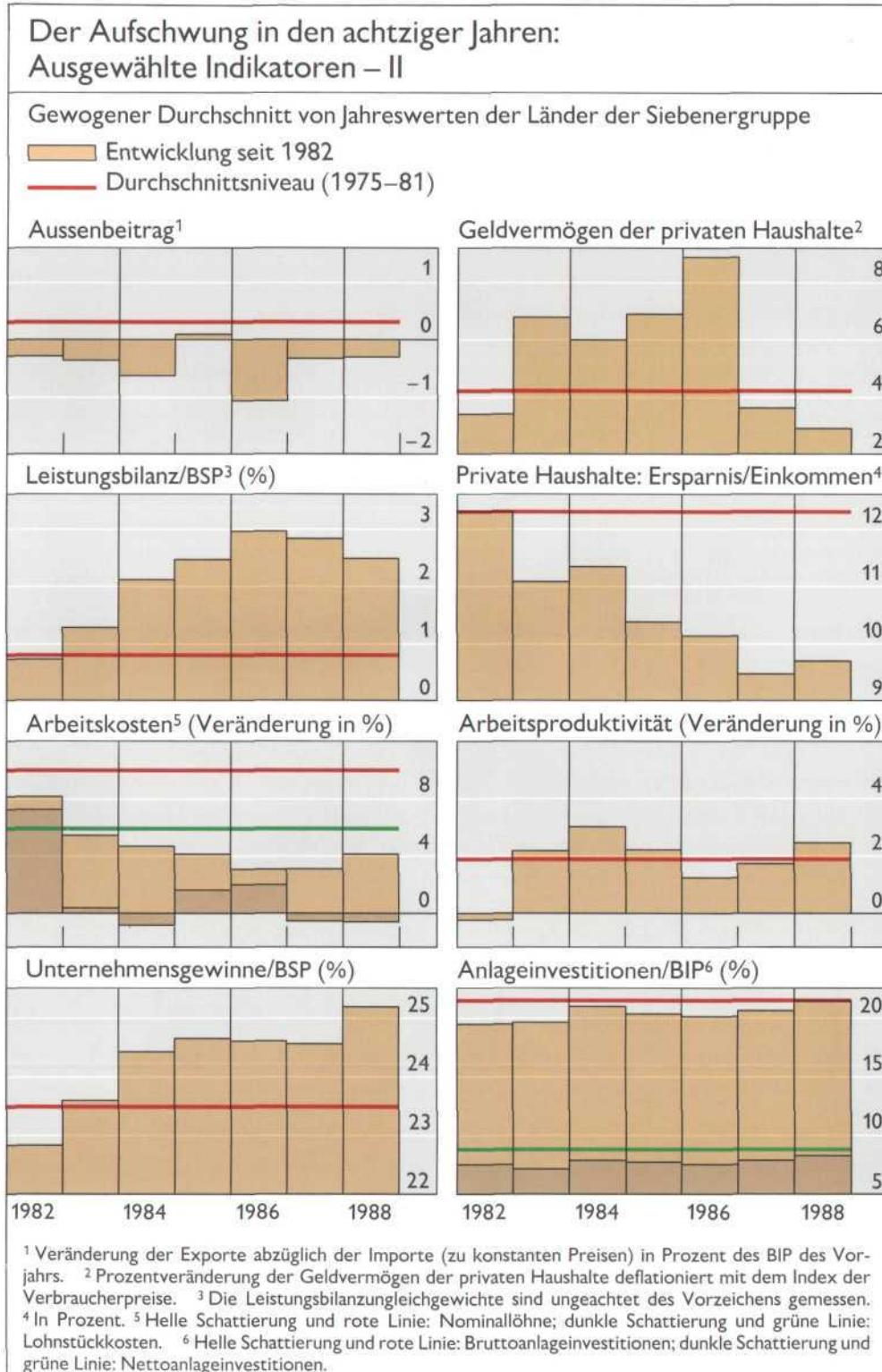
Was den Preisindex des Bruttoinlandsprodukts anbelangt, der die hausgemachte Inflation besser wiedergibt als die Verbraucherpreise, so war die schrittweise Rückführung der Inflation zwischen 1982 und 1987

ungewöhnlich wie erfreulich, und dies, obwohl – oder vielleicht gerade weil – beim Wachstum der Arbeitsproduktivität kaum eine oder überhaupt keine Verbesserung zu verzeichnen war. Die Abschwächung der Binneninflation nach dem ersten Ölpreisschock war sehr viel gradueller verlaufen und kam nach drei Jahren, kurz bevor die zweite Ölkrise ausbrach, zum Stillstand. Das durchschnittliche Inflationsniveau in den Jahren 1976–78 übertraf deshalb mit rund 7½% deutlich jenes der Jahre 1983–86. Gleichwohl fällt auf, daß die



Binneninflation selbst an ihrem niedrigsten Punkt nur 1987 und 1988 niedriger war als im Durchschnitt der Jahre 1960–68.

Hinzu kommt, daß das jüngste Bild der Preisentwicklung, wie weiter unten im einzelnen ausgeführt wird, weniger erfreulich ist und die Arbeitslosigkeit historisch gesehen namentlich in großen Teilen Europas auf einem hohen Stand verharrt. Nimmt man alle sieben Länder zusammen, so war die Arbeitslosenquote mit 6 1/4% im letzten Jahr noch immer mehr als doppelt so



hoch wie in den sechziger Jahren. Die entscheidende Frage ist also, ob sich hier weitere Fortschritte erzielen lassen und gleichzeitig wenigstens die niedrige Teuerungsrate der letzten drei Jahre des gegenwärtigen Aufschwungs gehalten werden kann.

Im Bereich der öffentlichen Finanzen sind eindeutig Konsolidierungsfortschritte erzielt worden, allerdings von einer sehr unbefriedigenden Ausgangsbasis aus. Das durchschnittliche Defizit der öffentlichen Haushalte – gemessen in Relation zum Sozialprodukt – hatte sich im vergangenen Jahr noch immer nicht ganz auf den Durchschnittswert der Jahre 1975–81 zurückgebildet, ganz zu schweigen von dem Koeffizienten von unter $1\frac{1}{2}\%$ des Bruttosozialprodukts in den sechziger und beginnenden siebziger Jahren. Entsprechend stieg die Quote der öffentlichen Verschuldung während des jüngsten Aufschwungs die meiste Zeit über teilweise als Folge des hohen Realzinsniveaus weiter an. Erst im letzten Jahr war ein geringer Rückgang zu verzeichnen, der gleichwohl nichts daran änderte, daß der durchschnittliche Verschuldungskoeffizient weit über früheren Werten lag. In diesem Sinne ist ein Ziel der neuen wirtschaftspolitischen Strategie noch nicht erreicht.

Ein weiteres wichtiges Ziel dieser mittelfristigen Strategie, nämlich die Wiederherstellung einer befriedigenden Gewinnsituation im Unternehmensbereich, wurde weitgehend erreicht. Das hat den Investitionsboom des vergangenen Jahres zweifellos begünstigt, in den meisten Ländern allerdings in einem verhältnismäßig späten Stadium des Konjunkturzyklus. Es überrascht daher nicht, daß die Sachkapazitäten allgemein sehr hoch ausgelastet sind.

Die Spartätigkeit der privaten Haushalte hat in diesem Zusammenhang eine eher zweideutige Rolle gespielt. Einerseits trug die gegenüber ihrem Höchststand in den frühen achtziger Jahren rückläufige Ersparnisbildung in einem erheblichen Maße zum autonomen Anstieg der Nachfrage bei. Andererseits kam auch angesichts des Entsparens des Staates die Sorge auf, die den Volkswirtschaften insgesamt für Investitionen zur Verfügung stehenden Ressourcen könnten nicht ausreichen. Darüber hinaus machte man sich in einigen Ländern Gedanken über die Rolle, welche die zunehmenden Disparitäten im internationalen Sparverhalten für die riesigen, den gegenwärtigen Aufschwung begleitenden Zahlungsbilanzungleichgewichte spielen.

Inflation und Arbeitslosigkeit

Die Preisentwicklung zwischen 1982 und 1987 war zweifellos von entscheidender Bedeutung für die Dauer des gegenwärtigen Wirtschaftsaufschwungs, da sie eine Ursache beseitigte, welche die meisten vorherigen Konjunkturzyklen vorzeitig hatte enden lassen. Es besteht allgemeine Übereinstimmung, daß eine restriktive Geldpolitik zu Beginn des Jahrzehnts die Umkehrung des Inflationstrends herbeiführte und eine stabile Wirtschaftspolitik dazu beigetragen hat, die Inflationserwartungen die gesamten achtziger Jahre hindurch zu dämpfen. Die Anfangsphase des Inflationsabbaus hätte indes nicht ohne anhaltend maßvolle Lohnforderungen und später auch positive Angebotsimpulse durchgehalten werden können.

Obwohl die durchschnittliche Arbeitslosenquote der Länder der Sie-

Dauer des Aufschwungs von gedämpfter Preisentwicklung mitgetragen ...

benergruppe seit 1982 zurückgegangen ist, sind die Nominallohnzuwächse gering geblieben – und sie lagen sehr viel niedriger als im Konjunkturzyklus 1975–81. Teilweise mag dies mit einer Umkehrung der Lohn-Preis-Spirale zu erklären sein, indem die Nominallohnforderungen als Reaktion auf schwächer steigende Preise zurückgeschraubt wurden. Aber auch die Reallohnzuwächse blieben gering, was eine Verbesserung der Ertragslage der Unternehmen ermöglichte, ohne daß es dabei zu Preissteigerungstendenzen kam. Die Zurückhaltung bei Lohnforderungen war im verarbeitenden Gewerbe der USA besonders stark ausgeprägt, wohingegen ein großer Teil der Abstriche bei den Nominal- und Reallohnforderungen in den europäischen Ländern durch den dort nach wie vor hohen Stand der Arbeitslosigkeit erklärt werden kann.

... letztere durch externe Preis- effekte unter- stützt

Einen der stärksten Kontraste zum Geschehen in den siebziger Jahren bildete die Entwicklung der Importpreise. In den Jahren 1975–81 hatten die Einfuhrpreise die Preissteigerungsrate in den Ländern der Siebenergruppe um rund $\frac{1}{4}\%$ jährlich nach oben gedrückt, während sie sich 1982–88 in einer Größenordnung von nahezu $\frac{3}{4}\%$ jährlich (ohne Berücksichtigung der indirekten Einflüsse der Lohn-Preis-Spirale) dämpfend auf den Preisanstieg auswirkten, wobei 1986, als die Ölpreise drastisch fielen, der Stabilitätsimport besonders groß ausfiel. Die damit einhergehende Verbesserung der Terms of trade ließ das verfügbare Realeinkommen zusätzlich um insgesamt 2% anwachsen, wodurch etwa 45% der seit 1970 im realen Austauschverhältnis erlittenen Verluste wettgemacht wurden und sich der Spielraum für eine inflationsfreie Steigerung der realen Arbeitseinkommen und Unternehmensgewinne vergrößerte.

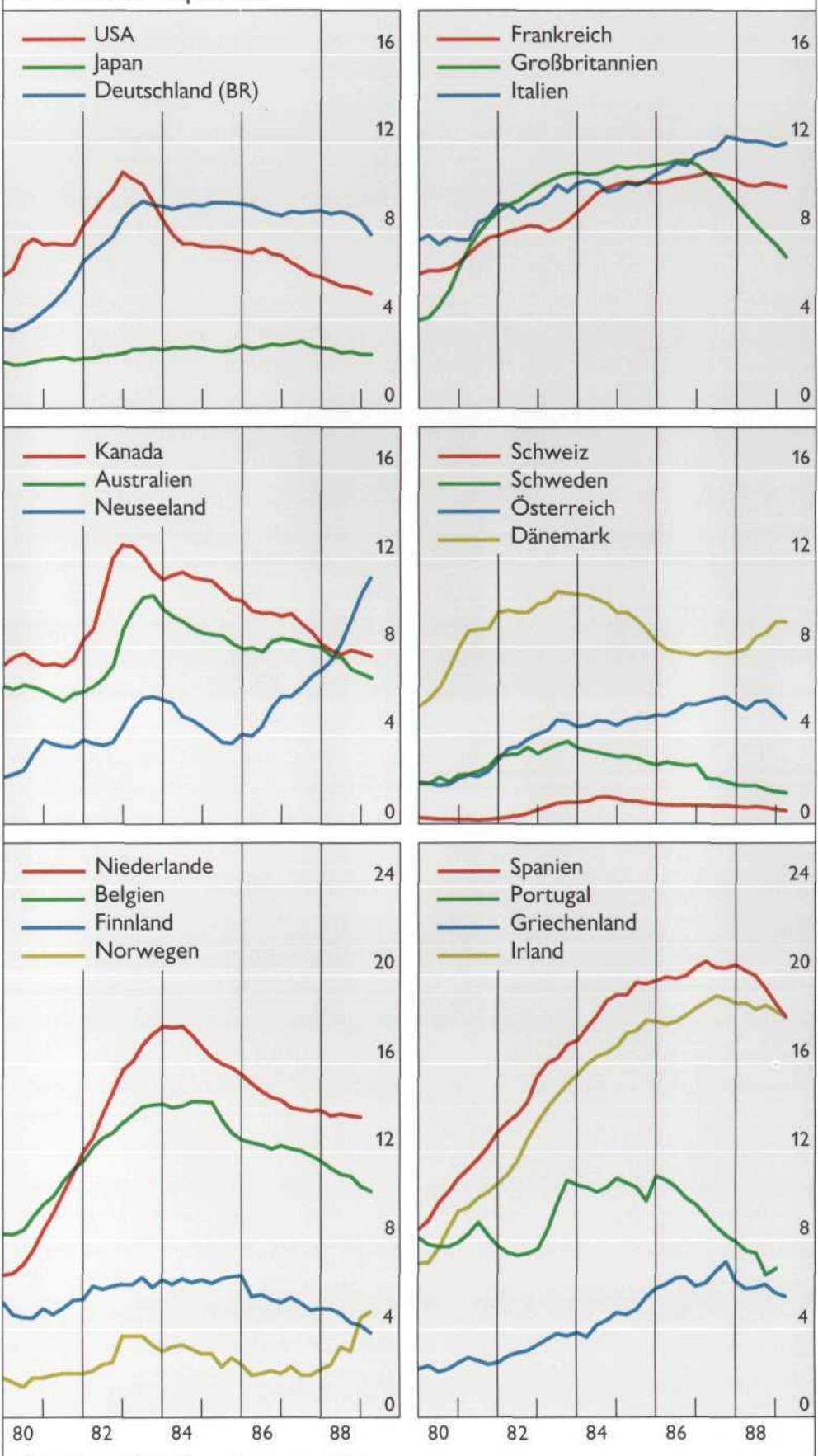
Aber das Aufflammen der Inflation im letzten Jahr wirft neue Fragen auf

Dieser verhältnismäßig günstige Stand der Dinge sieht freilich weniger vielversprechend aus, wenn man die jüngsten Tendenzen der Preisentwicklung und der Arbeitslosigkeit betrachtet. So schlug sich die Stärke von Nachfrage und Produktion im letzten Jahr am Arbeitsmarkt und mit Verzögerung auch in der Lohn- und Preisentwicklung nieder. Die Beschäftigung nahm in Nordamerika und Australien weiter kräftig zu, und in Japan expandierte sie beschleunigt; in Europa war hingegen im dritten aufeinanderfolgenden Jahr ein moderater Beschäftigungszuwachs von rund 1% zu verzeichnen, wobei Großbritannien und Spanien die wichtigsten Ausnahmen bildeten und bereits im zweiten Jahr Zuwachsraten von rund 3% aufzuweisen hatten. Diese Entwicklung schlug sich noch klarer in den Arbeitslosenzahlen nieder, die in Nordamerika weiter zurückgingen, aber auch in Europa in stärkerem Maße als 1987 sanken. Gleichwohl bleibt die Arbeitslosigkeit in Europa mit durchschnittlich mehr als 10% hoch. Dagegen sank die Arbeitslosenquote in den Vereinigten Staaten einmal im Frühjahr 1989 auf 5% und damit auf einen Stand, der, so wird befürchtet, die Gefahr eines erneuten Lohnauftriebs heraufbeschwören könnte.

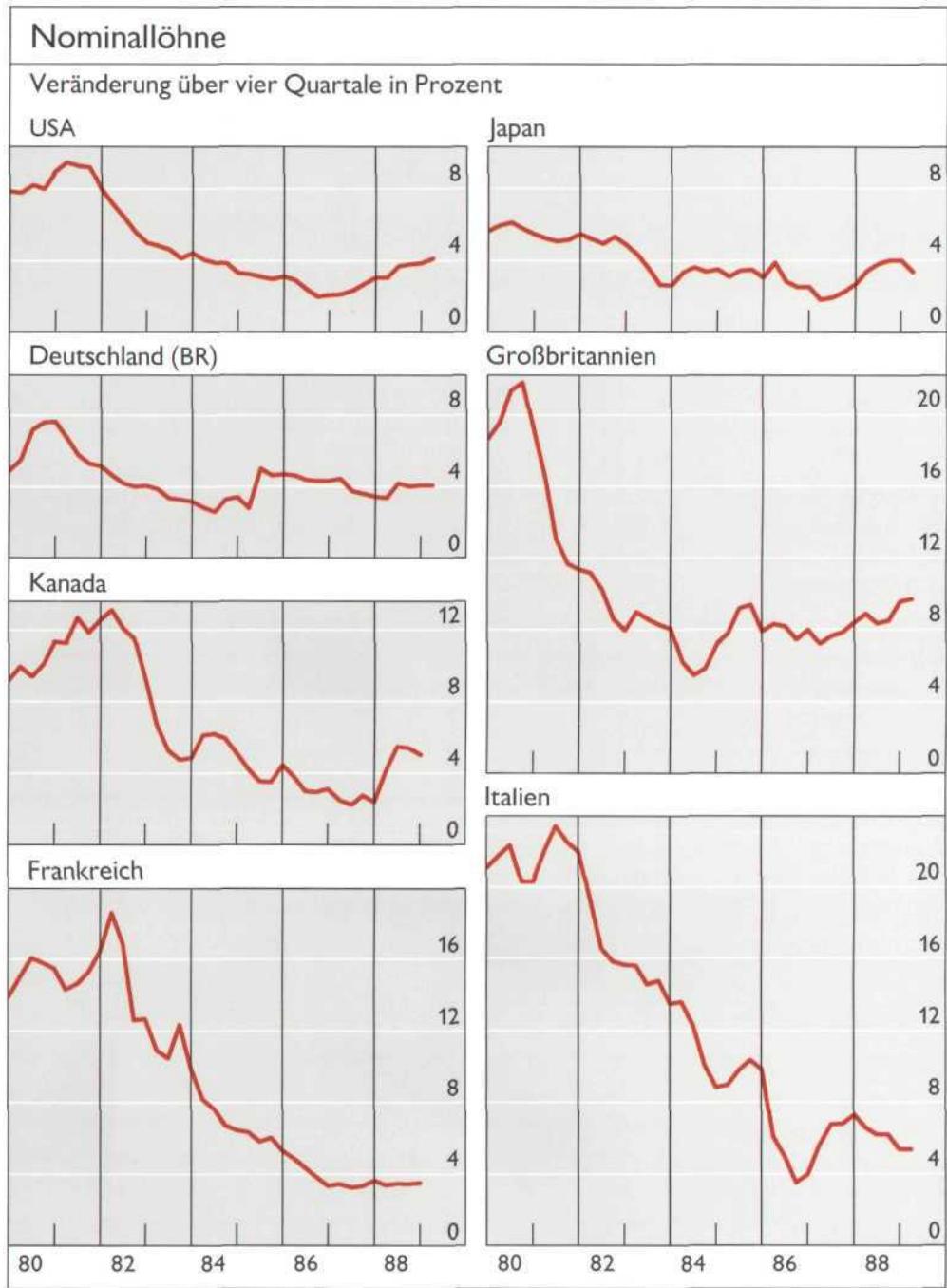
Nominallohn- entwicklung – das Kernstück hausgemachter Inflation

In der Tat kommt in der letztjährigen Entwicklung der Löhne vielleicht deutlicher als bei den Verbraucherpreisen zum Ausdruck, daß der untere Wendepunkt des langen Desinflationsprozesses der achtziger Jahre nunmehr wohl hinter uns liegt. In Nordamerika beispielsweise beschleunigte sich der Anstieg der Nominalverdienste, wobei der sich daraus für die Arbeitskosten ergebende Effekt in den USA durch eine Anhebung der Arbeitgeberbeiträge

Arbeitslosenquoten*



* Angaben und Definitionen der einzelnen Länder.



zur Sozialversicherung verstärkt wurde. Auch in Europa beschleunigte sich der Nominallohnanstieg etwas, doch gab es Ausnahmen. In Norwegen ließ eine konzertierte Aktion von Regierung und Sozialpartnern die Lohnzuwächse zurückgehen, und in Finnland waren Einkommenssteuersenkungen sowie eine Senkung des Diskontsatzes Teile eines Abkommens, das zur Begrenzung der Lohnforderungen beitrug. Neuseeland und Dänemark, die gegenwärtig eine restriktive Wirtschaftspolitik verfolgen, waren weitere Ausnahmen. In Großbritannien beschleunigte sich zwar die Expansion der Arbeitseinkommen nur wenig, aber von einem Niveau aus, das höher lag als jenes, das Länder wie Italien und vor allem Frankreich und Deutschland in jüngster Zeit erreicht hatten (s. obenstehende Grafik). Die leichte Verstärkung des Lohnanstiegs wurde beispielsweise in Japan und Deutschland zumindest

Verbraucherpreise							
Land	1986	1987	1988				1989
			März	Juni	Sept.	Dez.	
	Veränderung gegen Vorjahr in Prozent ¹						
USA	1,1	4,4	3,9	4,0	4,2	4,4	5,0
Japan	-0,3	0,8	0,7	0,2	0,6	1,0	1,1
Deutschland (BR)	-1,1	1,0	1,0	1,1	1,4	1,6	2,7
Frankreich	2,1	3,1	2,5	2,6	3,0	3,1	3,4
Großbritannien	3,8	3,7	3,5	4,6	5,9	6,8	7,9
Italien	4,2	5,2	4,9	5,0	4,9	5,4	6,4
Kanada	4,2	4,2	4,1	3,9	4,1	4,0	4,6
Australien	9,8	7,1	6,9	7,1	7,3	7,7	6,9 ²
Belgien	0,6	1,4	1,0	1,1	1,2	1,9	2,8
Dänemark	4,3	4,1	4,7	4,6	4,5	4,5	4,7
Finnland	2,8	4,2	4,0	5,2	5,6	6,5	6,6
Griechenland	16,9	15,7	13,2	11,7	14,8	14,0	13,5
Irland	3,2	3,1	1,9	1,8	2,1	2,7	3,3
Israel	19,7	16,1	15,7	16,1	16,4	16,4	19,5
Neuseeland	18,2	9,6	9,0	6,4	5,6	4,7	4,0
Niederlande	-0,3	-0,5	0,6	0,7	0,9	1,2	0,8
Norwegen	8,9	7,4	7,2	7,1	6,4	5,6	4,3
Österreich	1,1	1,7	2,3	1,4	1,9	1,9	2,2
Portugal	10,6	8,9	8,2	9,2	11,0	11,7	12,4
Schweden	3,3	5,2	5,5	6,9	5,5	6,0	2,3
Schweiz	0,0	1,9	1,9	2,1	2,0	1,9	2,3
Spanien	8,3	4,6	4,5	4,3	5,7	5,9	6,0
Südafrika	18,0	14,7	13,4	12,5	12,4	12,5	13,8
Türkei	43,8	53,7	71,2	76,7	82,8	66,4	64,5
Durchschnitt ³	2,0	3,7	3,5	3,6	3,9	4,1	4,5

¹ Quartalszahlen für Australien, Irland und Neuseeland. ² Ab 1989 neue Reihe. ³ Berechnet unter Verwendung von BIP-Gewichten und Wechselkursen von 1986.

Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

zeitweise durch ein zyklisch bedingtes lebhaftes Produktivitätswachstum zum Teil kompensiert. Und was die nahe Zukunft angeht, so könnten hohe Gewinnspannen ein Polster für den Fall bilden, daß sich das Produktivitätswachstum wieder einer normaleren Rate annähert. Gleichwohl dürfte die Situation bei Löhnen und Gehältern auch weiterhin von den Wirtschaftspolitikern genauestens beobachtet werden, zumal ein direktes Eingreifen des Staates in den Lohnfindungsprozeß in den meisten Ländern entweder als wirkungslos oder mit Blick auf mögliche Nebenwirkungen als kontraproduktiv angesehen wird.

In letzter Zeit hat es auch auf der Ebene der Verbraucherpreise warnende Anzeichen von Inflationstendenzen gegeben. Im ersten Halbjahr 1988 behielt der Preisauftrieb in etwa das Tempo bei, das er Ende 1987 aufgewiesen hatte, obwohl damals das Produktivitätswachstum seinen Höhepunkt erreicht hatte. Doch in den zwölf Monaten bis Dezember 1988 verstärkte sich, wie der obenstehenden Tabelle zu entnehmen ist, der Anstieg

Wirtschafts-
politiker meist
skeptisch
gegenüber
dem Eingreifen
in den Lohn-
findungsprozeß

der Verbraucherpreise im Durchschnitt, und in den ersten Monaten dieses Jahres verschlechterte sich das Preis klima noch deutlicher.

Insgesamt leicht
dämpfender
Einfluß der
Importpreise

Die internationale Entwicklung und der von den Importen ausgehende Preisauftrieb hatten einen leicht dämpfenden Einfluß auf das gesamtwirtschaftliche Preisniveau im abgelaufenen Jahr (eine detailliertere Schilderung der Preistendenz bei Rohstoffen wird auf S. 40f. gegeben). In den Vereinigten Staaten stiegen die Preise für Nahrungsmittel als Folge der dortigen Dürreperiode, während die Ölpreise bis zum Herbst nachgaben. Andererseits war der starke Anstieg der Metallpreise zweifellos ein Reflex der lebhaften weltweiten Nachfrage, wenngleich auch angebotsseitige Störungen zeitweise eine Rolle spielten. In Ländern, wo die Währung eine Neigung zur Schwäche erkennen ließ, wie beispielsweise Deutschland, bereiteten Preisauftriebsten denzen aus dieser Quelle einige Sorge, wohingegen der starke Anstieg der Verbraucherpreise zu Beginn dieses Jahres maßgeblich durch die Erhöhung einiger indirekter Steuern mitbestimmt wurde. In den anderen fünf Ländern verstärkte sich der Preisauftrieb auf der Verbraucherebene im Verlauf des Jahres 1988, wobei in Großbritannien die Anhebung der Hypothekarzinsen (die im Einzelhandelspreisindex die Wohnkosten beeinflussen) ein Faktor war, wenngleich diese Zinsanhebung letztlich natürlich den Preisanstieg dämpfen soll.

In bezug auf die
Arbeitslosigkeit
ist jedoch ...

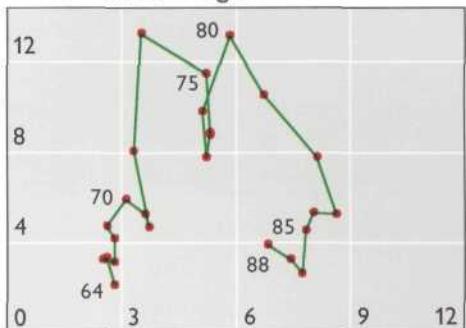
Die jüngste Verschlechterung der Lohn- und Preissituation sieht noch bedenklicher aus, wenn man den sich wandelnden Zusammenhang zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit unter einem längerfristigen Blickwinkel betrachtet. Was zunächst die Inflation angeht, so muß man sich daran erinnern, daß die schlimmsten Preisschübe der vergangenen zwanzig Jahre mit starken exogenen Preisschocks zusammenhingen und gegenwärtig so etwas in ähnlicher Stärke als unwahrscheinlich gilt. Hinzu kommt, daß die jüngste Beschleunigung des Preisauftriebs zum Teil das Spiegelbild eines natürlichen Emporschneidens der Preise nach Auslaufen der günstigen externen Schocks von 1986 ist. Zum anderen ist mit Teuerungsraten von durchschnittlich 4% oder darüber noch nicht wieder das niedrige Inflationsniveau erreicht worden, das Ende der fünfziger und Anfang der sechziger Jahre bestand, als zudem keine günstigen Einflüsse auf der Angebotsseite vorherrschten.

... die jüngste
Inflationsent-
wicklung um
so enttäu-
schender ...

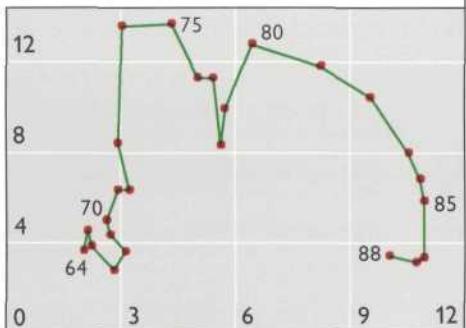
Auch in bezug auf die Arbeitslosigkeit ist, wie die folgende Grafik zeigt, keine Rückkehr zur Ausgangssituation festzustellen. Betrachtet man zuerst die Durchschnittswerte aller Industrieländer zusammengenommen, die auf dem oberen, linken Teil der Grafik dargestellt sind, so kann man erkennen, wenn man den die jeweilige Kombination von Inflation und Arbeitslosigkeit kennzeichnenden Punkten chronologisch folgt, daß diese zur Bildung von Schleifen tendieren, von denen zwei in eindeutigem Zusammenhang mit den Ölpreisschocks und den daraufhin eingeleiteten antiinflationären Maßnahmen standen. Der Anstieg der Ölpreise führte in allen Ländern sofort zu einer starken Beschleunigung der Nominallohnzuwächse, auf die ein Anstieg der Arbeitslosigkeit im Zuge sinkender Unternehmensgewinne und restriktiver Maßnahmen der Regierungen folgte. Die Form der Schleifen fällt jedoch bei den größeren Ländern recht unterschiedlich aus, je nachdem wohl, wie rasch die Löhne auf den Anstieg der Arbeitslosigkeit reagierten. In Japan, das von der ersten Ölpreiskrise am schlimmsten betroffen wurde und wo die Inflationsrate

Inflation und Arbeitslosigkeit 1961–89

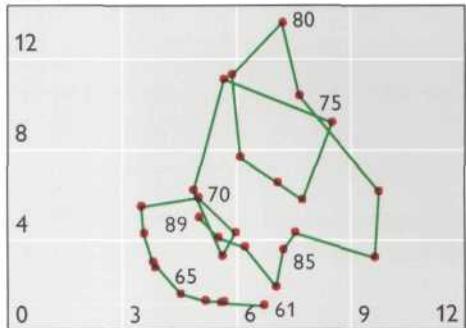
Industrieländer insgesamt



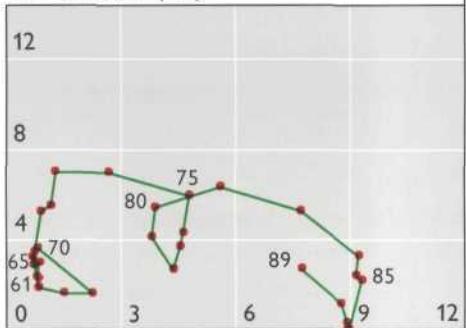
EG-Länder



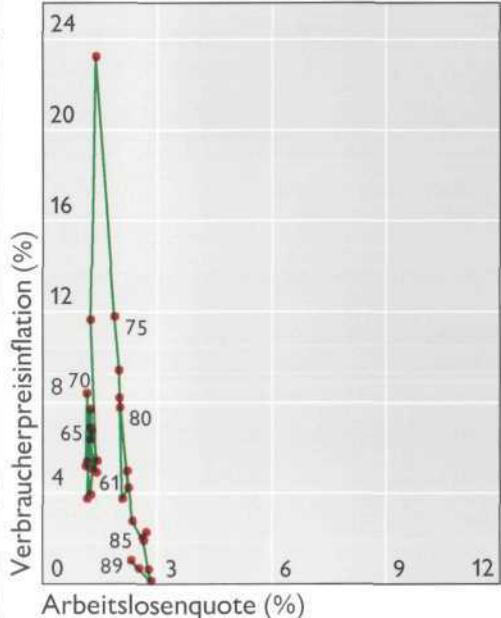
USA



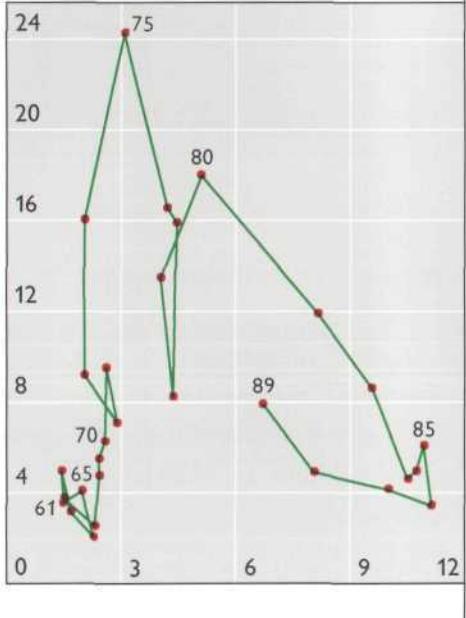
Deutschland (BR)



Japan

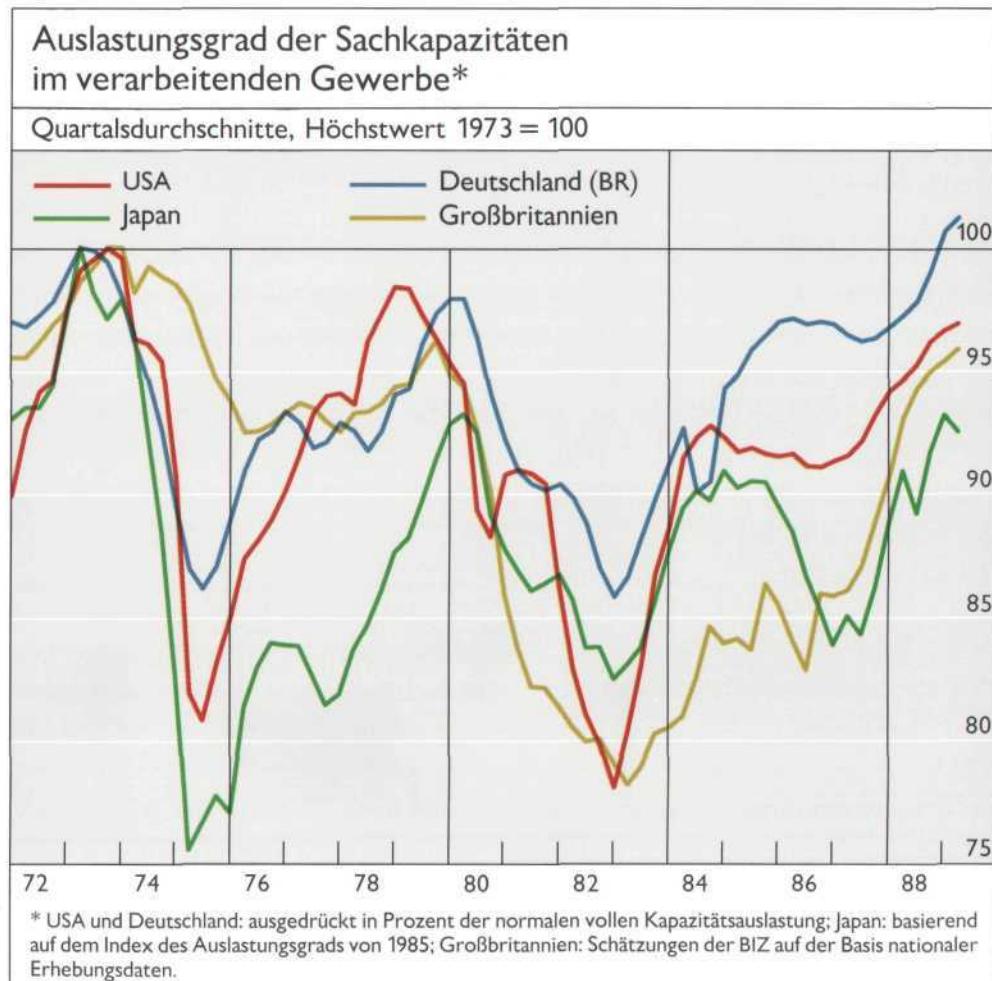


Großbritannien



Quellen: Industrieländer insgesamt und EG-Länder: OECD Main Economic Indicators; ansonsten Angaben der einzelnen Länder (die Daten für 1989 sind Märzzahlen).

auf über 20% schnellte, stellten sich bald darauf „normalere“ Preissteigerungsraten ein, obwohl die Arbeitslosenzahlen nicht sehr stark anstiegen. In den USA sind die Schleifen tendenziell geschlossen, da es gewöhnlich gelingt, die auf einen Preisschub folgende Zunahme der Arbeitslosigkeit, nachdem der Preisauftrieb erneut unter Kontrolle ist, wieder (wenn auch nicht ganz) rückgängig zu machen. Gleichwohl bleibt festzuhalten, daß in der jüngsten Zeit der Zeitpfad erst in den Bereich zurückgekehrt ist, in dem er sich



unmittelbar vor dem letzten Ölpreisschock befunden hatte, und nicht in die Zone günstigerer Konstellation, die für die frühen sechziger Jahre kennzeichnend war.

... vor allem
in Europa

Die Lage in Europa sieht diesbezüglich sehr viel schlechter aus. Die Lohn- und Gehaltsempfänger widersetzten sich nach den beiden Ölkrisen Realeinkommenskürzungen, die der Anstieg der Importpreise verursacht hatte, und paßten sich auch nur langsam der anschließenden Abschwächung des Produktivitätswachstums an. Es folgte eine erhebliche Zunahme der Arbeitslosigkeit. Am meisten beunruhigt an Europa allerdings, daß selbst nach der Verringerung der nominalen und realen Lohnzuwächse und dem Wieder-einsetzen eines kräftigeren Wirtschaftswachstums die Arbeitslosenquoten hoch geblieben sind. Lediglich Großbritannien ist es bisher gelungen, nicht nur vorübergehend ein günstigeres Gesamtergebnis von Arbeitslosigkeit und Inflation zu erreichen. Auch wenn sich die europäischen Regierungen an verschiedenen Arten struktureller Reformen auf dem Arbeitsmarkt und in anderen Bereichen versucht haben, so lassen gleichwohl die erzielten Ergebnisse den Schluß zu, daß noch sehr viel zu tun bleibt, um die Arbeitslosigkeit auf ein Niveau zu drücken, wie es in den USA erreicht wurde, ganz zu schweigen von dem Niveau, wie es vor einem Vierteljahrhundert als normal angesehen wurde.

Während die Arbeitsmarktzahlen auf große Unterschiede hinsichtlich des

noch ungenutzten Produktionspotentials in den Industrieländern hindeuten, zeichnen die Kennziffern der Auslastung der Sachkapazitäten ein einheitliches Bild (s. vorstehende Grafik). Von größerer Bedeutung ist noch, daß sich die Übereinstimmung auf einem historisch gesehen hohen Niveau der Auslastung ergibt. Nach vielen Jahren eines verhaltenen Investitionswachstums Ende der siebziger und Anfang der achtziger Jahre überrascht es vielleicht nicht, daß ein hoher Auslastungsgrad des Kapitalstocks erreicht worden ist, bevor die Mehrzahl der Arbeitslosen wieder in den Arbeitsprozeß eingegliedert worden ist. Es könnte jedoch auch ungeachtet bestehender Ausbildungs- und Weiterbildungsprogramme sein, daß die Arbeitslosenzahlen in manchen Ländern einen falschen Eindruck von der Zahl der für eine Wiederbeschäftigung verfügbaren Personen vermitteln. In einer Reihe von Ländern ist man zunehmend auf statistische Probleme bei der Ermittlung der Arbeitsmarktdaten aufmerksam geworden.

Auslastung der Sachkapazitäten stark gestiegen, bevor die meisten Arbeitslosen wieder beschäftigt wurden

Sparverhalten auf kurze und lange Sicht

Die Grafik auf Seite 25 verdeutlicht, daß die Sparquote der privaten Haushalte im letzten Jahr in den sieben Hauptindustrieländern erst das zweite Mal in der gegenwärtigen Aufschwungsphase im Durchschnitt leicht gestiegen ist. Das private Sparverhalten wirkte sich demnach 1988 auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage leicht dämpfend aus und kann somit nicht für sich gesehen auf sehr kurze Sicht zu der überraschend kräftigen Nachfrage beigetragen haben. Die anhaltende Ausweitung des privaten Verbrauchs um durchschnittlich 3½% beruhte demnach zur Gänze auf einem kräftigeren Wachstum der verfügbaren Realeinkommen, wenngleich diese Feststellung nicht für alle sieben Länder einzeln betrachtet gilt. Wie bereits oben angemerkt, war besonders die Nachfrage in Großbritannien von einer weiteren Abnahme der privaten Ersparnis im letzten Jahr beeinflußt.

Sparneigung der privaten Haushalte im letzten Jahr im Schnitt leicht gestiegen

Die Spartätigkeit im letzten Jahr widerspricht auch nicht der Feststellung, daß das Sparverhalten der privaten Haushalte im gegenwärtigen Aufschwung im ganzen eine eindeutig stimulierende Rolle gespielt hat. In den Ländern der Siebenergruppe hat der Rückgang der privaten Sparquote den privaten Verbrauch seit 1982 im Durchschnitt um schätzungsweise 0,9% und das gesamtwirtschaftliche Nachfragewachstum um schätzungsweise 0,5–0,6% jährlich angeregt. Gleichzeitig wurden die zwischen den Ländern bestehenden Disparitäten im Sparaufkommen zunehmend als eine wichtige Ursache der beispiellos hohen, den gegenwärtigen Wirtschaftsaufschwung begleitenden internationalen Ungleichgewichte angeführt.

Aber in der gesamten Aufschwungsphase leicht rückläufig, mit stimulierender Wirkung auf die Nachfrage

Löst man sich vom aktuellen Geschehen, so gewinnt man allerdings nicht den Eindruck, daß die privaten Haushalte ihr Sparverhalten fundamental geändert haben. Was sich längerfristig offenbar gewandelt hat, ist die gesamtwirtschaftliche Ersparnis in den Volkswirtschaften (s. nachstehende Tabelle); dies hat die Sorge aufkommen lassen, daß nicht genügend Mittel vorhanden sein werden, um die Investitionen zu finanzieren, die für ein kontinuierliches Wirtschaftswachstum im gewünschten Tempo erforderlich sind.

Aber auch sinkende gesamtwirtschaftliche Ersparnis

Ersparnis und Investitionen: ein längerfristiger Vergleich										
Land	Nettoersparnis								Nettoanlage- investitionen	
	Insgesamt			Private Haushalte			Öffentliche Haushalte			
	1960–74	1975–79	1980–87	1960–74	1975–79	1980–87	1960–74	1980–87	1960–74	1980–87
	in Prozent des verfügbaren Volkseinkommens									
USA	10,5	8,5	4,2	6,9	7,3	6,2	0,4	-3,9	9,8	6,0
Japan	26,4	22,5	20,4	13,1 ¹	17,8	13,4	6,9 ¹	4,1	26,0	18,5
Deutschland (BR)	19,6	12,5	11,0	8,5	9,7	9,1	6,3	1,4	18,6	9,4
Frankreich	19,4	14,7	8,6	15,3 ²	15,8	12,5	5,2 ²	1,3	18,5	9,2
Großbritannien	10,9	7,3	6,3	4,1	5,7	5,3	3,2	-1,6	11,6	5,3
Italien	18,4	14,6	12,8	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	-7,6	19,4	13,8
Kanada	12,1	12,6	9,9	5,0	9,2	10,9	2,9	-4,0	14,1	11,2
Österreich	19,0	15,6	13,4	6,4	7,3	7,0	7,7	2,3	19,1	13,8
Belgien	15,3	12,8	7,1	11,7	13,8	12,1	1,2	-7,3	14,3	8,3
Dänemark	17,5	11,3	6,2	n.v.	n.v.	n.v.	9,1 ³	-1,2	19,6	10,4
Niederlande	20,0	14,5	13,2	11,0 ²	10,0	10,5	4,5 ²	-1,3	19,2	10,4
Schweden	16,2	10,1	6,2	2,5 ²	2,5	0,8	9,4 ²	0,0	16,1	7,9
Schweiz	21,9	17,6	20,0	9,8	8,7	9,4	5,1	3,9	21,9	16,0
Durchschnitt ⁴	17,5	13,4	10,7	8,6	9,8	8,8	5,2	-1,1	17,6	10,8

¹ 1965–74. ² 1970–74. ³ 1971–74. ⁴ Ungewogen.

Quelle: OECD National Accounts; Zahlenangaben für 1987 teilweise geschätzt.

Betrachtet man zunächst die Ersparnis der privaten Haushalte, so zeigt sich, daß die turbulente Inflationsperiode der siebziger Jahre für diese untypisch war. Die Sparquoten der privaten Haushalte, beeinflußt zweifellos durch die inflationsbedingte Auszehrung des Realwerts der Geldvermögen, erhöhten sich damals tendenziell in nahezu allen ausgewiesenen Ländern, während sie sich im Zeitraum 1980–87 lediglich auf das Durchschnittsniveau zurückbildeten, das vor der ersten Ölpreiskrise bestanden hatte. So gesehen erscheint es als sehr wahrscheinlich, daß zunächst der Anstieg der Inflation und dann deren Rückgang im Gefolge einer weniger nachgiebigen Wirtschaftspolitik in den achtziger Jahren zum großen Teil das Sparverhalten seit dem ersten Ölpreisschock erklären.

Die gesamtwirtschaftliche Nettoersparnis ist demgegenüber in den frühen achtziger Jahren in Relation zum Volkseinkommen deutlich niedriger gewesen als in der Zeit vor der ersten Ölpreiskrise. Einen Ersparnisrückgang gab es in allen dreizehn in der Tabelle ausgewiesenen Ländern, und er fiel nicht unbedingt in jenen Ländern kleiner aus, die historisch gesehen niedrige Sparquoten aufwiesen. So reduzierte sich die Quote in den USA um mehr als die Hälfte, und in Japan ging sie um ein Fünftel oder 6 Prozentpunkte zurück. In Deutschland nahm die Sparquote ebenfalls um fast die Hälfte ab und in Belgien, Dänemark, Frankreich und Schweden um bis zu zwei Dritteln. In Ländern mit einer besonders niedrigen gesamtwirtschaftlichen Ersparnis in den achtziger Jahren wurden die sich daraus für die Investitionen ergebenden Auswirkungen in der Tendenz dadurch etwas abgeschwächt, daß ausländische Ersparnisse in Anspruch genommen wurden. Das bekannteste Beispiel sind

Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nettoersparnis 1980–87 gegenüber der Zeit vor 1973 ...

natürlich die Vereinigten Staaten, doch traf dasselbe auf Belgien, Dänemark, Italien und Schweden zu.

Die Hauptaussage der Tabelle ist jedoch, daß dem öffentlichen Sektor ganz überwiegend die Abnahme der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis zuzuschreiben war. Lediglich in Frankreich, Deutschland und in geringerem Maße Japan trug auch der Unternehmenssektor (einschl. öffentlicher Unternehmen) erheblich zum Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis bei. Daraus und aus dem Zeitpunkt der Rückgänge (hauptsächlich nach den zwei Ölpreisschüben) läßt sich schließen, daß die Gründe für den Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Ersparnisse teilweise bei den deflationären Effekten der Ölpreisschocks zu suchen sind, also bei deren automatischen Auswirkungen auf die öffentlichen Haushalte sowie den fiskalpolitischen Maßnahmen vieler Länder, die diese als Reaktion auf die erste Krise ergriffen. Nach der zweiten Ölpreiskrise trug der Anstieg der Realzinsen in erheblichem Maße zum Anwachsen der Schuldendienstkomponente der Staatsausgaben bei und verstärkte damit die automatischen Effekte der Rezession auf den Staatshaushalt und die hartnäckigen Probleme, die sich bei dessen Kontrolle ergaben.

Kehrt man wieder zur Gegenwart zurück, so zeigt sich, daß sich der soeben beschriebene Prozeß in den achtziger Jahren bis zu einem gewissen Grad umgekehrt hat. Einen interessanten Fall stellt Großbritannien dar, wo 1988 die Ersparnis der öffentlichen Haushalte positiv wurde, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage aber so hoch war, daß das Land in ein hohes außenwirtschaftliches Defizit rutschte. Die Vereinigten Staaten erzielten vergleichsweise wenig Fortschritte bei der Rückführung ihres Budgetdefizits und der Anhebung der Sparquote der privaten Haushalte, während sich in Japan und besonders in Deutschland ein Wiederanstieg der Gesamtersparnis abzeichnet. Die privaten Haushalte haben in beiden Ländern nur verhältnismäßig wenig zu dieser Erholung beigetragen. Hingegen ist mehr als die gesamte Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis in Deutschland auf den starken Wiederanstieg der Ersparnis der Unternehmen nach 1985 zurückzuführen. In Japan ließ die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte und ein kräftiges Wachstum der Inlandsnachfrage die Ersparnis der öffentlichen Haushalte seit 1983 ansteigen. Hier dürfte im letzten Jahr auch die Ersparnis der Unternehmen gestiegen sein, da die Gewinne infolge der stürmischen Expansion des Inlandsabsatzes stark zunahmen.

Für ein vollständiges Bild des im letzten Jahr erreichten Zustands reichen die verfügbaren Daten nicht aus. Geht man indes davon aus, daß die nachstehende Grafik auch für andere Länder repräsentativ ist, so lassen sich daraus die folgenden allgemeinen Schlußfolgerungen ziehen. Erstens kann es für die Industrieländer insgesamt keine Rückkehr zu den hohen Investitionsquoten früherer Zeiten geben, ohne daß die Ersparnis weiter ansteigt, wobei vielerorts der Staatssektor wenigstens einen Teil dazu beitragen sollte. Zweitens erfordert der internationale Anpassungsprozeß, daß diesem in den Defizitländern mehr Unterstützung durch die Ersparnis im Staats- und privaten Sektor zuteil wird, wobei man zuallererst an die USA denkt. Bis jetzt sind es jedoch die Überschüßländer, die die stärkste Erholung der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis aufweisen können.

... hauptsächlich wegen gesunkener Nettoersparnis der öffentlichen Haushalte

Teilweise Umkehrung des Verlaufs der öffentlichen Ersparnisse in der jüngeren Vergangenheit

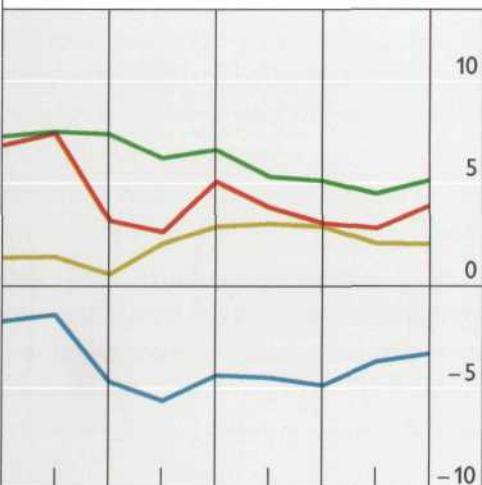
Aber noch höheres Niveau wünschenswert

Sektorale Zusammensetzung der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis

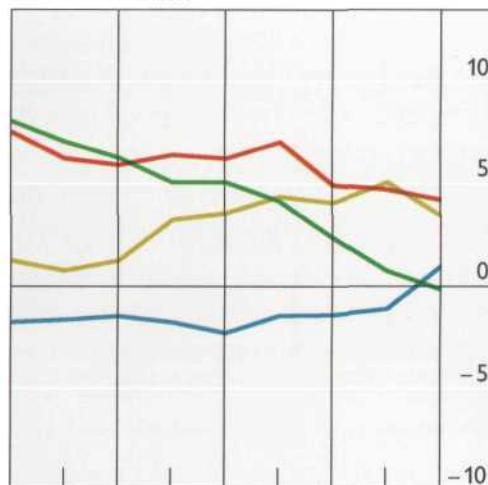
In Prozent des Volkseinkommens

- Insgesamt
- Private Haushalte¹
- Öffentliche Haushalte
- Unternehmenssektor²

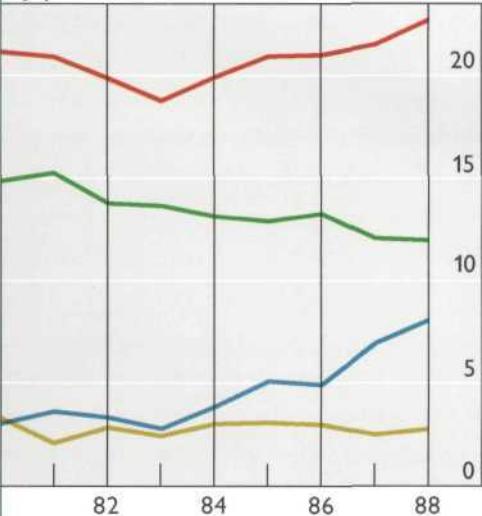
USA



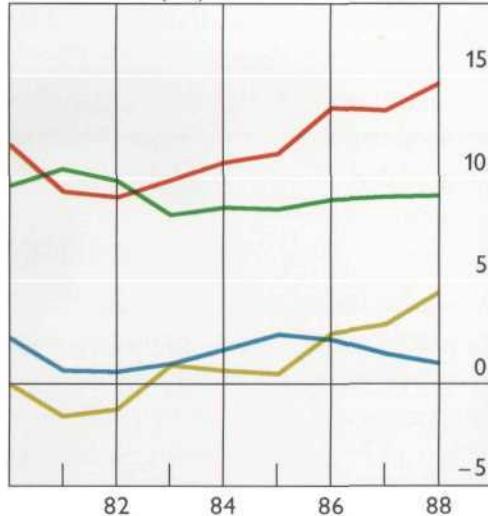
Großbritannien



Japan



Deutschland (BR)



¹ Einschl. privater Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit. ² Großbritannien: einschl. statistischer Diskrepanzen.

Quelle: OECD National Accounts; die Zahlen für 1987 und 1988 sind teilweise geschätzt.

Investitionen, Realzinsen und Produktivität

Niedrige gesamtwirtschaftliche Sparquoten spiegelten sich in niedrigen Investitionsquoten

Den niedrigeren Quoten der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis in den Ländern der Siebenergruppe im ganzen „entsprachen“ in den achtziger Jahren vergleichsweise niedrige Investitionsquoten. So erreichte der Anteil der Anlageinvestitionen am Bruttoinlandsprodukt erst im vergangenen Jahr wieder die durchschnittliche Höhe der Jahre 1975–81 (s. die Grafik auf S. 25), während der Anteil der Nettoinvestitionen klein blieb, so daß sich die Relationen

Kapital/Produktion und Kapital-/Arbeitseinsatz weniger stark erhöht haben als in früheren Konjunkturzyklen. Hinzu kommt, daß die Ausgaben für Maschinen und Ausrüstungen die dynamischste Komponente waren, wohingegen (Japan bildet hier möglicherweise eine Ausnahme) der Anteil der langfristigen Investitionen in Bauten und Produktionsstätten klein blieb und in den USA sogar gesunken ist. Somit scheint es, daß die in den achtziger Jahren getätigten Investitionen eher kapitalintensivierender und weniger kapitalausweitender Natur waren, was auch zu dem sehr hohen Auslastungsgrad der Sachkapazitäten in den meisten Ländern im letzten Jahr beigetragen hat.

Wie auf Seite 13 erwähnt, waren die Anlageinvestitionen, besonders die der privaten Wirtschaft, die wichtigste Antriebskraft des Wachstums im Jahr 1988. Die Gründe dieser unerwarteten Dynamik liegen noch nicht klar auf der Hand. Als um die Jahresmitte 1987 die meisten Investitionsvorhaben für 1988 festgelegt wurden, waren die Erwartungen hinsichtlich der weiteren Nachfrageentwicklung nicht besonders hoch geschraubt, und das Realzinsniveau am langen wie am kurzen Ende erschien recht hoch. Hinzu kam, daß der Börsenkrach die Beschaffung von Eigenkapital kostspieliger gemacht hatte und niedrigere Kosten der Fremdfinanzierung dies nur teilweise und vorübergehend kompensierten. Andererseits waren der Anteil der Gewinneinkommen am Gesamteinkommen und der Auslastungsgrad der Sachkapazitäten hoch, und die Aussicht auf größere Wechselkursstabilität könnte den Risikofaktor bei Sachkapitalinvestitionen vermindert haben. Zudem deutet der Zeitpunkt der Investitionsbelebung im Verein mit der Tatsache, daß sie auch Europa erfaßte, darauf hin, daß die Pläne für einen europäischen Binnenmarkt und eine erste Einschätzung der daraus erwachsenden makroökonomischen Implikationen zu einer optimistischeren Beurteilung der Nachfrageentwicklung und zu einem Vorziehen von Investitionsvorhaben geführt haben. Alles in allem betrachtet sieht es so aus, daß sich die grundlegenden Voraussetzungen eines günstigeren Investitionstrends während des Konjunkturaufschwungs 1982–88 verbesserten. Dies allein genügte jedoch nicht, solange die Nachfrageerwartungen – der wichtigste Bestimmungsfaktor der Unternehmensinvestitionen – ungewiß und gedämpft blieben. Folglich zogen Unternehmen, besonders in Europa, in den achtziger Jahren es lange Zeit vor, ihre flüssigen Mittel in hochverzinslichen Finanzaktiva anzulegen. Das Jahr 1988 zeigt aber auch, daß es mitunter nur einer geringen – wenn auch unvorhersehbaren – Änderung der Erwartungen bedarf, um die Unternehmen zu Investitionen in Sachvermögen statt in Geldvermögen zu bewegen.

Die Realzinsen lagen, wie die Grafik auf Seite 24 zeigt, in den achtziger Jahren erheblich höher als im vorangegangenen Konjunkturzyklus. Ein Grund hierfür könnte der starke Anstieg der öffentlichen Verschuldung zusammen mit der Abnahme des Sparaufkommens gewesen sein, mit der möglichen Folge, daß das öffentliche Finanzgebaren die privaten Investitionen verdrängte. Ein weiterer wenn auch das Vertrauen eher indirekt beeinflussender Faktor könnte die starke Zunahme der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte gewesen sein, die in den letzten sechs Jahren eine Größenordnung von 2–3% des nominalen Bruttosozialprodukts erreicht haben, verglichen mit weniger als 1% im Zeitraum 1975–81. Die konkreten Auswirkungen dieses Gesche-

Der Investitionsaufschwung

Die Rolle der Realzinsen

hens sind schwer zu beurteilen, doch läßt sich mit Sicherheit sagen, daß der Mangel an Fortschritten bei der Reduzierung dieser Ungleichgewichte zeitweise an den Finanzmärkten Störungen hervorrief, die ihrerseits die Realzinsen ansteigen ließen. Auf der anderen Seite ergab sich als ein bedeutendes Merkmal des gegenwärtigen Aufschwungs der zuvor erwähnte Anstieg der Gewinneinkommen und der Sachkapitalrendite. Laut Schätzungen der OECD könnte sich die reale Sachkapitalrendite in der privaten Wirtschaft in den Jahren 1982–88 im Durchschnitt um 4–5 Prozentpunkte erhöht haben, was den Schluß nahelegt, daß der Anstieg der realen Marktzinsen die höhere Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals und weniger eine restriktive Geldpolitik und die Absorption von Finanzierungsmitteln durch den öffentlichen Sektor widerspiegeln könnte. Zusätzliche Probleme bei der Erklärung und Bewertung des Realzinsniveaus ergeben sich im Zusammenhang mit der Ermittlung der inflationären Erwartungen und der steuerlichen Auswirkungen. Die Erwartungen passen sich in Zeiten nachlassender Inflation häufig relativ langsam den tatsächlichen Preissteigerungsraten an, so daß sich nachträglich ein höheres als aufgrund der Erwartungen errechnetes Realzinsniveau ergibt.

Der Trend und die Zusammensetzung der Investitionsausgaben erschweren auch ein Verstehen der gesamtwirtschaftlichen Produktivitätsentwicklung. Die Substitution von Arbeit durch Kapital sollte normalerweise, ergänzt durch Maßnahmen zur Stärkung der Angebotsseite, ein kräftigeres Wachstum der Produktion je Arbeitsstunde bewirken, doch die Produktivitätszuwächse lagen in den achtziger Jahren unter den Trendwerten des Konjunkturzyklus der Jahre 1975–81. Hinter diesem aggregierten Meßwert verbergen sich freilich sehr unterschiedliche Entwicklungen in der verarbeitenden Industrie einerseits, wo beträchtliche Produktivitätsgewinne zu verzeichnen waren, und im Dienstleistungssektor andererseits, wo sich die Zunahme der Produktivität weiter abgeschwächt hat, gleichzeitig jedoch der größte Teil des Beschäftigungswachstums in der Gesamtwirtschaft zu verzeichnen war. Hinzuzufügen ist, daß die Produktivitätsentwicklung im allgemeinen sehr wenig zu dem günstigeren Preistrend in den Industrieländern beitrug, außer in den Jahren überdurchschnittlicher Produktionssteigerungen, als konjunkturell bedingte Produktivitätszuwächse halfen, die preistreibenden Auswirkungen höherer Nominallohnforderungen abzuschwächen.

Die geringe Zunahme der Produktivität könnte auch für die zukünftige Preisentwicklung Folgen haben. Wie bereits weiter oben erwähnt, beruhte die Zunahme der Arbeitslosigkeit in den siebziger und frühen achtziger Jahren unter anderem darauf, daß die Lohn- und Gehaltsempfänger besonders in Europa sich den von höheren Einfuhrpreisen und den geringen Produktivitätszuwächsen aufgezwungenen Realeinkommensverlusten widersetzten. Im weiteren Verlauf der achtziger Jahre wandelten sich die Terms of trade zugunsten der Industrieländer, was zu Sondergewinnen bei den Realeinkommen führte und es erleichterte, die Reallohnvorstellungen in Einklang mit dem Produktivitätswachstum zu bringen. Die Kehrseite dieser Medaille waren freilich Terms-of-trade-Verluste und damit einhergehende Realeinkommenseinbußen der Entwicklungsländer, wodurch sich, wie im folgenden Abschnitt ausgeführt wird, deren Anpassungsprobleme noch verschärfen. Mit einer Fortsetzung

Im Lichte der Entwicklung der Investitionsstruktur schwaches Produktivitätswachstum

Reallohnvorstellungen müssen mit Produktivitätsentwicklung in Einklang stehen

dieses Trends kann für die Zukunft nicht gerechnet werden. Deshalb ist es wichtig, will man eine Verstärkung des Preisauftriebs in den Industrieländern vermeiden, daß die Realeinkommensvorstellungen der Arbeitnehmer in Einklang mit den jeweiligen Produktivitätsveränderungen gebracht und angebotsorientierte Maßnahmen energischer in Angriff genommen werden.

Entwicklungsländer

In den Entwicklungsländern erhöhte sich das reale Bruttoinlandsprodukt im letzten Jahr gestützt durch den Aufschwung im Welthandel und die reale Nachfrage in den Industrieländern um $4\frac{1}{2}\%$, verglichen mit 4% im Jahr 1987. Wie in früheren Jahren gab es jedoch starke regionale Abweichungen vom Gesamtdurchschnitt. Die Länder Asiens erlebten eine weitere wirtschaftliche Expansion und erzielten ein auf 9% gestiegenes reales Produktionswachstum, wodurch sich die Anhebung ihres Lebensstandards seit Ausbruch der Schuldenkrise im Durchschnitt auf mehr als 5% jährlich stellte. Auch die afrikanischen Länder steigerten ihre Produktionsleistung, allerdings nicht genug, um das Pro-Kopf-Einkommen zu erhöhen. Vorläufige Zahlen für den Nahen Osten deuten darauf hin, daß auch dort das Sozialprodukt trotz rückläufiger Ölpreise stärker gestiegen ist. Die lateinamerikanischen Länder erlebten demgegenüber eine Abschwächung ihres realen Produktionswachstums auf weniger als 1%, da zunehmende makroökonomische Ungleichgewichte und ein verstärkter inflationärer Druck die Vorteile schneller wachsender Exporteinnahmen mehr als aufwogen.

Die großen regionalen Unterschiede in den Produktionsleistungen lassen sich auf mehrere Bestimmungsgründe zurückführen. Einige von diesen, beispielsweise die Preisentwicklung bei Öl und den übrigen Rohstoffen und Veränderungen im Wachstum und in der Zusammensetzung des Welthandels, sind exogener Natur. Andere wie die Wirtschafts- und Währungspolitik, die Entwicklung von Ersparnis und Investitionen und teilweise auch die mit der Auslandsverschuldung zusammenhängenden Probleme (s. Kapitel V) haben ihren Ursprung eher im Inland und beeinflussen vor allem das langfristige Wachstumspotential dieser Länder, ihre Fähigkeit, von einem Aufschwung im Welthandel zu profitieren (oder die negativen Auswirkungen eines Abschwungs zu begrenzen), und ihre Anfälligkeit gegenüber inflationären Tendenzen.

Rohstoffpreise und andere außenwirtschaftliche Einflüsse

Die Erholung der Rohstoffpreise (ohne Ölpreise), die Mitte 1987 eingesetzt hatte, gewann im ersten Halbjahr 1988 weiter an Dynamik, da die Nachfrage in den Industrieländern kräftig zunahm; im zweiten Halbjahr schwächte sie sich allerdings wieder ab. Dennoch lagen die Preise im Jahr insgesamt, in SZR gemessen, um rund 20% über dem Niveau von 1987, und auch die Preise in realer Rechnung stiegen, wenn sie auch immer noch etwa 20% unter ihrem Niveau von 1980 liegen. Wie schon 1987 lagen die Rohstoffpreise der Entwicklungsländer unter dem durchschnittlichen Weltmarktpreisniveau aller Roh-

Entwicklungsländer profitierten 1988 vom schnelleren Wachstum der Industrieländer

Lateinamerika war mit seinem verstärkten Inflationsdruck die bedeutendste Ausnahme

Die Rohstoffpreise (ohne Ölpreise) stiegen in der ersten Jahreshälfte 1988 kräftig, blieben aber real gerechnet niedrig

Wachstum des BIP in den Entwicklungsländern

Land/ Ländergruppe	1977–82 Durch- schnitt	1983	1984	1985	1986	1987	1988	Pro Kopf 1982–88 Durch- schnitt
		Veränderung in Prozent						
Afrika	3,5	– 1,4	– 0,5	4,3	1,3	1,2	3,0	– 1,5
Nigeria	1,5	–17,4	–13,0	8,5	–2,1	1,8	4,0	–6,7
Länder südlich der Sahara	2,5	0,3	1,0	2,7	3,1	1,3	2,8	–1,0
Ghana	–0,6	0,7	2,6	5,1	5,2	4,8	6,2	0,8
Kenia	4,5	2,7	2,0	3,8	5,7	5,8	4,0	–0,4
Malawi	1,8	3,5	4,5	4,1	2,8	–0,2	3,6	–0,3
Naher Osten	1,1	4,0	– 0,5	–1,4	0,5	0,2	2,0	–1,5
Ägypten	7,9	9,0	5,0	10,8	7,4	–2,0	2,2	2,8
Asien	6,3	7,7	7,7	6,5	6,7	7,4	9,0	5,3
China	7,8	9,8	13,5	13,1	7,8	9,4	11,2	9,8
Indien	3,8	7,8	3,3	6,1	4,4	3,6	9,0	3,6
Malaysia	7,2	6,3	7,8	–1,0	1,2	5,2	8,1	2,0
Thailand	6,2	7,3	7,1	3,5	4,7	7,1	10,3	4,1
Junge Industrieländer	7,1	8,9	9,1	3,6	10,6	11,8	9,2	7,5
Lateinamerika	3,3	– 2,1	3,7	3,9	4,5	2,5	0,9	0,0
Brasilien	3,7	– 2,8	5,7	8,3	8,0	3,0	–0,3	1,5
Mexiko	6,8	– 4,2	3,6	2,6	–3,8	1,4	1,1	–2,0
Argentinien	–1,2	2,9	2,5	–4,3	5,3	2,0	2,2	0,2
Chile	2,7	– 0,7	6,3	2,4	5,7	5,7	7,4	2,7
Entwicklungs- länder insgesamt*	4,3	3,3	4,2	4,0	4,3	4,0	4,5	2,0

* Berechnet unter Verwendung von BIP-Gewichten und Wechselkursen von 1986.

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

stoffe, und zwar hauptsächlich wegen eines relativ hohen Produktions- und Exportanteils tropischer Genußmittel, die schon das dritte aufeinanderfolgende Jahr Preiseinbußen erlitten. Auf der anderen Seite, und darin zeigt sich weitgehend eine durch die Dürre induzierte Erholung der Nahrungsmittelpreise, waren die Preisgewinne (ohne Ölpreise) innerhalb der Gruppe der Entwicklungsländer im vergangenen Jahr gleichmäßiger verteilt als 1987, wobei alle wichtigen Regionen von realen Preiszuwächsen profitierten.

Dieses Bild ändert sich jedoch erheblich, wenn der massive Rückgang der Ölpreise ebenfalls berücksichtigt wird. Unter Einschluß der Ölpreise fielen die Rohstoffpreise 1988 um 7½%; real gerechnet liegen die Preise nun 40% unter ihrem Stand von 1980. Überdies verschlechterten sich die Terms of trade der Entwicklungsländer 1988 insgesamt um beinahe 6% (was einem Minus von 1½–2% an verfügbarem Realeinkommen entspricht), wobei die Länder des Nahen Ostens und Afrikas besonders hohe Verluste verzeichneten, während die Terms of trade Lateinamerikas praktisch unverändert

Fallende Öl-
preise bis
Herbst und
nachlassende
Terms of trade
der Entwick-
lungsländer
das ganze Jahr
hindurch

Entwicklung der Rohstoffpreise					
Indizes basierend auf Preisen in SZR, 1980 = 100					
Hauptrohstoffgruppe/ Region	1980–85 Durch- schnitt	1986	1987	1988	1989
	Veränderung in Prozent				Index
Rohstoffe insgesamt ¹	2,4	– 37,3	– 5,5	– 7,6	63,6
Öl ²	– 0,6	– 57,2	15,0	– 25,2	35,7
Rohstoffe (ohne Öl) ³	– 0,4	– 16,6	– 1,8	19,2	95,0
Nahrungsmittel	– 0,7	– 24,1	– 7,3	23,0	83,5
Genußmittel	2,6	– 0,5	– 34,7	– 3,9	71,0
Landwirtschaftliche Rohstoffe	0,0	– 12,3	21,0	5,3	111,8
Metalle	– 2,1	– 18,8	8,6	42,6	112,7
Entwicklungsländer ⁴	– 0,5	– 14,7	– 6,3	13,8	88,6
Afrika	– 0,5	– 11,0	– 11,1	11,6	86,6
Asien	– 1,9	– 24,1	5,6	16,0	84,7
Naher Osten	– 1,0	– 18,7	8,2	13,8	95,6
Lateinamerika	– 0,5	– 9,4	– 15,1	15,8	87,1
Rohstoffe (ohne Öl), real ⁵	– 3,3	– 18,2	– 3,3	17,4	78,9

¹ HWWA-Index. ² Spot-Preis von „Arabian Light Crude“. ³ IWF-Index. ⁴ Ohne Öl. ⁵ Deflationiert mit den Exportdurchschnittswerten industrieller Fertigwaren.

Quellen: IMF World Economic Outlook, IMF International Financial Statistics und Angaben der einzelnen Länder.

blieben. Schließt man Veränderungen der Exportvolumen ebenfalls ein, dann war der außenwirtschaftliche Einfluß im ganzen erfreulich, aber bei weitem nicht so positiv wie 1987 und regional höchst unterschiedlich. Die lateinamerikanischen Länder vermochten ihre relativ günstige Exportentwicklung von 1987 weiter zu verbessern, da deutliche Ausfuhrsteigerungen in Argentinien und Venezuela die Rückgänge in Peru und Kolumbien mehr als wettmachten. In den asiatischen Ländern verlangsamte sich das Exportwachstum hauptsächlich infolge von Entwicklungen in den vier jungen Industrieländern (Hongkong,

Außenwirtschaftliche Einflüsse auf die Produktion								
Region	Terms of trade				Exportvolumen			
	1980–85 Durch- schnitt	1986	1987	1988	1980–85 Durch- schnitt	1986	1987	1988
Veränderung in Prozent								
Afrika	– 1,7	– 32,0	0,9	– 14,0	– 1,5	3,2	– 0,7	3,6
Naher Osten	0,2	– 48,0	9,8	– 21,2	– 11,2	19,3	1,8	12,2
Asien	0,3	– 6,6	3,0	– 0,7	7,0	16,4	18,7	13,4
Lateinamerika	– 2,4	– 11,4	0,5	– 0,1	5,6	0,0	8,3	9,9
Entwicklungs- länder								
insgesamt*	– 0,4	– 18,7	3,8	– 6,0	2,3	12,0	11,6	11,7

* Berechnet unter Verwendung der Exportgewichte und Wechselkurse von 1986.

Quellen: IMF World Economic Outlook und UN Economic Commission for Latin America and the Caribbean.

Singapur, Südkorea und Taiwan) und trotz großer Exportanstrengungen von Ländern wie Malaysia und Thailand. Im Nahen Osten konnte ein stärkeres Exportwachstum die Auswirkungen ungünstigerer Austauschrelationen nicht ausgleichen, und ähnliches ließ sich auch bei den afrikanischen Ländern beobachten, obschon der Rückgang der Exporte zum Stillstand gebracht werden konnte.

Inlandsproduktion, Teuerung und Wirtschaftspolitik

Beschleunigtes Wachstum in Indien und China

Asiatische Länder. Die gesamte in den asiatischen Ländern von 1987 auf 1988 eingetretene Wachstumsbeschleunigung beim realen Bruttoinlandsprodukt kann der Entwicklung in *Indien* und *China* zugeschrieben werden, auf die mehr als die Hälfte des asiatischen Bruttoinlandsprodukts entfällt. Namentlich Indien profitierte von einer deutlichen Erholung der landwirtschaftlichen und einer stetigen Expansion der industriellen Produktion. Jedoch traten in beiden Ländern im Lauf des vergangenen Jahres, teilweise infolge einer expansiven Finanz- und Geldpolitik, Anzeichen einer konjunkturellen Überhitzung in Form hochschnellender Einfuhren und anziehender Inflation auf; letztere erreichte in *China* Ende 1988 eine Rate von 25% und hat sich in diesem Jahr noch gesteigert. Die vier jungen Industrieländer erlebten eine gewisse Verlangsamung ihres Produktionswachstums, als die Inlandsnachfrage allmählich die Ausfuhren als Hauptmotor des Wachstums ersetzte. Ausgelöst wurde diese Entwicklung durch steigende nominale Wechselkurse, rascher wachsende Lohnstückkosten und eine Liberalisierung der Einfuhren. In der Tat wirkten sich die Nettoausfuhren in *Taiwan* negativ auf das letztjährige Wachstum des Bruttoinlandsprodukts aus; sie blieben praktisch neutral in *Südkorea*, wo der reale effektive Wechselkurs um nahezu 20% stieg, wobei die sich beschleunigenden Preis- und Kostensteigerungen mit einer Aufwertung des Won gegenüber dem US-Dollar um 14% zusammenfielen.

Die langsamere Zunahme der Ausfuhren der jungen Industrieländer kann teilweise auch der wachsenden internationalen Wettbewerbsfähigkeit anderer asiatischer Länder zugeschrieben werden. Die Exporte *Thailands* nahmen im vergangenen Jahr real um 20% zu und die realen Anlageinvestitionen um rund 15%, wovon ein großer Teil durch Kapitalzuflüsse aus Japan und den vier jungen Industrieländern finanziert wurde. Auch die Importe wiesen ein kräftiges Wachstum auf und wirkten sich negativ auf die Leistungsbilanz aus; dennoch wuchs das reale Bruttoinlandsprodukt um über 10%. Dank einer vorsichtigen Geldpolitik nahm die Inflationsrate nur mäßig zu (von 2,5% auf 4%), und der Finanzierungssaldo des öffentlichen Sektors wurde positiv. Dieses kräftige Wachstum war jedoch teilweise auf einmalige Faktoren zurückzuführen: Die landwirtschaftliche Produktion erholte sich von einem Rückgang um 2% im Jahre 1987, und steigende Rohstoffpreise einerseits und fallende Ölpreise andererseits führten zu einer beträchtlichen Verbesserung der Terms of trade. Als wachstumshemmend erweist sich die ungenügende Infrastruktur; weitere Produktionssteigerungen dürften davon abhängen, wie gut die ländlichen Gebiete, auf die etwa zwei Drittel der Bevölkerung, jedoch nur etwa 15% der Gesamtproduktion entfallen, in den industriellen

Wachstum in den jungen Industrieländern etwas langsamer

Steigendes Wirtschaftswachstum in Thailand und Malaysia

Wachstumsprozeß integriert werden können. *Malaysia* ist ein weiteres Land, das von großen ausländischen Direktinvestitionen profitiert; 1987 finanzierten diese über 25% der gesamten Anlageinvestitionen, im vergangenen Jahr sogar noch mehr. Die Auswirkungen des Kapitalzuflusses sind am deutlichsten im verarbeitenden Sektor zu sehen, dessen Wertschöpfung auf beinahe 25% des Bruttoinlandsprodukts gestiegen ist und auf den fast 50% der gesamten Ausfuhren entfallen, so daß Malaysias frühere Abhängigkeit von Rohstoffexporten (hauptsächlich Kautschuk, Palmöl und Erdöl) nicht mehr so groß ist. Die Ausfuhren wurden überdies durch einen sinkenden realen Wechselkurs gefördert (rund 30% seit 1984), in dem sich eine niedrige Inflation (nur 2 $\frac{3}{4}$ % im Jahr 1988, aber, so die Erwartungen, mit steigender Tendenz in diesem Jahr) sowie ein sinkender nominaler Wechselkurs widerspiegeln. Letzterer könnte teilweise mit einer Zinssenkungspolitik zusammenhängen, die ihrerseits durch die Verminderung des Defizits des öffentlichen Sektors von 20% des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 1982 auf 8% im Jahr 1987 ermöglicht wurde; 1988 dürfte der öffentliche Haushalt sogar einen kleinen Überschuß ausweisen.

Afrikanische Länder. Trotz einer Beschleunigung des Wachstums im vergangenen Jahr zogen die mäßigen längerfristigen Wachstumsergebnisse und Aussichten dieser Weltregion, insbesondere der Länder südlich der Sahara, immer stärker die internationale Aufmerksamkeit auf sich. Obschon es schwierig ist, allgemeingültige Schlüsse für eine Region von fünfundvierzig Ländern zu ziehen, können doch vier Gründe für die schlechten Ergebnisse hervorgehoben werden. Erstens hat die Abhängigkeit von einer kleinen Palette von Exportrohstoffen, die starken Preisschwankungen unterliegen und deren Nachfrage unelastisch ist, diese Länder überaus anfällig für Erschütterungen von außen gemacht. Seit 1980 sind die Rohstoffpreise (ohne Ölpreise) um über 13% gesunken (in SZR) und die Terms of trade (einschl. Öl, aber ohne Nigeria) haben sich um etwa 30% verschlechtert, d.h. um rund das Doppelte des Anstiegs der Exportvolumen. Zweitens beträgt das Bevölkerungswachstum trotz einer sehr hohen Kindersterblichkeit im Durchschnitt rund 3% pro Jahr, was viele Länder dazu zwingt, einen großen Teil ihrer Deviseneinnahmen für Nahrungsmittelimporte aufzuwenden. Drittens ist die Last der Auslandsschulden größer als in anderen Entwicklungsregionen. Das Verhältnis Verschuldung/Exporterlöse kommt in einigen Fällen 1000% nahe – der Durchschnitt liegt bei 325% –, und die Zinszahlungen, in Prozent des Bruttoinlandsprodukts ausgedrückt, sind nicht nur hoch, sondern liegen deutlich über dem Niveau von 1980. Schließlich – und dieser Faktor ist nicht unabhängig von den schon erwähnten Einflüssen zu sehen – hat die Entwicklung der Investitionen und der Ersparnis das Wachstum nicht begünstigt. Die gesamtwirtschaftliche Ersparnis ist zurückgegangen, da die Regierungen das Verhältnis der öffentlichen Ausgaben zu den Einnahmen nicht reduzieren konnten, wobei die Einnahmen meist deutlich unter dem Durchschnitt anderer Entwicklungsländer liegen. Überdies ist die Investitionsquote beträchtlich zurückgegangen, und hinter dem Durchschnittswert verbergen sich sehr große Unterschiede zwischen den Ländern; in einigen Gebieten sind die Anlageinvestitionen zu niedrig, um auch nur den Kapitalstock zu erhalten.

Wachstumszunahme in Afrika, aber weiter schwerwiegende Strukturprobleme

Dennoch auch
Lichtblicke, z.B.
Malawi und Kenia

Es gibt jedoch auch Lichtblicke in diesem allgemein düsteren Bild. *Malawi* beispielsweise, das nur wenig Rohstoffe, ein Pro-Kopf-Einkommen von nur \$ 165 und ein Verhältnis Verschuldung zu Ausfuhren von 400% hat, konnte das Defizit des öffentlichen Sektors in weniger als 10 Jahren von 17% auf 7% des Bruttoinlandsprodukts reduzieren und dennoch seit 1982 ein Wirtschaftswachstum von 3% pro Jahr erzielen. In *Ghana*, wo das reale Pro-Kopf-Einkommen zwischen 1973 und 1983 um fast 40% zurückgegangen war, konnte mit Hilfe des wirtschaftlichen Sanierungsprogramms von 1983 (das Privatisierungen, die Reduzierung öffentlicher Ausgaben und den Abbau von Importlizenzen umfaßte) von 1983 bis 1988 ein jährliches Wachstum des Bruttoinlandsprodukts von 4% erreicht werden. Im gleichen Zeitraum ging die Inflationsrate trotz höherer Nahrungsmittelpreise und einer jährlichen Währungsabwertung von etwa 50% gegenüber dem US-Dollar von 125% auf 25% zurück, während sich ein Haushaltsdefizit von 5,2% des Bruttoinlandsprodukts (1982) zu einem Überschuß wandelte. *Ghana* bleibt jedoch sehr anfällig gegen Schwankungen der Rohstoffpreise und Zinssätze, da Kakao mehr als 50% der Gesamtausfuhren ausmacht und das Verhältnis Schuldendienst zu Ausfuhrerlösen um die 45% beträgt. Ferner spielte die Auslandshilfe eine bedeutende Rolle bei dem Umschwung; sie betrug seit 1983 durchschnittlich \$ 40 pro Kopf und Jahr. *Kenia* konnte mit Hilfe einer vorsichtigen Nachfragesteuerung den Rückgang des Pro-Kopf-Einkommens auf 1/2% begrenzen, obgleich das Bevölkerungswachstum (4,9% pro Jahr seit 1982) wahrscheinlich das höchste der Welt ist. Die internationale Wettbewerbsfähigkeit hat sich verbessert, und die Teuerungsrate, die 1982 über 20% betrug, konnte mit Hilfe einer stabilen Finanzpolitik und einer restriktiven Geldpolitik auf 8% gedrückt werden. Durch Anhebung der Zinssätze und durch die Finanzierung eines größeren Teils des öffentlichen Mittelbedarfs durch Verkauf von Schatzwechseln an die privaten Nichtbanken wurde das Geldmengenwachstum von über 30% im Jahr 1986 auf weniger als 7% im vergangenen Jahr gesenkt.

Trotz günstiger
außenwirtschaft-
licher Einflüsse
ausgeprägter
Wachstums-
rückgang in
Lateinamerika ...

Lateinamerikanische Länder. Das Wirtschaftswachstum verlangsamte sich 1988 allgemein, aber am stärksten in den nichtölexportierenden Ländern, obgleich sich die verbesserten Austauschrelationen und das stärkere Exportwachstum zusammen mit 3% in der Gesamtproduktion niederschlugen. Hingegen wirkten sich die außenwirtschaftlichen Einflüsse in den erdölexportierenden Ländern negativ aus, da eine weitere Zunahme der Exportvolumen durch eine Verschlechterung der Terms of trade um über 10% mehr als aufgewogen wurde. Überdies wirkte sich der reale Außenbeitrag, hauptsächlich wegen des sprunghaften Anstiegs der Einfuhren Mexikos um 45%, negativ auf das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts der Gruppe der erdölexportierenden Länder aus. Die Finanzpolitik dürfte in den meisten lateinamerikanischen Ländern einen dämpfenden Einfluß ausgeübt haben, da der Kreditbedarf der zentralen öffentlichen Haushalte reduziert wurde, wenn auch in mehreren der größten Schuldnerländer nicht so stark, wie in den Stabilisierungs- und Anpassungsprogrammen vorgesehen. Im übrigen stand dem Rückgang des Kreditbedarfs des öffentlichen Sektors keine höhere gesamtwirtschaftliche Ersparnis oder stärkere Sachkapitalbildung gegenüber.

Inflation in den Entwicklungsländern							
Land/ Ländergruppe	1977–82 Durchschnitt	1983	1984	1985	1986	1987	1988
	Veränderung der Verbraucherpreise in Prozent						
Afrika und Naher Osten	19,0	14,0	16,6	15,7	16,9	17,9	18,8
Ägypten	13,4	16,1	17,1	12,1	23,9	19,7	17,7
Nigeria	14,4	23,2	39,6	5,5	5,4	10,2	35,0 ¹
Asien	8,2	6,6	7,2	7,1	9,1	9,8	14,6
China	3,0	1,9	2,7	11,9	7,0	8,8	20,7
Indien	8,2	11,9	8,3	5,6	8,7	8,8	9,8 ²
Philippinen	13,3	10,0	50,3	23,1	0,7	3,8	8,8
Südkorea	18,0	3,4	2,3	2,5	2,8	3,0	7,1
Lateinamerika	55,3	108,7	133,0	145,0	88,0	130,0	277,6
Argentinien	141,0	343,8	629,6	672,0	90,0	131,0	343,0
Brasilien	75,5	141,2	197,6	227,0	150,0	219,7	582,0
Mexiko	29,0	101,8	65,5	57,7	86,2	131,8	114,2
Peru	64,7	111,2	110,2	163,4	77,9	85,8	669,3
Entwicklungsländer insgesamt ³	25,0	38,4	46,9	49,8	34,4	47,4	90,0

¹ Geschätzt. ² Zweites Quartal. ³ Durchschnitte berechnet unter Verwendung der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1986.

Quellen: IMF International Financial Statistics, IMF World Economic Outlook und Angaben der einzelnen Länder.

In der Tat liegt die nationale Sparquote mit 16% des Bruttoinlandsprodukts um über 5 Prozentpunkte unter dem Durchschnitt der Entwicklungsländer.

Der Hauptgrund, warum die lateinamerikanischen Länder nicht vom stärkeren Produktionswachstum in den Industrieländern profitieren konnten, ist wahrscheinlich in der galoppierenden Inflation zu sehen. Die Verbraucherpreise, die schon 1987 im Schnitt um 130% geklettert waren, stiegen 1988 noch rascher, so daß die Teuerung am Jahresende 475% betrug. Das Auffallendste und für die wirtschaftliche Effizienz und das Wachstum wahrscheinlich Verheerendste war das Tempo, mit dem die Inflation sich beschleunigte. Innerhalb von nur vierundzwanzig Monaten erhöhte sich die durchschnittliche Teuerungsrate um über 400 Prozentpunkte. Die Verschlechterung des Preisklimas war weit verbreitet und wies in einer Reihe von Ländern mehrere gemeinsame Merkmale auf: Heißlaufen der Wirtschaft, importierte Preisschocks, zunehmende Monetisierung der Haushaltsdefizite und vor allem einen hohen Grad an Indexierung, wodurch die Inflation immerwährend angeheizt wird. Unter solchen Umständen setzen Korrekturversuche an den oft durch Lohn- und Preiskontrollen, eine falsche Wechselkurspolitik und staatliche Subventionen verzerrten relativen Preisen Inflationsschübe frei, da sich die Lohnempfänger Realeinkommenseinbußen widersetzen, die mit der Abschaffung von Subventionen auf Lebensmittel und mit Importverteuerungen einhergehen. Die Entwicklung in Peru ist ein Beispiel dafür, wie in einem Klima sich verschlimmernde Inflationserwartungen und fehlender Glaubwürdigkeit der Regierungspolitik ein solcher Druck sehr rasch eine instabile und

... hauptsächlich aufgrund der galoppierenden Inflation ...

... wofür vor allem Peru ein eindrucksvolles Beispiel ist

Versagen der Lohn- und Preisstopps in Argentinien und Brasilien

Chile ist eine Ausnahme im inflationären Lateinamerika

unkontrollierbare Lohn-Preis-Spirale in Gang setzen kann. In den ersten beiden Jahren des Reaktivierungsprogramms von 1985 wurde die Inflation durch Nutzbarmachung brachliegender Kapazitäten und höhere Einfuhren zurückgehalten, aber in den zwölf Monaten bis Ende 1988 stieg die Teuerung in Peru um mehr als das Zehnfache, da die Einfuhren wegen schwindender Devisenreserven eingeschränkt wurden und die Produktionskapazitäten erschöpft waren. Um das Defizit des öffentlichen Sektors zu senken, wurden Subventionen gekürzt und die Steuern sowie die Preise von Grundgütern, die von Staatsbetrieben produziert werden, erhöht; um einer dramatischen Verschlechterung der Lebensbedingungen vorzubeugen, wurden gleichzeitig die Mindestlöhne angehoben, so daß sich die Inflationsspirale noch schneller drehte. Auch in Argentinien und Brasilien traten Probleme der Anpassung der relativen Preise und der öffentlichen Haushaltsdefizite bei umfassender Lohn- und Preisindexierung auf. In beiden Ländern hatte ein Ende 1987 eingeführter Lohn- und Preisstopp versagt. In Argentinien scheint der neue Stabilisierungsplan vom August 1988 eine vorübergehende Verlangsamung der Inflation in der zweiten Jahreshälfte bewirkt zu haben. Der im November in Brasilien geschlossene Sozialpakt blieb jedoch ohne jede Wirkung, und Anfang dieses Jahres war die Inflation auf der Verbraucherpreisebene auf über 1000% geklettert, oder auf mehr als das Doppelte der früheren Rekordrate. Im Januar dieses Jahres schlug die Regierung ein neues Paket von Stabilisierungsmaßnahmen vor (den „Sommer-Plan“), das ein zeitweiliges Einfrieren der Preis- und Lohnindexierung, eine zurückhaltende Steuerpolitik, verschiedene Maßnahmen zur Liquiditätsabschöpfung und eine neue Währung, die regelmäßig gegenüber dem US-Dollar abgewertet werden sollte, vorsah. Dieser Plan ist aber auch gescheitert, und im April wurde die Indexierung wieder eingeführt.

Von dieser negativen Preisentwicklung gibt es einige Ausnahmen. Chile betreibt eine marktkonforme Stabilisierungspolitik, deren Hauptelemente eine Liberalisierung der Einfuhren, ein relativ stabiler nominaler Wechselkurs und eine zurückhaltende Steuerpolitik waren. Anfänglich war dieser Weg mit hohen Kosten in Form von Produktions- und Arbeitsplatzverlusten verbunden, aber die Teuerungsrate wurde allmählich auf nur noch 11% Ende letzten Jahres heruntergebracht. Gleichzeitig verbesserte Chile seine Produktionsleistung, so daß die vorherigen Rückschläge mehr als wettgemacht wurden. Mexiko dagegen beschloß, die Inflation mit einer restriktiven Finanzpolitik sowie einkommenspolitischen Maßnahmen zu bekämpfen. Letztere (der im Dezember 1987 geschlossene und später verlängerte Solidaritätspakt) beruhen auf einem Programm, das einen festen nominalen Wechselkurs, den Abbau der Indexierung, einen Preisstopp bei Gütern des öffentlichen Sektors, einen Lohnstopp und eine Vereinbarung mit dem Privatsektor vorsieht, starke Preiserhöhungen zu unterlassen. Bisher ist es mit diesem Programm gelungen, das Defizit des öffentlichen Sektors und die Inflationsrate zu reduzieren; diese sank im Lauf des Jahres 1988 von 160% auf 52%. Überdies war der Produktionsrückgang vermutlich kleiner, als bei einem marktkonformen Ansatz erforderlich gewesen wäre. Inzwischen zeigen sich jedoch einige Probleme, die auf einen aufgestauten inflationären Druck und auf eine schwierige

Phase im Abbau von Regulierungen hindeuten. Wie schon erwähnt, schnellten 1988 in Mexiko die Einfuhren hoch, worin sich eine reale Aufwertung seiner Währung von rund 30% sowie ein Programm zur Liberalisierung der Einfuhren widerspiegeln. Zudem sanken wegen des Lohnstopps die Reallöhne auf nur 50% ihres Niveaus von 1980. Daher sieht ein neuer, im Dezember 1988 geschlossener Pakt eine tägliche Abwertung des Peso gegenüber dem US-Dollar bis Ende Juli sowie Erhöhungen der Mindestlöhne und einiger öffentlicher Gebühren vor.

Welche Lehren lassen sich aus den jüngsten Trends in den Entwicklungsländern ziehen? Die dramatischste und gravierendste Entwicklung war die Verschlechterung der Preissituation in den lateinamerikanischen Ländern. Dies zeigt einmal mehr, daß stärkeres Wachstum nicht mit höherer Inflation zu erreichen ist. Dazu kommt, daß angesichts des flachen Trends der (in US-Dollar gemessenen) Importpreise während des größten Teils dieses Jahrzehnts die Inflation weitgehend hausgemacht war und ihre Hauptursachen eine verfehlte Politik und Versuche waren, die relativen Preise einzufrieren oder zu ändern.

Ein weiteres auffallendes Merkmal waren die außenwirtschaftlichen Erschütterungen, unter denen die Entwicklungsländer litten. Die Rohstoffpreise (ohne Ölpreise) waren schwach, und als sie sich 1987/88 zu erholen begannen, sanken die Ölpreise. Infolgedessen verminderten ungünstige Veränderungen der Austauschrelationen seit 1980 das reale Volkseinkommen um kumulativ 5,7% im Verhältnis zur Produktion und bürdeten diesen Ländern eine Anpassungslast auf, die zum höheren Schuldendienst hinzukam und schwerer als jene ist, der sich die Industrieländer nach den beiden Ölpreisschocks gegenüberstanden.

Die schwache Investitionstätigkeit außerhalb des asiatischen Raums gibt ebenfalls zu Besorgnis Anlaß. Wie die nachstehende Tabelle zeigt, ergibt sich keine feste Beziehung zwischen der Größe des Anteils der Investitionen am Bruttoinlandsprodukt und der durchschnittlichen Wachstumsrate der Produk-

Starke Reallohn-einbußen führten in Mexiko zu Anpassungen in der Wirtschaftspolitik

Die äußere Anpassungslast war groß ...

... und ist bei schwacher Investitionstätigkeit noch schwerer handhabbar

Investitionen und Produktionswachstum¹

Region/ Ländergruppe	1960–73		1974–80		1981–88		Sachkapitalbildung und Produktionspotential	
	Investi- tionen	BIP	Investi- tionen	BIP	Investi- tionen	BIP	Investi- tionen ²	BIP ³
	Jahresdurchschnitt in Prozent						Prozentpunkte	
Afrika	18,5	4,7	25,1	4,2	19,3	1,2	-8,0	-1 3/4
Naher Osten	21,7	8,7	25,5	5,7	24,8	0,5	-6,0	-1
Asien	18,2	6,1	24,5	6,2	28,0	7,0	-0,7	- 1/4
Lateinamerika	20,3	7,0	24,1	5,4	18,3	1,7	-6,0	-1 1/3
Insgesamt ⁴	19,5	6,7	24,7	5,7	23,8	3,6	-4,0	- 3/4
Industrieländer	21,7	4,9	22,3	2,4	21,0	2,8		

¹ Die Investitionen werden in Prozent des BIP und das Produktionswachstum als prozentuale Veränderung des realen BIP gemessen. ² Veränderung der Relation Investitionen zu BIP zwischen 1980 und 1988.

³ Veränderung des Wachstums des Produktionspotentials unter der Annahme einer durchschnittlichen Kapitalproduktivität von 1 1/2 (Naher Osten: 3) und einer Gewinnquote von 1/3 (Naher Osten: 1/2).

⁴ Gewogener Durchschnitt unter Verwendung der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1986.

tion, weder im Rahmen eines Vergleichs der Ländergruppen noch im Zeitverlauf. Eine gegebene Produktionssteigerungsrate kann je nach Zusammensetzung und Kapitalintensität der Produktion eine hohe oder eine niedrige Investitionsquote erfordern, und eine steigende Investitionsquote führt nicht unbedingt zu einer stärkeren Produktionsausweitung. Aus dem gleichen Grund erklärt der Rückgang der Investitionsquote in den achtziger Jahren nur einen kleinen Teil des geringeren Produktionswachstums. Wichtig dagegen ist, daß ein Rückgang der Investitionstätigkeit das künftige Produktionswachstum und damit die Aussicht auf eine Erhöhung des Pro-Kopf-Einkommens mindert. Diese Verschlechterung ist am deutlichsten in den afrikanischen Ländern ersichtlich, wo das Pro-Kopf-Einkommen schon jetzt sehr niedrig und das Bevölkerungswachstum hoch ist. Der Rückgang des Wachstums des künftigen Produktionspotentials war auch in Lateinamerika stark, während er in Asien wahrscheinlich gering war.

III. Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr

Schwerpunkte

Im Zuge der unerwarteten Dynamik der weltweiten Wirtschaftsentwicklung gewann das Wachstum des Welthandels im letzten Jahr mit über 9%, der höchsten Rate seit 1976, deutlich an Fahrt. Die meisten Länder profitierten von diesem Aufschwung. Gleichzeitig verlangsamte sich mit dem Rückgang der Ölpreise der Anstieg der Außenhandelspreise in Dollar gerechnet bis Dezember 1988 merklich, und der Preisauftrieb bei Fertigwaren schwächte sich gegenüber 1987 erheblich ab.

Vor diesem Hintergrund mit seinen potentiellen Chancen für die außenwirtschaftliche Anpassung war der 1988 bei der Beseitigung der Leistungsbilanzungleichgewichte erzielte Fortschritt enttäuschend. Das zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit der Industrieländer weitete sich beträchtlich aus, wobei allerdings ein Großteil dieser allgemeinen Verschlechterung einem unerwartet hohen Ansteigen des Fehlbetrags in der britischen Leistungsbilanz zuzurechnen ist. In den drei größten Industrieländern hatte der Anpassungsprozeß ab Mitte 1987 beträchtlich an Schubkraft gewonnen, geriet aber in der zweiten Hälfte des letzten Jahres ins Stocken. Die willkommene Rückführung der Ungleichgewichte der USA und Japans im Gesamtjahr konzentrierte sich somit bei näherer Betrachtung auf die ersten sechs Monate des Jahres 1988. Der Abbau des deutschen Leistungsbilanzüberschusses war 1987 praktisch zum Erliegen gekommen, und im letzten Jahr blieb der Überschuß in Relation zum Bruttonsozialprodukt unverändert.

Viele der nichtölexportierenden Entwicklungsländer profitierten von der günstigeren Weltwirtschaftslage, da aber der durch vermehrte Exporteinnahmen gewachsene Handlungsspielraum im allgemeinen zur Lockerung der restriktiven Einfuhrpolitik genutzt wurde, reagierten die Leistungsbilanzen relativ wenig. Die ölexportierenden Entwicklungsländer, zu denen auch einige der Hauptschuldnerländer zu zählen sind, litten unter den beträchtlichen Ölpreisrückgängen, weiteten aber erstmals nach sechs Jahren umfangreicher Einschränkungen ihr Importvolumen wieder aus. Ihr zusammengefaßtes Leistungsbilanzdefizit vergrößerte sich daraufhin kräftig.

Da auf den Devisenmärkten wieder mehr Ruhe eingekehrt war und die Kapitalströme kräftig auf Verschiebungen des nominalen Zinsgefälles reagierten, wurden die Leistungsbilanzungleichgewichte im allgemeinen über den Markt finanziert. Von wenigen Ausnahmen abgesehen spielten amtliche Reservebewegungen, die 1987 noch einen wichtigen Beitrag zur Außenfinanzierung leisteten, im letzten Jahr nur eine eher untergeordnete Rolle.

Die Hauptschuldnerländer in der nichtindustrialisierten Welt waren weiterhin mit ernsthaften Finanzierungsschwierigkeiten konfrontiert. Das

Ausbleiben weiterer erkennbarer Anpassungsfortschritte und Unsicherheiten bezüglich der zukünftigen Schuldenstrategie erhärteten die Abneigung der privaten Gläubiger, neue Mittel bereitzustellen. Erstmals seit 1983 nahm auch die Zusage neuer öffentlicher Kredite in beträchtlichem Ausmaß ab. Akute Finanzierungsprobleme hatten vor allem die Erdölexporteure, die in erheblichem Umfang auf ihre Währungsreserven zurückgreifen mußten.

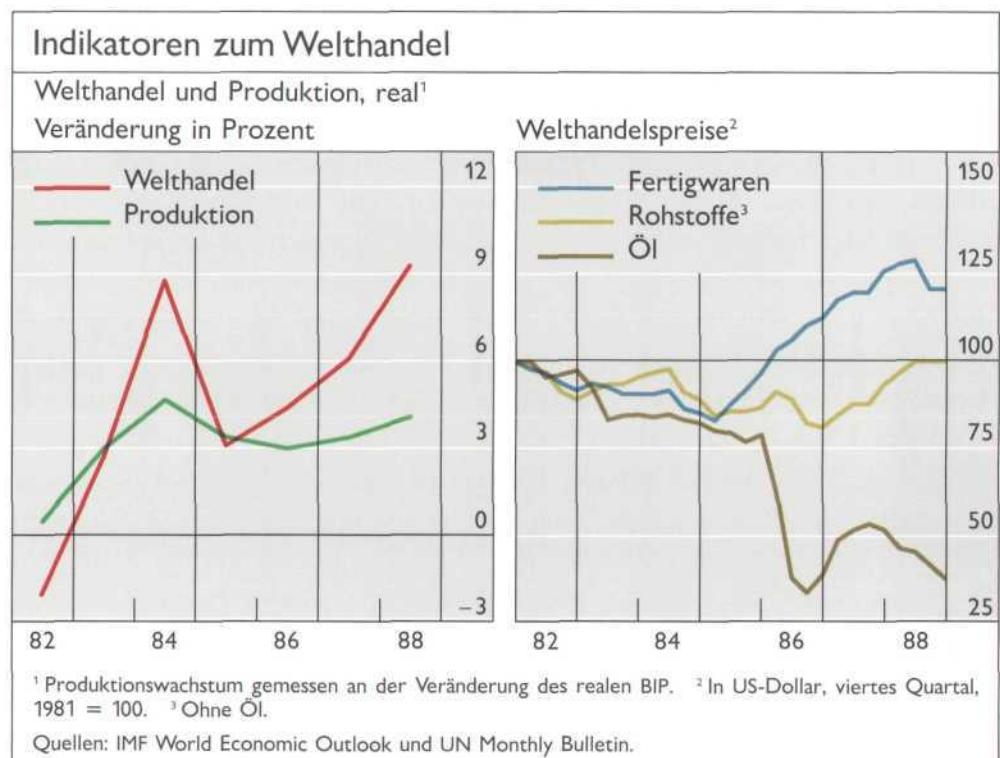
Welthandel

Welthandelswachstum auf Zwölfjahreshoch ...

... bei nachlassendem Preisauftrieb

Das Wachstum des realen Welthandels, das 1987 mit 6% bereits merklich zugenommen hatte, beschleunigte sich 1988 weiter und erreichte eine auf über 9% geschätzte Steigerungsrate. Der Hauptgrund dieser Belebung war der ab dem zweiten Halbjahr 1987 einsetzende Konjunkturaufschwung in den Industrieländern. Die Jahreszahlen neigen etwas zur Verschleierung der Tatsache, daß das Welthandelswachstum um die Jahreswende 1987/88 seinen Höhepunkt erreicht hatte, seine Schubkraft blieb aber auch das gesamte letzte Jahr hindurch erhalten.

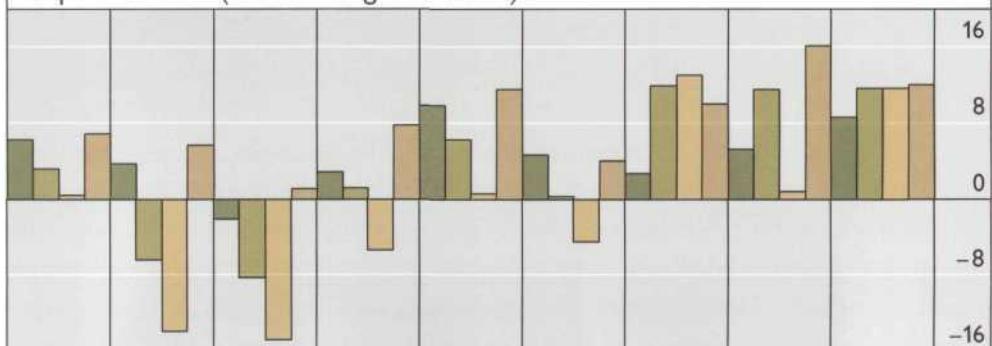
Der Anstieg der Außenhandelspreise schwächte sich in Dollar gerechnet kräftig ab, und zwar halbierte er sich auf knapp 5%. Zu dieser Abflachung trug erheblich die Verringerung des Preisauftriebs für Fertigwaren von 12% im Jahr 1987 auf 5½% im Jahr 1988 bei, worin sich hauptsächlich die erneute Dollarstärke widerspiegelt. Außerdem gaben die Ölpreise im Jahresdurchschnitt um 20½% nach, so daß die Verteuerung von 29% im Jahr zuvor weitgehend wieder rückgängig gemacht wurde. Die Rohstoffpreise (ohne Ölpreise) nahmen um 18% zu; damit sind sie zum ersten Mal seit 1984 schneller gestiegen als die Preise für Fertigwaren.



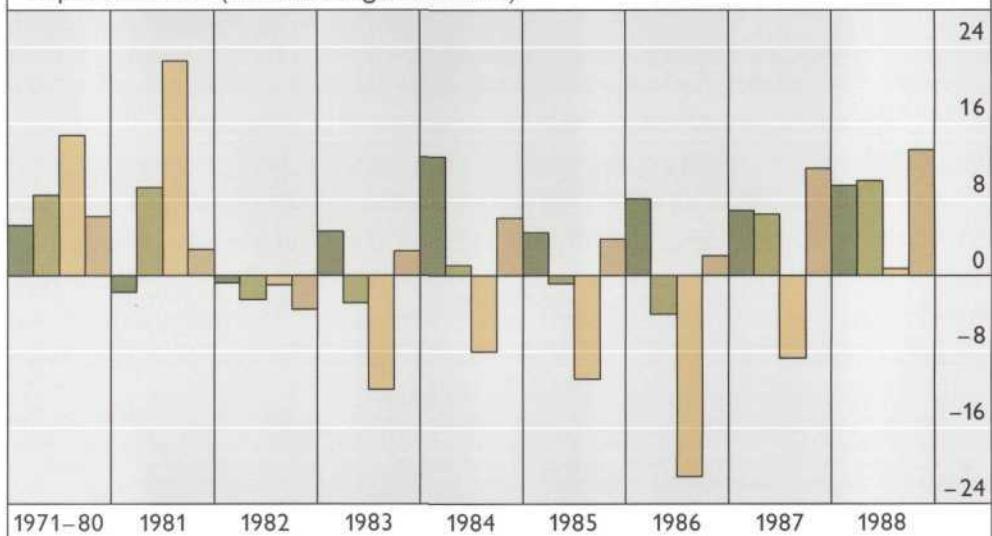
Indikatoren zur Entwicklung des Welthandelsvolumens

Industrieländer
 Entwicklungsländer
 darunter:
 Ölexporteure
 Nichtölexporteure

Exportvolumen (Veränderung in Prozent)



Importvolumen (Veränderung in Prozent)



Die Belebung des realen Welthandelswachstums war 1988 gleichmäßig verteilt, und zwar in bezug auf alle wesentlichen Gütergruppen und alle größeren Regionen der Welt. Der Handel mit Fertigwaren weitete sich um schätzungsweise 10½% oder etwa 4 Prozentpunkte mehr als im Vorjahr aus. Die internationalen Umsätze von Öl und anderen bergbaulichen Erzeugnissen stiegen gleichzeitig um 7%, womit eine siebenjährige Stagnationsphase im Handel mit diesen Produkten endete. Der Auslandsumsatz mit landwirtschaftlichen Produkten nahm real um 4% zu; dies waren zwar 2 Prozentpunkte weniger als 1987, aber angesichts des letztjährigen Produktionsrückgangs in der Landwirtschaft war das dennoch bemerkenswert. Die obige Grafik zeigt, daß 1988 die Wachstumsraten der Aus- und Einfuhrvolumen der Hauptländergruppen im Hinblick auf ihre geographische Verteilung zum ersten Mal seit fast zwei Jahrzehnten nicht erheblich von den weltweiten Durchschnittsraten abwichen.

Das für alle Entwicklungsländer zusammengefaßte Exportvolumen weitete sich um 12% und damit in ähnlichem Tempo wie schon in den zwei

Gleichmäßig
verteiltes
Welthandels-
wachstum ...

... mit kräftigem Anstieg der Außenhandelsumsätze der meisten Entwicklungsländer

In den Industrieländern Wachstum bei Importen erheblich kräftiger als bei Inlandsnachfrage ...

... und Spiegelbild des raschen Exportwachstums

Jahren zuvor aus. Innerhalb der Gruppe gab es allerdings einige bemerkenswerte Verschiebungen in der Exportdynamik. Die ölexportierenden Länder profitierten von der kräftigen Erholung der Weltnachfrage nach Öl, so daß sie ihre Lieferungen real um fast 12% ausweiten konnten, verglichen mit weniger als 1% im Jahr zuvor. Auf der anderen Seite blieb das reale Ausfuhrwachstum der nichtölexportierenden Länder mit 12% im Jahr 1988 gegenüber dem Vorjahr (16%) zurück, aber diese Abschwächung war fast ausschließlich einem sich von 22½% auf 16% verlangsamenden Exportwachstum der vier jungen Industrieländer Asiens zuzuschreiben. Die anderen Nichtölexportiere konnten ein Ausfuhrwachstum von real ungefähr 9% halten. Im Zuge dieser allgemein erfreulichen realen Ausfuhrrentwicklung fingen sowohl die ölexportierenden als auch die nichtölexportierenden Länder an, real mehr Güter aus dem Ausland zu beziehen. Bei den Nichtölexportieren (die jungen Industrieländer Asiens ausgeschlossen), deren Ausfuhrwachstum durch eine Verbesserung der Terms of trade von 4% unterstützt wurde, weitete sich das Einfuhrvolumen um mehr als 9%, und damit zweimal so stark wie im vorangegangenen Jahr aus. Die realen Importe der Ölexportiere nahmen mit 1% erstmals wieder zu, nachdem sie sich zuvor in einem Zeitraum von sechs Jahren insgesamt nahezu halbiert hatten.

Die verbesserte außenwirtschaftliche Lage der Entwicklungsländer muß zum großen Teil dem Aufschwung der Importnachfrage der Industrieländer von 7% im Jahr 1987 auf 9½% im Jahr 1988 zugerechnet werden. Teilweise spiegelt dieses beschleunigte reale Einfuhrwachstum die anhaltend kräftige Konjunkturentwicklung in den Industrieländern wider. Die Bezüge aus dem Ausland wuchsen aber dem Volumen nach erheblich schneller als die Inlandsnachfrage, die mit 4,3% im Jahr 1988 gegenüber 3,7% im Jahr zuvor nur etwas an Fahrt gewann; es muß also außer dem aggregierten Nachfragewachstum noch andere Faktoren zur Erklärung der Ausweitung der Einfuhren geben. Erstens begann der Konjunkturaufschwung in den größten Industrieländern in der zweiten Jahreshälfte 1987 und griff im letzten Jahr auf mehrere andere Länder über, bei denen der Anteil der Importe an der Inlandsnachfrage teilweise relativ hoch ist. Zweitens könnten die Nachfrageeffekte bei den Einfuhren von den verzögerten Auswirkungen früherer Wechselkursänderungen verstärkt worden sein; so war z.B. die Ausweitung der japanischen Importe mit fast 17% beträchtlich, und zwar auch verglichen mit dem Wachstum der Inlandsnachfrage von 8%. Drittens sind in einigen Ländern die Kapazitätsgrenzen schneller erreicht worden als in anderen; dies könnte z.B. die Ausweitung der Nachfrage Großbritanniens und der USA nach ausländischen Gütern teilweise erklären. Schließlich mag die besonders kräftige Zunahme der privaten Anlageinvestitionen im letzten Jahr zur Dynamik der Importe insoweit beigetragen haben, als diese Nachfragekomponente in vielen Ländern einen überdurchschnittlich hohen Importanteil hat.

Hält man sich vor Augen, daß die Industrieländer größtenteils untereinander handeln, so war das Spiegelbild ihres beschleunigten Einfuhrwachstums eine ebenso ausgeprägte Zunahme ihres realen Exportwachstums von 5½% im Jahr 1987 auf 8½% im letzten Jahr. Die Ausfuhren der USA weiteten sich – teilweise noch von den früheren Wettbewerbserfolgen getragen – um

fast ein Viertel aus und trugen damit zu ungefähr einem Drittel zu dem Gesamtwachstum des weltweiten Warenhandels bei. Darüber hinaus profitierten einige andere Industrieländer als Hauptanbieter von Sachkapitalgütern von dem Aufschwung der Investitionstätigkeit. Die Expansion der japanischen Exporte nahm entsprechend von 1/2% auf 5% zu, und in Deutschland stieg sie auf über 7%. In den anderen Industrieländern verstärkte sich im großen und ganzen die Ausfuhrtätigkeit im letzten Jahr, außer bemerkenswerterweise in Großbritannien und in Australien.

Trotz des Wiedereinsetzens eines nachhaltigeren und gleichgewichtigeren Welthandelswachstums seit Mitte 1987 gibt es keine Anzeichen für ein Nachlassen protektionistischer Aktivitäten. Die Handelsregeln in der nicht-industrialisierten Welt sind im allgemeinen nach wie vor ziemlich restriktiv und vielschichtig, und sie schließen den häufigen Einsatz von nichttarifären Maßnahmen ein, der mit der Zahlungsbilanzsituation gerechtfertigt wird. Aber auch die Industrieländer, die lange voller Stolz auf ihre liberalere Handelspolitik verwiesen haben, griffen im Laufe der achtziger Jahre immer häufiger auf nichttarifäre Maßnahmen wie freiwillige Exportbeschränkungen sowie Antidumping- und Ausgleichszollverfahren zurück.

Ein neueres Phänomen ist die wachsende Neigung, den Welthandel auf der Basis bilateraler oder sektoraler Vereinbarungen zu organisieren. Die immer zahlreicher werdenden bilateralen Handelsabkommen enthalten Regelungen, deren Hauptzweck es ist, den unterzeichnenden Ländern strategische Vorteile beim gegenseitigen Marktzugang zu verschaffen; so enthält z.B. der amerikanische Omnibus Trade and Competitiveness Act Vorkehrungen für einseitige diskretionäre Maßnahmen und Marktzugangsregelungen; die Vorschläge für den EG-Binnenmarkt ab 1993 enthalten gewisse Handelseinschränkungen gegenüber Drittländern oder sehen keine automatische Ausweitung der Vorteile des gemeinsamen Marktes auf Drittländer vor.

Ein regulierter Handel mag zwar einem Land oder einem Sektor kurzfristige Erleichterungen oder temporäre Wettbewerbsvorteile bieten, er führt aber zu einer ineffizienten Lösung wirtschaftlicher Probleme. Er provoziert Vergeltungsmaßnahmen und läuft dem Prinzip des komparativen Vorteils zuwider, so daß alle Beteiligten letztlich schlechter abschneiden. Vor diesem Hintergrund bleibt zu hoffen, daß die Verhandlungen der laufenden Uruguay-Runde über den multilateralen Handel erfolgreich die Funktionsfähigkeit des multilateralen Welthandelssystems bewahren können. Diese Hoffnung ist seit April 1989 wieder berechtigter, da in einigen Punkten, die noch das Treffen der Handelsminister in Montreal im Dezember 1988 hatten scheitern lassen, bedeutende Fortschritte erzielt wurden.

Außenwirtschaftliche Entwicklung in den drei größten Industrieländern

1988 wurde die Rückführung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte der Vereinigten Staaten und Japans etwas vorangetrieben. In den Jahren 1986 und 1987 hatte sich in diesen Ländern die Anpassung auf die reale Entwicklung beschränkt, 1988 schlug sie sich auch deutlich sichtbar in den nominalen

Kein Nachlassen
protektioni-
stischer
Aktivitäten ...

... und wachsende
Neigung, den
Handel zu
organisieren

Rückführung der
Ungleich-
gewichte der
USA und
Japans ...

**Die Leistungsbilanzsalden der drei größten Industrieländer
in verschiedenen Maßzahlen**

Leistungsbilanzsalden	1986	1987	1988	1987*		1988*	
				erstes Halbjahr	zweites Halbjahr	erstes Halbjahr	zweites Halbjahr
USA							
In Milliarden							
US-Dollar	–138,8	–154,0	–135,3	–157,0	–151,0	–141,6	–129,0
In Prozent des BSP	– 3,3	– 3,4	– 2,8	– 3,5	– 3,3	– 3,0	– 2,6
Japan							
In Milliarden							
US-Dollar	85,8	87,0	79,6	92,4	81,6	79,6	79,6
In tausend							
Milliarden Yen	14,2	12,5	10,2	13,6	11,4	10,1	10,2
In Prozent des BSP	4,4	3,6	2,8	4,0	3,2	2,8	2,8
Deutschland (BR)							
In Milliarden							
US-Dollar	39,7	45,4	48,6	47,8	43,0	50,5	46,7
In Milliarden D-Mark	85,1	81,2	85,2	86,4	76,0	84,1	86,3
In Prozent des BSP	4,4	4,0	4,0	4,2	3,8	4,0	4,0

* Saisonbereinigte Werte auf Jahreswerte hochgerechnet.

Werten niedrig. Der Löwenanteil der Verbesserung zeigte sich im Rückgang des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits um knapp \$ 19 Mrd.; dies bedeutet in Prozent des BSP gemessen einen Rückgang von 3,4% im Jahr 1987 auf 2,8% im Jahr 1988. Aber auch Japan verzeichnete eine merkliche Korrektur seines außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts, und zwar nicht nur in Yen oder in Prozent des BSP, sondern auch in US-Dollar gerechnet.

... aber
Abschwächung
der Anpassung
in der zweiten
Jahreshälfte 1988

Der im Jahr 1988 erzielte, insgesamt beachtliche Fortschritt bedarf allerdings einer einschränkenden Erläuterung. In Deutschland hat sich der Leistungsbilanzüberschuß etwas ausgeweitet, wenn er sich auch in Prozent des BSP betrachtet bei 4% stabilisiert hat. Darüber hinaus hat das Anpassungstempo in den USA und in Japan während der zweiten Jahreshälfte, als eine gewisse erneute Verschärfung ihrer Handelsbilanzungleichgewichte offenkundig wurde, viel von seiner Kraft verloren. Diese Entwicklung gab Anlaß zu Überlegungen, ob der Anpassungsprozeß, nach relativ kurzlebigen Fortschritten zum Erliegen gekommen oder nur vorübergehend ins Stocken geraten sei. Auf diesen Punkt wird auf den Seiten 59–68 noch ausführlicher eingegangen werden.

Beträchtlicher
Rückgang des
Handelsbilanz-
defizits der USA
im Gesamtjahr

In den Vereinigten Staaten schlug sich die beachtliche Verbesserung der Handelsbilanz in einer Rückführung des Leistungsbilanzdefizits von \$ 154 Mrd. im Jahr 1987 auf \$ 135,3 Mrd. im letzten Jahr nieder. In konstanten Preisen gerechnet erreichte der Außenhandelsfehlbetrag bereits in der zweiten Hälfte des Jahres 1986 seinen höchsten Wert, aber eine nennenswerte nominale Anpassung konnte erst 1988 durch eine Abnahme von fast \$ 34 Mrd. verzeichnet werden. Ein Teil dieser Verbesserung wurde jedoch durch einen Umschwung bei den Dienstleistungen und Übertragungen von einem Überschuß von \$ 6,3 Mrd. im Jahr 1987 in ein Defizit von \$ 8,8 Mrd. im Jahr 1988 aufgezehrt. Diese Passivierung geht im wesentlichen auf Bewertungsverluste

bei Direktinvestitionen im Ausland zurück, die bei den Kapitalertragseinnahmen erfaßt werden. 1987 erzeugte die Dollarabwertung Bewertungsgewinne auf amerikanische Direktinvestitionen im Ausland in Höhe von \$ 15,6 Mrd. und blähte so die Angaben der Einnahmen aus Direktinvestitionen auf. Im Jahr 1988 hingegen, als der Dollar etwas fester notierte, wurden Bewertungsverluste in Höhe von \$ 1,6 Mrd. verbucht.

Nur ungefähr \$ 3 1/2 Mrd. der Verbesserung der amerikanischen Handelsbilanz hingen mit den niedrigeren Ölpreisen zusammen. Dies ist angesichts des 17prozentigen Rückgangs der Öleinfuhrpreise erstaunlich wenig, und es zeigt erstens einen steigenden Trend in der amerikanischen Ölnachfrage und zweitens eine wachsende Bedarfsdeckung aus ausländischen Quellen. Während die Lieferungen des Auslands 1986 ein Drittel der gesamten Ölnachfrage deckten, waren es Ende 1988 schätzungsweise 40%. Folglich ging der größte Teil des Fortschritts bei der Minderung des Handelsdefizits auf das Konto der Handelsbilanz ohne Ölrechnung, welche im letzten Jahr einen um ein Viertel geringeren Fehlbetrag aufwies als 1987, der sich in konstanten Durchschnittswerten von 1982 gerechnet mehr als halbiert hat (s. untenstehende Tabelle). Diese Verbesserung war in der ersten Jahreshälfte am ausgeprägtesten, ließ dann aber im zweiten Halbjahr beträchtlich nach.

Das amerikanische Ausfuhrvolumen weitete sich im Jahr 1988 insgesamt um bemerkenswerte 24% aus, wobei sich die Wachstumsrate der Exporte ohne landwirtschaftliche Produkte auf 26% verdoppelte. Als besonders dynamisch erwies sich die Ausfuhrentwicklung in der ersten Jahreshälfte 1988, als die Lieferungen ins Ausland um ca. 30% gegenüber der entsprechenden

In den USA kräftiges Exportwachstum in der ersten Jahreshälfte 1988 ...

Die Handelsbilanzen (ohne Öl) der drei größten Industrieländer¹

Handelsbilanz (ohne Öl)	1986	1987	1988	1987 ²		1988 ²	
				erstes Halbjahr	zweites Halbjahr	erstes Halbjahr	zweites Halbjahr
				Milliarden US-Dollar			
USA							
zu laufenden Dollarwerten	-110,1	-117,4	-87,2	-121,0	-113,6	-90,4	-84,0
zu konstanten Dollarwerten ³	- 95,5	- 83,4	- 41,6	- 91,4	- 75,4	- 43,4	- 39,8
Japan							
zu laufenden Dollarwerten	106,9	107,2	103,4	106,2	108,0	96,0	110,8
zu konstanten Dollarwerten ³	72,8	60,8	43,6	63,0	58,6	39,0	48,4
Deutschland (BR)							
zu laufenden Dollarwerten	68,0	82,7	87,5	77,6	87,8	84,6	90,2
zu konstanten Dollarwerten ³	49,7	44,3	47,4	41,8	46,6	45,6	49,2

¹ USA: Angaben nach Zahlungsbilanzstatistik; Japan und Deutschland: Außenhandelsstatistik. ² Saisonbereinigte Werte auf Jahreswerte hochgerechnet. ³ Berechnet auf der Basis konstanter Durchschnittswerte im Außenhandel (1982).

... doch danach
Abschwächung

Vorjahresperiode in die Höhe schnellten, worin sich beträchtliche reale Zuwächse bei allen größeren Exportgütergruppen widerspiegeln. Insbesondere profitierten die landwirtschaftlichen Ausfuhren von einer Häufung der Weizenlieferungen in die Sowjetunion. In der zweiten Jahreshälfte verlor das Wachstum des Ausfuhrvolumens erheblich an Schwung. Zwar erscheint es mit 18% gegenüber der Vorjahresperiode eindrucksvoll, doch verglichen mit dem vorangegangenen Halbjahr offenbarte das Absacken des realen Exportwachstums auf ungefähr 3½% die zunehmenden Schwierigkeiten, ein so außergewöhnliches Tempo durchzuhalten. Zwar hing die Verlangsamung teilweise mit dem dürrebedingten Rückgang der landwirtschaftlichen Lieferungen zusammen, aber die allgemeinere Schwächung der Ausfuhrtätigkeit konnte auch in einer Stagnation der Verkäufe von Industriprodukten und Rohmaterialien festgestellt werden.

Da sich das Wachstum der Inlandsnachfrage 1988 nur unmerklich ermäßigte, trug die Einfuhrentwicklung wenig zur Anpassung bei. Ohne Öl wies sie mit fast 6½% einen etwas höheren realen Anstieg als 1987 auf. Die tragende Kraft dieser Expansion war das Aufleben der Investitionsgütereinfuhr um fast ein Viertel. Die Bezüge anderer Güter aus dem Ausland entwickelten sich allgemein, insbesondere zu Beginn des Jahres, verhalten oder nahmen sogar ab, aber bis zum Jahresende verdichteten sich die Anzeichen einer wiedererstarkenden Importnachfrage. So hatten sich die Einfuhren von Autos und Konsumgütern Anfang 1988 – möglicherweise als Folge großer Lageraufstockungen Ende 1987 – abgeschwächt, sie weiteten sich aber im weiteren Jahresverlauf wieder beträchtlich aus.

Nach einer geringfügigen Zunahme im Jahr 1987 nahm der Leistungsbilanzüberschuß Japans 1988 auf \$ 79,6 Mrd. oder auf 2,8% des Brutto-sozialprodukts ab. Der Löwenanteil dieser Verminderung wurde bei den Dienstleistungen erzielt, bei denen es trotz eines Anstiegs der Nettokapitalerträge um \$ 4,4 Mrd. zu einer Ausweitung des Defizits um \$ 5,6 Mrd. kam. Vor allem die Reiseverkehrsausgaben stiegen per saldo sehr rasch und verdoppelten sich 1988 beinahe auf \$ 15,8 Mrd. Es wurden aber auch einige Anpassungserfolge im Außenhandel erzielt, wo sich der Überschuß (ohne Öl) um \$ 3,8 Mrd. verkleinerte. Diese Rückführung ist zur Gänze der günstigen realen Entwicklung zuzuschreiben, denn die Terms of trade Japans verbesserten sich erneut.

Geringe Anpas-
sungserfolge
in Japan

Weiterhin
rasches Einfuhr-
wachstum ...

Die Anpassung verlief auf der Einfuhrseite besonders rasch. Trotz einer Verminderung der Ölrechnung um \$ 1,6 Mrd., die hauptsächlich die gesunkenen Ölpreise widerspiegelt, stiegen die Bezüge aus dem Ausland im letzten Jahr um fast \$ 37 Mrd. oder mehr als 25%. Zu konstanten Preisen gerechnet schnellten die Einfuhren ohne Öl 1988 um 21% hoch, nachdem sie 1987 um 12% gewachsen waren. Besonders eindrucksvoll war die Zunahme der realen Einfuhren von Fertigwaren um 30½%, auch wenn dieser Aufschwung vor dem Hintergrund eines sehr niedrigen Ausgangsniveaus gesehen werden muß. In der Tat bleiben die japanischen Märkte für ausländische Produkte relativ verschlossen. Die Importdurchdringung – d.h. der Importanteil der Fertigwaren am gesamten Inlandsverbrauch dieser Güter – ist in Japan nach wie vor mit Abstand die niedrigste innerhalb der Gruppe der Industrieländer. In allen

Industrieländern zusammengenommen beträgt diese Kenngröße derzeit ungefähr 20%, in Japan hingegen übersteigt sie kaum 4%. Darüber hinaus ist sie in den meisten Industrieländern gegenüber dem Wert von 1970 erheblich gewachsen. In Japan aber verharrt sie derzeit etwa auf dem Niveau von 1970.

Bei den Ausfuhren wurde offensichtlich, daß die japanischen Exporteure immer mehr die Wettbewerbsnachteile überwanden, welche die Aufwertung des Yen herbeigeführt hatte. Das reale Ausfuhrwachstum kletterte 1988 auf 5%, nachdem es 1987 praktisch stagniert hatte. Diese Ausweitung fand überwiegend in der zweiten Jahreshälfte statt, als die Exporte real um mehr als 10% gegenüber den vorangegangenen sechs Monaten stiegen. Das letztjährige beschleunigte Ausfuhrwachstum war jedoch nicht nur auf die Anpassung des Exportsektors an die geänderten außenwirtschaftlichen Rahmenbedingungen zurückzuführen, sondern auch auf die japanische Strategie, die Produktionsstätten im Ausland, vor allem in Südostasien und in den USA, zu erweitern. So gehörten die Lieferungen von Maschinen und Ausrüstungskomponenten für Fertigungsanlagen im Ausland zu den im Außenhandel am schnellsten wachsenden Gütergruppen.

... und wieder beschleunigtes Ausfuhrwachstum

Die zunehmende Bedeutung japanischer Direktinvestitionen im Ausland ist häufig als eine Triebfeder im außenwirtschaftlichen Anpassungsprozeß bezeichnet worden. Das Argument gründet sich auf die Vorstellung, daß Direktinvestitionen im Ausland durch Verlagerung von Produktionsstätten aus Überschuländern die potentielle Basis für eine Umkehrung der Handelsströme und eine Rückführung früher bestehender bilateraler Handelsungleichgewichte schaffen können. Diese Schlußfolgerung muß jedoch in zweierlei Hinsicht eingeschränkt werden: Erstens ist die anfängliche Phase einer Direktinvestition im Ausland, wie bereits angemerkt wurde, mutmaßlich mit verstärkten Ausfuhren von Investitionsgütern und Fertigwarenvorleugnissen vom Investor in das Gastland verbunden, so daß der Handelsüberschuß tendenziell steigt. Zweitens hängt der längerfristige Effekt einer Direktinvestition auf die Handelsbilanz von der Art des Investitionsobjekts ab. Während Investitionen in Produktionsstätten schließlich die Handelsströme verschieben und möglicherweise umkehren, dürfte der Impuls von Investitionen in Immobilien oder im Vertriebsnetz nur klein, wenn nicht sogar negativ sein. In diesem Zusammenhang sei hervorgehoben, daß die japanischen Direktinvestitionen in den USA hauptsächlich in die letzten beiden der oben genannten Kategorien einzuordnen sind.

In Deutschland fehlte der Nachweis einer fortschreitenden außenwirtschaftlichen Anpassung. Der Leistungsbilanzüberschuß belief sich im gesamten letzten Jahr auf \$ 48,6 Mrd., d.h. auf über \$ 3 Mrd. mehr als ein Jahr zuvor. Die Verschärfung des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts wäre sogar noch stärker ausgefallen, hätten nicht höhere Reiseausgaben, verringerte Nettoeinnahmen aus Direktinvestitionen im Ausland und gestiegene Übertragungen den Fehlbetrag bei den unsichtbaren Leistungen erhöht.

Keine Anpassung in Deutschland ...

Der deutsche Handelsbilanzüberschuß weitete sich 1988 um \$ 8,9 Mrd. auf \$ 77,2 Mrd. aus, wobei der Handelsüberschuß ohne Öl allein um fast \$ 5 Mrd. zunahm. Dies war zwar erheblich weniger als der sprunghafte Anstieg von \$ 13,7 Mrd. im Jahr 1987, aber die Grunddaten der Entwicklung

passen erheblich weniger gut zur außenwirtschaftlichen Anpassung. So konnte 1987 die Zunahme des Handelsbilanzüberschusses (ohne Öl) noch vollständig durch eine Verbesserung der Terms of trade Deutschlands erklärt werden, welche die realen Effekte mehr als ausgeglichen hatte. 1988 hingegen hat sich das reale Austauschverhältnis (ohne Öl gerechnet) etwas verschlechtert, aber das Exportvolumen expandierte stark genug, um eine Rückführung des Außenhandelsüberschusses durch die Preisentwicklung zu verhindern.

... da beschleunigtes Ausfuhrwachstum

Die Zunahme des realen Handelsbilanzüberschusses kann vollständig auf den Verlauf der Ausfuhren, die dem Volumen nach beschleunigt wuchsen, zurückgeführt werden. Nach einer Steigerungsrate von 2,9% im Jahr 1987 expandierten die realen Ausfuhren 1988 um mehr als 7%, und zwar mit den höchsten Raten in der zweiten Jahreshälfte. Diese lebhafte Ausfuhraktivität läßt vermuten, daß sich die deutsche Industrie allmählich an die hohen Wettbewerbsverluste der beiden vorangegangenen Jahre angepaßt hat. Darüber hinaus hatte Deutschland angesichts der weltweiten konjunkturellen Erholung, die vor allem in den europäischen Nachbarländern die Ausgaben für Investitionsgüter anheizte, mit seiner traditionell starken Position im Investitionsgüterbereich eine gute Ausgangslage, um von dieser Entwicklung zu profitieren. So verzeichneten vor allem die Bereiche Stahl und Maschinenbau ein besonders kräftiges reales Exportwachstum.

Auf der Einfuhrseite gab es jedoch manche Anzeichen, daß die außenwirtschaftliche Anpassung nicht zum Erliegen gekommen war. Das Einfuhrvolumen (ohne Öl) entwickelte sich mit einer Steigerungsrate von 7% im Gesamtjahr und 10% im letzten Quartal 1988 so lebhaft wie im Jahr zuvor, worin sich die günstige Wettbewerbsposition ausländischer Anbieter, das kräftige Wachstum der Inlandsnachfrage und Kapazitätsengpässe bei einigen deutschen Produzenten niederschlugen.

Internationale Ungleichgewichte und Anpassung in den drei größten Industrieländern

Zu den Einflußgrößen der außenwirtschaftlichen Anpassung gehören ...

Der Bericht des letzten Jahres verwies auf drei Ursachen für das relativ langsame Anpassungstempo bei den außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten der drei größten Volkswirtschaften bis zum Jahresende 1987: erstens die Verzögerungen bei der Reaktion der Handelsströme auf Wechselkursverschiebungen und insbesondere der unerwartet geringe Anstieg der amerikanischen Einfuhrpreise; zweitens Strukturunterschiede in der Güterzusammensetzung und in der Regionalverteilung des Handels; und drittens nicht ausreichende Verschiebungen in der dynamischen Struktur der Inlandsnachfrage in den drei Ländern. Diese Faktoren spielten auch 1988 eine Rolle, allerdings teilweise mit anderen Akzenten.

... Änderungen der Preise im Außenhandel ...

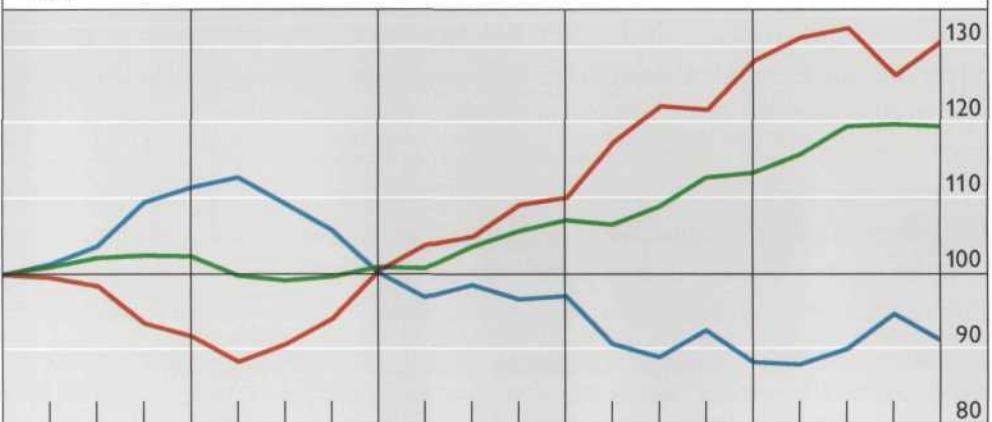
Ein springender Punkt bei der Reaktion der Importvolumen auf Wechselkursvariationen ist das Verhalten der Importpreise. Wie aus der folgenden Grafik zu ersehen ist, stiegen die Importpreise zwischen 1985 und 1987 in den USA im Vergleich zu den Produktionskosten der ausländischen Anbieter sehr wenig, so daß die Gewinnspannen der ausländischen Anbieter empfindlich schrumpften und das Einfuhrvolumen nur träge reagierte. Gleichzeitig

Produktionskosten und Gewinnspannen ausländischer Anbieter
auf den Märkten der USA, Japans und Deutschlands 1984–88
(Schätzung)

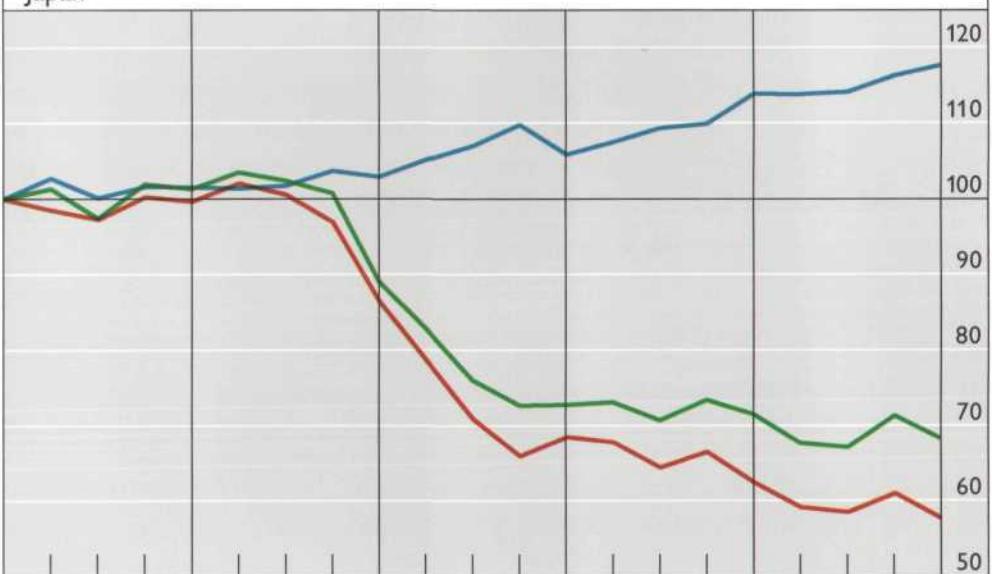
In der Währung des Importlandes, viertes Quartal, 1983 = 100

- Produktionskosten ausländischer Anbieter¹
- Einfuhrdurchschnittswerte²
- Gewinnspanne³

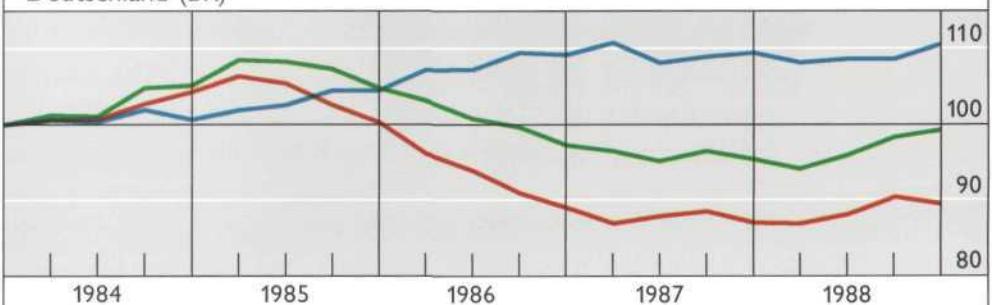
USA



Japan



Deutschland (BR)



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

erhöhten sich die Gewinnspannen der ausländischen Anbieter in Japan und in Deutschland nur mäßig, und sinkende oder stabile Importpreise trugen zu einer Erhöhung des realen Einfuhrwachstums und zur Korrektur der realen Ungleichgewichte bei. Zu Beginn des letzten Jahres stiegen die Importpreise in den USA etwas stärker, danach aber schwächten sich die Raten wieder ab. Im vierten Quartal lagen die Einfuhrpreise nur 20% über dem Niveau von 1985 (als der US-Dollar am höchsten notierte); dagegen hatten sich die Produktionskosten der Anbieter im gleichen Zeitraum um mehr als 45% erhöht. Die jüngste Entwicklung der Importpreise in Japan mag im Zuge sich ausweitender Gewinnspannen zum verlangsamten realen Wachstum im Jahresverlauf 1988 beigetragen haben (s. unten), während in Deutschland die Einfuhrpreise vom zweiten Quartal an zu steigen begannen, sich dann aber gegen Jahresende, als die Kosten fielen, abflachten. Auf der Ausfuhrseite (s. umstehende Grafik) konnten die Exporteure aller drei Länder im letzten Jahr sowohl ihre Gewinnspannen als auch ihren Mengenabsatz ausweiten. In Japan bedeutet dies im Vergleich zu früheren Jahren, als die Exporteure ihre Spannen senkten, eine markante Veränderung. Diese relativen Preisverschiebungen im Außenhandel verhinderten eine Verschlechterung der Terms of trade der USA, was den Abbau des nominalen amerikanischen Außenhandelsdefizits förderte und dazu beitrug, den J-Kurven-Effekt abzuschwächen und das Ausmaß an importierter Inflation zu begrenzen. Auf der anderen Seite haben die relativen Preisbewegungen in Japan und in Deutschland den Einfluß der Änderungen der realen Salden teilweise aufgehoben.

... Unterschiede in der Güter- und Regionalstruktur ...

Die Wirkung von Unterschieden in der Güter- und in der Regionalstruktur schlägt sich am deutlichsten im Muster der Veränderungen der bilateralen Handelsbilanzen nieder, wie aus der untenstehenden Tabelle zu entnehmen ist. Von der gesamten Verbesserung der amerikanischen Handelsbilanz in Höhe von \$ 32½ Mrd. entfiel fast ein Drittel auf den Handel mit den europäischen Ländern (außer Deutschland) und fast \$ 6 Mrd. auf ein niedrigeres Defizit gegenüber den jungen Industrieländern. Gleichzeitig schrumpfte das Defizit gegenüber Japan und Deutschland um mehr als \$ 8 Mrd.

Sowohl in Japan als auch in Deutschland wurde hingegen die Verringerung des Außenhandelsüberschusses gegenüber den USA ganz oder teilweise

Bilaterale Handelsbilanzsalden für ausgewählte Länder ¹								
Land	Saldo gegenüber:	USA	Japan	Deutschland (BR)	Großbritannien	Übriges Europa ²	Junge Industrieländer Asiens ³	Sonstige ⁴
		Veränderung von 1987 auf 1988 in Milliarden US-Dollar						
USA	—	4,3	4,0	3,7	6,6	5,8	8,0	32,4
Japan	—4,3	—	0,7	1,6	0,9	4,1	—5,2	— 2,2
Deutschland (BR)	—4,0	—0,7	—	3,5	9,7	—0,1	—2,1	6,3
Großbritannien	—3,7	—1,6	—3,5	—	—9,7	—1,2	—1,5	—21,2

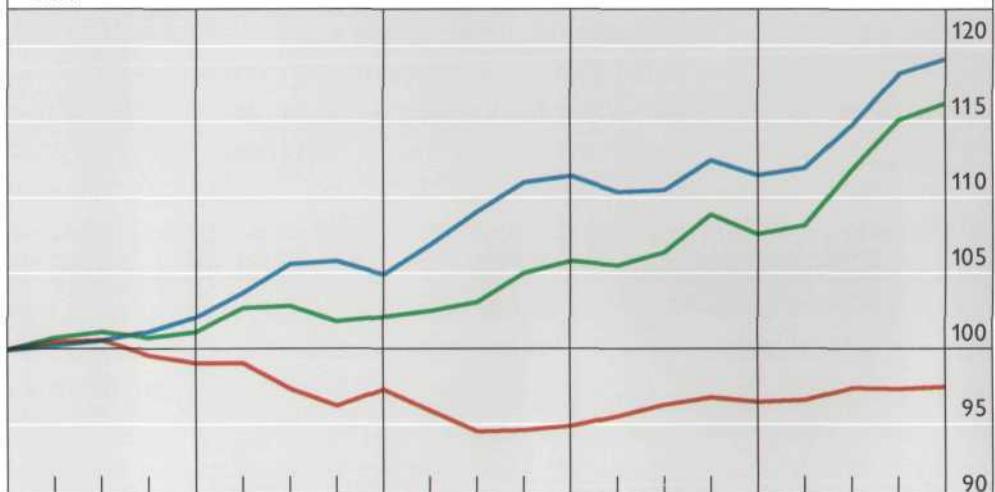
¹ Geschätzt auf der Basis von fob/cif-Angaben laut Außenhandelsstatistik (ohne Handel mit militärischen Gütern) und um Abweichungen der gegenseitigen Salden bereinigt. ² Belgien, Dänemark, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Niederlande, Norwegen, Österreich, Portugal, Schweden, Schweiz, Spanien. ³ Hongkong, Singapur, Südkorea und Taiwan. ⁴ Einschl. Restposten.

Produktionskosten und Gewinnspannen der Exporteure der USA, Japans und Deutschlands 1984–88 (Schätzung)

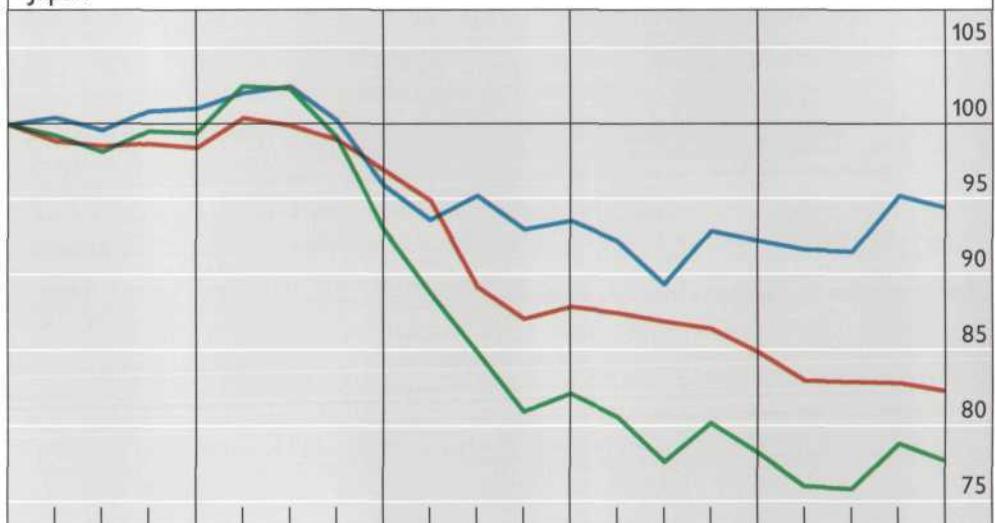
In Landeswährung, viertes Quartal, 1983 = 100

- Produktionskosten der Exporteure¹
- Ausfuhrdurchschnittswerte²
- Gewinnspanne³

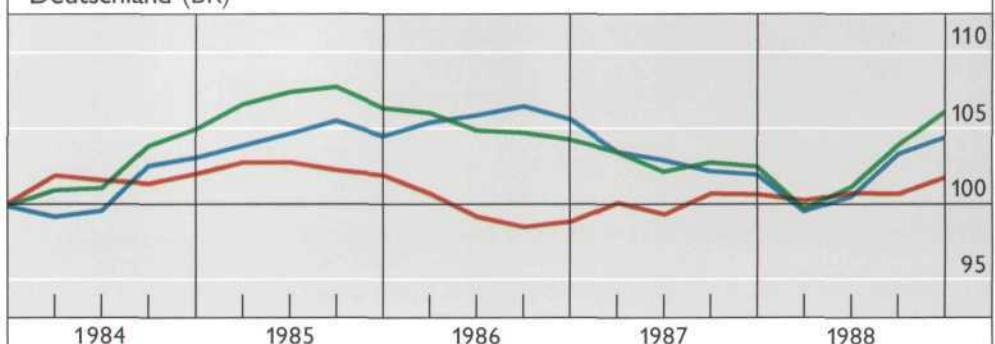
USA



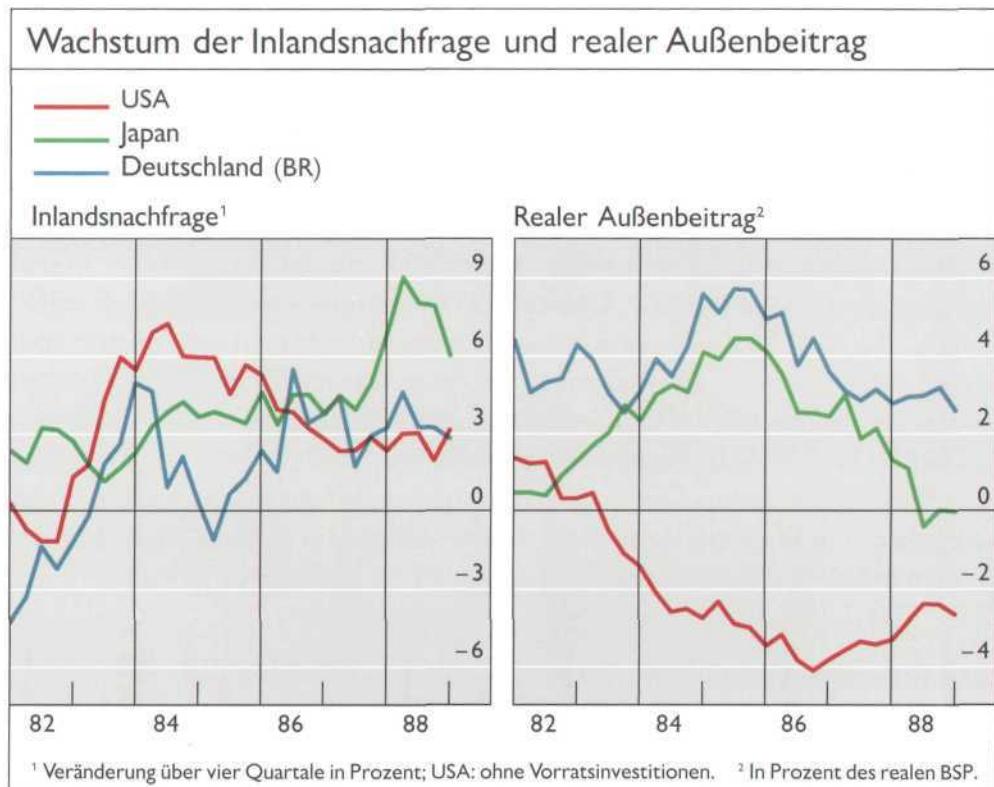
Japan



Deutschland (BR)



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



durch Änderungen in den Salden gegenüber anderen Ländern ausgeglichen. Japan profitierte von der kräftigen Nachfrage in den meisten asiatischen Ländern, und dies begrenzte, zusammen mit Verbesserungen in den Salden gegenüber den europäischen Ländern, den Abbau des gesamten Handelsbilanzüberschusses auf rund \$ 2 Mrd. In Deutschland war die Entwicklung sogar noch auffälliger, da sich der Handelsbilanzüberschuss um \$ 6,3 Mrd. ausweitete, und zwar vor allem aufgrund eines Überschusstanstiegs gegenüber europäischen Ländern von mehr als \$ 13 Mrd. Wie bereits erwähnt, war diese Zunahme, die mit einer (gemessen an den Lohnstückkosten) geringfügigen realen Höherbewertung der D-Mark gegenüber den anderen EWS-Währungen einherging, weitgehend das Ergebnis einer in ganz Europa verbreiteten starken Investitionsgüterkonjunktur. Insgesamt sieht es so aus, als ob 1988 nur ca. 40% der Rückführung des amerikanischen Handelsbilanzdefizits von den Ländern absorbiert wurde, die 1987 einen beachtlichen Überschuss zu verbuchen hatten, während etwa ein Drittel die Bilanzen von Defizitländern (meist in Europa) belastete.

... und Veränderungen der realen Inlandsnachfrage in Relation zur Produktion

Für das Jahr 1988 insgesamt betrachtet haben Veränderungen der realen Inlandsnachfrage in Relation zur Produktion die Verminderung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte zwischen den drei größten Ländern unterstützt. Das Produktionswachstum überstieg in den Vereinigten Staaten das Wachstum der Inlandsnachfrage um 0,9 Prozentpunkte, verglichen mit 0,4 Prozentpunkten im Jahr 1987; in Japan öffnete sich die Schere zwischen Nachfrage- und Output-Wachstum von 0,7 auf 2 Prozentpunkte (s. die Tabelle auf S. 14, Kapitel II und die obenstehende Grafik). In Deutschland hat sich hingegen der 1,3 Prozentpunkte umfassende Abstand zwischen Nachfrage- und Produktionsentwicklung, der sich 1986 und 1987 ergeben

hatte, 1988 auf nur 0,1 Prozentpunkte verringert. Wie der folgenden Tabelle zu entnehmen ist, wurden diese Änderungen auch im realen Außenhandel deutlich. In den USA fiel die Lücke zwischen realem Aus- und Einfuhrwachstum 1988 erheblich breiter aus als 1987, und eine ähnliche Ausweitung kann mit umgekehrtem Vorzeichen für Japan konstatiert werden. Wie aus dem unteren Teil der Tabelle deutlich wird und auch schon an anderer Stelle bemerkt wurde, änderte sich jedoch dieses günstige Verhaltensmuster in den USA und Japan im Jahresverlauf, so daß die Anpassung vermutlich ins Stocken geraten ist. Die Aus- und Einfuhrwachstumsraten näherten sich in den USA immer mehr einander an, und zwar von über 21 auf 12 Prozentpunkte im Verlauf des Jahres 1988, und in Japan verengte sich die Lücke auf $-5\frac{1}{2}$ Punkte. In Deutschland hatte die reale Importsteigerung 1986 das reale Exportwachstum beträchtlich übertroffen, doch schon im zweiten Quartal des letzten Jahres kehrte sich die Entwicklung um; gegen Ende des Jahres expandierten aber die Bezüge aus dem Ausland wieder schneller als die Lieferungen dorthin.

Das Potential für eine weitere Anpassung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte der drei größten Industrieländer

Diese jüngsten Tendenzen werfen, das Fortbestehen der derzeitigen Wechselkurse vorausgesetzt, gewisse Fragen bezüglich der Aussichten auf eine weitere Verringerung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte, insbesondere in den USA, auf. Simulationen mit internationalen Makromodellen errechnen für 1989 unter der Annahme unveränderter Wechselkurse und eines konstanten realen Produktionswachstums in allen größeren Ländern zumeist eine weitere kleine Reduktion des Leistungsbilanzdefizits der USA, an die sich dann wieder zunehmend steigende Defizite anschließen, wobei Tempo und Ausmaß des Anstiegs von Modell zu Modell variieren. Im allgemeinen gibt es für diese Ergebnisse drei Ursachen: Erstens würde sich bei einem in allen Ländern gleichen Realeinkommenswachstum die amerikani-

Weitere Reduktion des Defizits der USA vermutlich klein ...

Entwicklung der Außenhandelsvolumen in den USA, Japan und Deutschland

Jahr/Quartal	USA		Japan		Deutschland (BR)	
	Exporte	Importe	Exporte	Importe	Exporte	Importe
	Veränderung gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode in Prozent					
1985	3,2	4,5	4,6	0,4	5,9	4,2
1986	7,1	13,2	-0,6	9,5	1,9	6,1
1987	13,2	5,5	0,3	9,3	2,9	5,4
1988	23,8	7,0	5,1	16,7	7,4	6,7
1988 1. Q.	32,1	10,9	2,6	21,4	2,5	4,8
2. Q.	29,2	8,8	2,5	19,6	8,3	3,7
3. Q.	19,4	4,3	6,5	15,3	8,8	6,9
4. Q.	16,4	4,4	5,9	11,3	8,8	10,2

Anmerkung: Quartalsangaben für die USA und Deutschland saisonbereinigt.

sche Handelsbilanz allein aufgrund der Größe des Ausgangsdefizits verschlechtern, und zwar auch, wenn identische Einkommenselastizitäten der Einführen in allen Ländern unterstellt werden. Die Verschlechterung ist noch ausgeprägter, wenn realistischerweise diese Elastizität in den USA höher angesetzt wird als in anderen Ländern. Zweitens trägt allein die wachsende Außenverschuldung mit ihrem zunehmenden Zinsendienst an Ausländer zur Ausweitung des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits bei. Drittens wird allgemein angenommen, daß eine Ausweitung von Marktanteilen schwierig wird, sobald alle verzögerten Effekte einer Änderung des realen Außenwerts ausgelaufen sind.

Möglicherweise steigen aber die Marktanteile im Ausland weiter, vorausgesetzt der Wettbewerbsvorteil ist groß genug. Die traditionelle Analyse des Wechselkurseffekts auf den Handel ist tendenziell nachfrageorientiert und vernachläßigt längerfristige Änderungen auf der Angebotsseite, die aber unter Umständen wirkungsvoller und dauerhafter sind. Japan z.B. hat in den fünfziger und sechziger Jahren aufgrund zwar niedriger, aber nicht abnehmender Produktionskosten Marktanteile gewonnen, und in der jüngeren Vergangenheit trifft dies auf die vier jungen Industrieländer Asiens zu. 1988 haben diese Länder sogar trotz realer Aufwertung ihrer Währungen ihre Marktanteile ausweiten können. Eine wesentliche Voraussetzung für eine solche Entwicklung ist jedoch, daß die vorteilhafte Kostenstruktur durch einen ausreichenden Ausbau der Kapazitäten abgesichert wird, um Engpässe in dem Exportgüter produzierenden und dem mit Importgütern konkurrierenden Sektor zu vermeiden. Der Rahmen für Marktanteilsgewinne wird wahrscheinlich auch dann weiter, wenn die Kapazitäten im Inland schneller wachsen als bei den wichtigsten Handelspartnern. Die Erfahrungen der Vergangenheit lassen vermuten, daß sich Länder mit stark expandierender Kapitalausstattung technische Innovationen und strukturelle Verbesserungen auf der Angebotsseite erfolgreich zunutze machen.

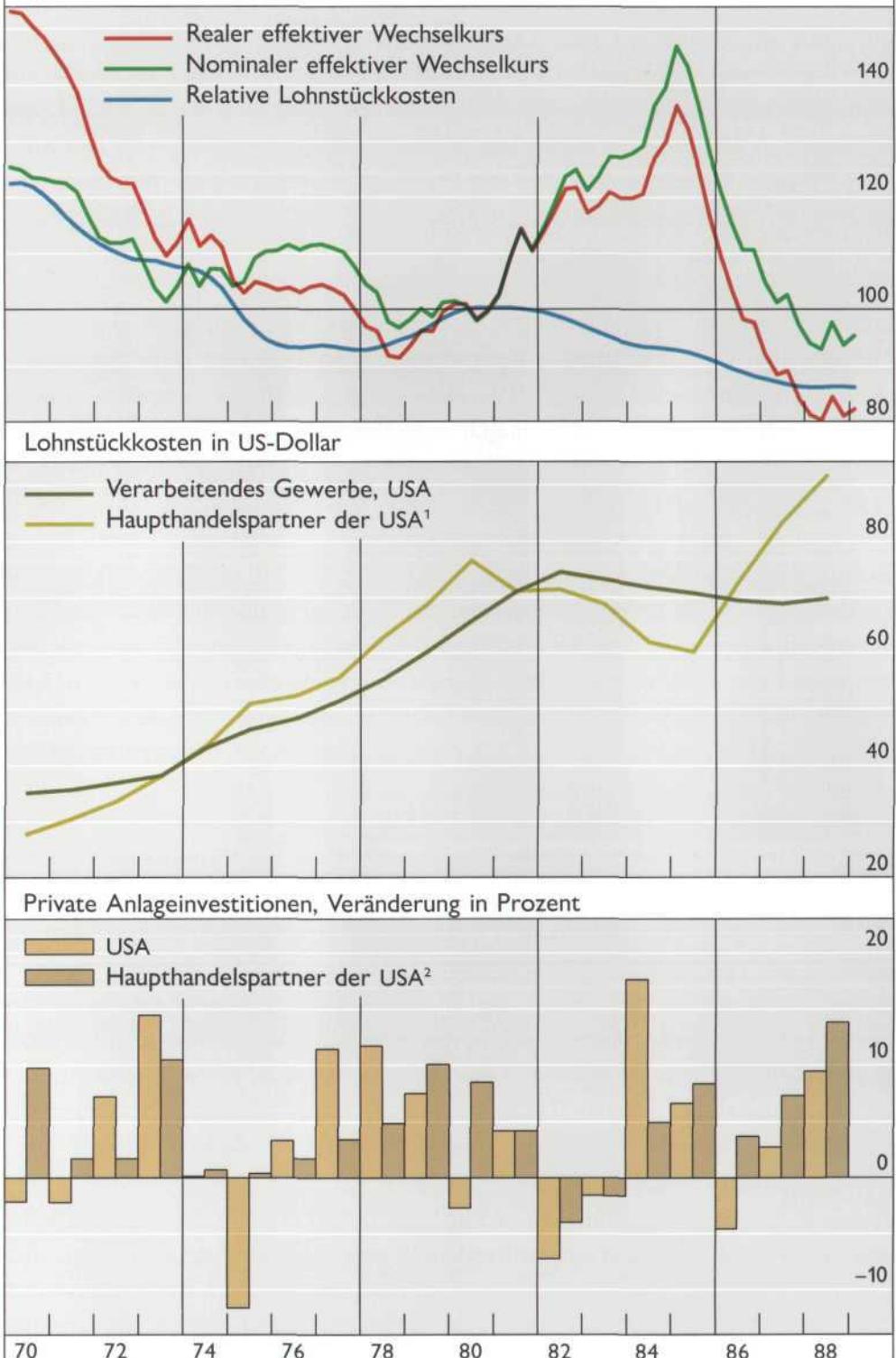
Angesichts dieser Zusammenhänge ist der Spielraum für weitere Marktanteilsgewinne der USA und für eine stärkere Abschwächung der Importdurchdringung in den Vereinigten Staaten durch zwei Faktoren bestimmt: erstens, ob Wechselkursveränderungen zusammen mit der Entwicklung der Lohnstückkosten der amerikanischen Industrie eine günstige Kostensituation beschert haben, und zweitens, ob die Investitionen in den USA schnell genug gewachsen sind, um Engpässe zu vermeiden. Was die erste Voraussetzung angeht, so zeigt der oberste Teil der folgenden Grafik, daß der reale effektive Dollarkurs Anfang 1988 – nach einem Höchststand Anfang 1985 – sein tiefstes Niveau erreichte. Aus den mittleren Kurven der Grafik (welche die absoluten Werte der Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe der USA und der Haupthandelspartner zeigen) läßt sich darüber hinaus ablesen, daß die reale Abwertung von einer relativ vorteilhaften Kostensituation begleitet war. Diese Illustrationsrechnungen lassen vermuten, daß für die amerikanische Industrie aufgrund der Wettbewerbsfähigkeit weitere Marktanteilsgewinne erzielbar sind. Es scheint aber fraglich, ob der Kostenvorteil vollständig ausgenutzt werden kann. Wie im unteren Teil der Grafik zu sehen ist, war die Investitionstätigkeit in den USA bis 1985 lebhafter als diejenige der Haupthandelspartner, aber in den letzten drei Jahren hat sich dieser Trend

... es sei denn,
sie wird durch
eine vorteil-
hafte Kosten-
struktur ...

... und einen
kräftigen Ausbau
der Kapazitäten
unterstützt

Entwicklung des effektiven US-Dollar-Kurses, der relativen Kosten und privater Anlageinvestitionen

Effektiver Wechselkurs und relative Lohnstückkosten
Quartalsdurchschnitte, 1980 = 100



¹ Berechnet auf der Basis des mit Handelsgewichten gebildeten Durchschnitts der Entlohnung pro Beschäftigten, zum laufenden Wechselkurs umgerechnet, um die Produktion pro Beschäftigten zu Preisen von 1980 bereinigt und mit dem Kaufkraftverhältnis für Fertigwaren von 1980 umgerechnet. ² Durchschnitt auf der Basis von Handelsgewichten.

Quelle: P. Hooper und K. Larin: „International Comparisons of Labor Costs in Manufacturing“, International Finance Discussion Paper, Nr. 330, Federal Reserve Board, August 1988.

ins Gegenteil verkehrt. Darüber hinaus hat die Kapazitätsauslastung im letzten Jahr in vielen Ländern, die USA eingeschlossen, Höchstwerte erreicht (s. Grafik auf S. 33).

Es mag daher die Gefahr bestehen, daß angesichts der tragen Investitionstätigkeit in den USA und des Aufkommens von Produktionsengpässen eine weitere Verringerung des Handelsdefizits trotz der günstigen Kostenentwicklung in der amerikanischen Industrie schwer zu erzielen sein wird. Dieses Risiko läßt sich auch im Zusammenhang mit den jüngsten Verschiebungen im Spar- und Investitionsverhalten sowie mit der Notwendigkeit einer Anpassung der Finanzierungssalden feststellen. Diese Punkte wurden in Kapitel II diskutiert, und die untenstehende Tabelle gibt hierüber Aufschluß. Wie dort zu sehen ist, wiesen Veränderungen des öffentlichen Defizits zwischen 1979 und 1985 und die Entwicklung des Finanzierungssaldos gegenüber dem Ausland in jedem Fall in die gleiche Richtung, auch wenn Bewegungen in der Nettoersparnis der Privaten die Änderungen im öffentlichen Budget teilweise auffingen. In den jüngst zurückliegenden Jahren war das Bild nicht mehr so eindeutig. Zwischen 1985 und 1988 war der Abbau des Fehlbetrags im Haushalt der amerikanischen Zentralregierung nur von einer leichten Verbesserung der Leistungsbilanz begleitet, denn der Abfall der privaten Nettoersparnis hat rund 90% der Budgetkorrektur aufgezehrt. In Japan nahmen die privaten Nettoersparnisse ebenfalls ab, dies aber neutralisierte teilweise die Haushaltkskonsolidierung und förderte die Verringerung des außenwirtschaftlichen Überschusses, während in Deutschland die Zunahme des Haushaltsfehlbetrags von der steigenden privaten Nettoersparnis überkompeniert wurde.

Aus der oben beschriebenen Entwicklung lassen sich zwei allgemeine Schlußfolgerungen herleiten. Erstens ist wichtig, daß eine weitere Konsolidie-

Leistungsbilanz und Finanzierungssalden im Inland					
Land	1979	1982	1985	1987	1988
	in Prozent des BSP				
USA					
Leistungsbilanz	0,0	-0,3	-2,9	-3,4	-2,8
Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte	0,5	-3,5	-3,3	-2,3	-1,8
Nettoersparnis der Privaten*	-0,5	3,2	0,4	-1,1	-1,0
Japan					
Leistungsbilanz	-0,9	0,6	3,7	3,6	2,8
Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte	-4,7	-3,6	-0,8	0,6	1,3
Nettoersparnis der Privaten*	3,8	4,2	4,5	3,0	1,5
Deutschland (BR)					
Leistungsbilanz	-0,7	0,8	2,6	4,0	4,0
Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte	-2,6	-3,3	-1,1	-1,8	-2,0
Nettoersparnis der Privaten*	1,9	4,1	3,7	5,8	6,0

* Errechnet sich aus der privaten Bruttoersparnis (von Unternehmen und privaten Haushalten) minus Bruttoinvestitionen einschl. Restgröße.

nung des amerikanischen Staatshaushalts mit einer höheren Spartätigkeit der Unternehmen und der privaten Haushalte sowie mit einer lebhafteren Investitionstätigkeit einhergeht. Zweitens müssen in Deutschland die durch die erwartete Konsolidierung der öffentlichen Haushalte frei gewordenen Finanzierungsmittel verstärkt für private Investitionen genutzt werden, wenn der Leistungsbilanzüberschuß nicht weiter zunehmen soll. Japan hat bereits wichtige Schritte zur Verringerung der außen- und binnengesetzlichen Ungleichgewichte unternommen, und weitere Erfolge hängen hauptsächlich davon ab, ob der Rückgang der privaten Nettoersparnis erhalten bleibt.

Die Bedeutung einer Stärkung der Spar- und Investitionstätigkeit des amerikanischen Privatsektors kann auch vor dem Hintergrund des im letzten Jahr erzielten Fortschritts gesehen werden. Vielen Voraussagen zum Trotz gelang es den Vereinigten Staaten, ihr Leistungsbilanzdefizit zu senken, ohne einen Konjunkturabschwung im Inland oder eine Abschwächung des Welthandels einzuleiten. Der Nachfrageaufschwung außerhalb der USA hat diese Leistung mitgetragen. Eine zentrale Bedingung für die Fortführung dieses Prozesses ist jedoch, daß die amerikanische Industrie zum Welthandelswachstum nicht mehr beiträgt, als es ohne Erreichen ihrer Kapazitätsgrenzen möglich ist; dies dürfte ohne eine Einschränkung des Wachstums der Inlandsnachfrage schwierig sein.

... könnte weitere Korrektur der internationalen Ungleichgewichte untermauern

Die Entwicklung der Leistungsbilanzen in den anderen Industrieländern

Bei den übrigen Industrieländern war 1988 das herausragende Ereignis der Zahlungsbilanzentwicklung die drastische Verschlechterung der britischen Leistungsbilanz, die fast zur Gänze der Ausweitung des Handelsdefizits der Ländergruppe insgesamt um \$ 20 Mrd. entsprach und 80% des Anstiegs des aggregierten Leistungsbilanzdefizits ausmachte. Die Industrieländer (ohne USA, Japan und Deutschland) können in drei Gruppen eingeteilt werden: solche, deren Leistungsbilanzen sich merklich verschlechtert haben, da aufgrund eines lebhaften Inlandsnachfragewachstums die realen Einfuhren deutlich schneller zunahmen als die realen Ausfuhren; eine zweite Gruppe von Ländern mit nahezu unveränderter Außenwirtschaftsposition, die meistens einen verbesserten Außenhandelssaldo und einen diesen kompensierenden ungünstigeren Saldo bei den unsichtbaren Transaktionen widerspiegelt; und schließlich eine dritte Gruppe, die erhebliche Leistungsbilanzverbesserungen aufzuweisen hatte, wenn auch nicht immer aus ähnlichen Gründen.

In Großbritannien schnellte der Fehlbetrag der Leistungsbilanz von \$ 5 Mrd. im Jahr 1987 auf \$ 26 Mrd. im letzten Jahr hoch. Geringere Nettoeinkünfte bei den Dienstleistungen und Übertragungen und rückläufige Einnahmen aus dem Ölgeschäft machten \$ 5½ Mrd. der gesamten Passivierung der Leistungsbilanz aus. Die Hauptursache war allerdings der jähre Anstieg der Inlandsnachfrage, der mit 6½% zwei Prozentpunkte über dem Durchschnitt aller Industrieländer lag und zusammen mit immer knapper werdenden Kapazitätsreserven bei vielen inländischen Produzenten einen Sog zusätzlicher realer Importe von 13% erzeugte. Er trug darüber hinaus, begleitet von der

Jähre Anstieg der Inlandsnachfrage erzeugte drastische Verschlechterung der britischen Leistungsbilanz ...

Leistungsbilanzsalden									
Land/Ländergruppe	Handelsbilanz			Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz			Leistungsbilanz		
	1986	1987	1988	1986	1987	1988	1986	1987	1988
	Milliarden US-Dollar								
Industrieländer insgesamt	- 8	- 29	- 7	- 8	- 16	- 51	- 16	- 45	- 58
Wichtigste Industrieländer	- 0,7	- 13,5	7,5	- 13,9	- 26,8	- 59,5	- 14,6	- 40,3	- 52,0
Deutschland (BR)	54,6	68,3	77,2	- 14,9	- 22,9	- 28,6	39,7	45,4	48,6
Frankreich	- 2,4	- 9,2	- 8,7	5,5	5,1	4,5	3,1	- 4,1	- 4,2
Großbritannien	- 12,8	- 16,9	- 36,5	13,0	11,9	10,4	0,2	- 5,0	- 26,1
Italien	4,5	- 0,1	- 0,8	- 1,6	- 1,5	- 4,7	2,9	- 1,6	- 5,5
Japan	92,8	96,4	95,0	- 7,0	- 9,4	- 15,4	85,8	87,0	79,6
Kanada	7,1	8,3	7,8	- 14,6	- 16,3	- 16,9	- 7,5	- 8,0	- 9,1
USA	-144,5	-160,3	-126,5	5,7	6,3	- 8,8	-138,8	-154,0	-135,3
Übrige Industrieländer	- 6,8	- 15,0	- 14,8	5,7	10,0	8,4	- 1,1	- 5,0	- 6,4
Australien	- 2,1	- 0,5	- 1,1	- 7,7	- 8,3	- 9,9	- 9,8	- 8,8	- 11,0
Belgien-Luxemburg	0,6	- 0,1	0,9	2,5	3,0	2,5	3,1	2,9	3,4
Dänemark	- 1,1	0,8	2,1	- 3,3	- 3,8	- 3,9	- 4,4	- 3,0	- 1,8
Finnland	1,5	1,2	1,0	- 2,2	- 3,1	- 4,0	- 0,7	- 1,9	- 3,0
Griechenland	- 4,4	- 5,5	- 5,9	2,7	4,3	4,9	- 1,7	- 1,2	- 1,0
Irland	1,1	2,6	3,1	- 1,8	- 2,2	- 2,1	- 0,7	0,4	1,0
Island	0,1	- 0,1	0,0	- 0,1	- 0,1	- 0,2	0,0	- 0,2	- 0,2
Jugoslawien	- 0,7	- 0,1	0,6	1,8	1,3	1,9	1,1	1,2	2,5
Neuseeland	0,2	0,5	1,5	- 1,7	- 2,3	- 2,3	- 1,5	- 1,8	- 0,8
Niederlande	7,2	5,3	8,0	- 2,9	- 2,3	- 2,8	4,3	3,0	5,2
Norwegen	- 2,1	- 0,9	- 1,0	- 2,4	- 3,2	- 2,7	- 4,5	- 4,1	- 3,7
Österreich	- 4,6	- 5,1	- 4,3	4,7	4,7	4,0	0,1	- 0,4	- 0,3
Portugal	- 1,6	- 3,6	- 4,9	2,7	4,0	4,5	1,1	0,4	- 0,4
Schweden	5,2	4,7	5,2	- 5,1	- 5,8	- 7,6	0,1	- 1,1	- 2,4
Schweiz	- 3,7	- 5,2	- 5,8	10,6	12,5	12,1	6,9	7,3	6,3
Spanien	- 6,5	- 13,0	- 17,6	10,3	13,3	14,6	3,8	0,3	- 3,0
Südafrika	7,2	7,2	5,2	- 4,0	- 4,2	- 3,9	3,2	3,0	1,3
Türkei	- 3,1	- 3,2	- 1,8	1,6	2,2	3,3	- 1,5	- 1,0	1,5
Osteuropäische Länder ¹	10	16	14	0	0	0	10	16	14
Entwicklungsänder	10	49	31	- 53	- 52	- 55	- 43	- 3	- 24
Ölexportierende Länder ²	20	47	32	- 51	- 51	- 52	- 31	- 4	- 20
Übrige Entwicklungsländer	- 10	2	- 1	- 2	- 1	- 3	- 12	1	- 4
Fertigwarenexporteure ²	9	24	21	- 2	- 1	- 1	7	23	20
Rohstoffexporteure ²	2	- 2	0	- 15	- 15	- 17	- 13	- 17	- 17
Sonstige nichtöl-exportierende Länder	- 21	- 20	- 22	15	15	15	- 6	- 5	- 7
Insgesamt ³	12	36	38	- 61	- 68	-106	- 49	- 32	- 68

¹ Bulgarien, DDR, Polen, Rumänien, Tschechoslowakei, UdSSR und Ungarn. ² Länder, deren Exporte von Öl, Fertigwaren bzw. Rohstoffen 1984–86 mehr als 50% der Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen ausmachten. ³ Gleich der Diskrepanz in der Weltleistungsbilanz.

Quellen: IWF, OECD, nationale Quellen und Schätzungen der BIZ.

durch die beschleunigte Lohnstückkostenentwicklung und die reale Aufwertung bedingten Erschütterung der britischen Wettbewerbsposition, bei Fertigwaren zu einem Rückgang des realen Exportwachstums auf nur 5% bei, denn die in Großbritannien produzierten Güter wurden zunehmend auf dem Inlandsmarkt abgesetzt. Im Jahresverlauf 1988 wurden Maßnahmen zur Dämpfung der Inlandsnachfrage ergriffen – hauptsächlich in Form von Zinsanhebungen –, aber bis zum Jahresende, als das Leistungsbilanzdefizit die Grenze von 4% des Bruttosozialprodukts überschritten hatte, zeigte das Importwachstum darauf noch keine spürbare Reaktion.

Die Verschlechterung des britischen Handelsbilanzsaldo (ohne Öl) ist, wenn sie 1988 auch mit Abstand am größten war, kein neues Phänomen. Schon 1982 wies der Außenhandel (ohne Öl) einen Fehlbetrag von \$ 4,2 Mrd. auf, der bis auf \$ 23,7 Mrd. im Jahr 1987 oder mit durchschnittlich \$ 4 Mrd. pro Jahr immer weiter stieg. 1988 war aber eine viermal so große Zunahme zu verzeichnen. Das sich verschlimmernde Ungleichgewicht spiegelte vor allem den in diesen Jahren zugenommenen Nachfragedruck im Inland wider, der auf einen beachtlichen Wachstumsvorsprung gegenüber dem Ausland hinauslief. Diese Wachstumsdifferenz belief sich beispielsweise gegenüber den Haupthandelspartnern Großbritanniens in der Europäischen Gemeinschaft auf durchschnittlich fast zwei Prozentpunkte pro Jahr. Die Auswirkungen des relativen Nachfragedrucks wurden jedoch zwischen 1982 und 1987 durch eine stetige Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der britischen Industrie abgemildert.

Überhitzungserscheinungen und eine Verschlechterung der außenwirtschaftlichen Lage waren auch in anderen Industrieländern zu beobachten. Eine schwunghafte Zunahme der Investitionsausgaben untermauerte in Kanada das 13½prozentige Wachstum des Einfuhrvolumens, insbesondere das von Maschinen und Ausrüstungsgegenständen. Eine lebhafte Exportentwicklung und günstigere Terms of trade begrenzten die Verschlechterung in der kanadischen Handelsbilanz auf \$ 0,5 Mrd., aber das Leistungsbilanzdefizit nahm wegen steigender Nettokapitalertragsausgaben um \$ 1,1 Mrd. zu. Eine lebhafte Konjunktur stimulierte auch in Italien das Importwachstum, so daß bei einer ziemlich geringen Reagibilität der Industriegüterausfuhren auf die Welt nachfrage die Handelsbilanz einen kleinen Fehlbetrag von \$ 0,8 Mrd. aufwies. Darüber hinaus weitete sich das Leistungsbilanzdefizit auf \$ 5,5 Mrd. aus, weil sich ein Anschwellen der Reiseverkehrsausgaben der Italiener im Ausland, ausgelöst durch eine Reihe von Liberalisierungsmaßnahmen, in einer gravierenden Verschlechterung des Saldos der unsichtbaren Leistungen niederschlug.

In Australien gelang es 1988 trotz einer restriktiven Wirtschaftspolitik nicht, die Konjunktur zu dämpfen, und die realen Einfuhren nahmen um mehr als 17% zu, während das Ausfuhrvolumen stagnierte. Die Verschlechterung der Handelsbilanz wurde durch eine Verbesserung des realen Austauschverhältnisses begrenzt, aber das Leistungsbilanzdefizit erhöhte sich durch die gleichzeitige Schwäche der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz weiter auf \$ 11 Mrd. Sowohl Spanien als auch Portugal verzeichneten eine zusätzliche beträchtliche Ausweitung ihrer Fehlbeträge im Außenhandel. In beiden Ländern stiegen die Einfuhrmengen kräftig, worin sich zum Teil die markante,

... aber in abgeschwächter Form auch der Leistungsbilanzen anderer Länder

weitgehend durch Kapitalzuflüsse finanzierte Belebung der Investitionstätigkeit niederschlug. Bei den Dienstleistungen und Übertragungen ergab sich in beiden Ländern eine geringfügige Verbesserung, die aber nicht ausreichte, um eine Verschlechterung der Leistungsbilanz zu verhindern, die in Spanien zu einem Fehlbetrag von \$ 3 Mrd. führte. Schwedens Handelsbilanzsaldo blieb stabil, doch dies war einzig und allein auf bessere Terms of trade zurückzuführen. Der Anstieg der Inlandsnachfrage übertraf den Produktionszuwachs merklich, und eine nachlassende Wettbewerbsfähigkeit schadete der Exportkonjunktur. Da der Saldo der Dienstleistungen und Übertragungen absackte, weitete sich das schwedische Leistungsbilanzdefizit um \$ 1,3 Mrd. aus. Auch Finnland verbuchte als Ergebnis eines schwachen Ausfuhrwachstums und einer weiteren Passivierung der Dienstleistungsbilanz einen höheren Fehlbetrag in der Leistungsbilanz. In Südafrika sorgte ein Anziehen der Inlandsnachfrage für ein Einfuhrwachstum von nahezu 25%. Auch das Exportwachstum erholte sich von seinem Rückschlag im Jahr 1987; dennoch schrumpften der Handelsüberschuss und auch der Leistungsbilanzüberschuss um ca. \$ 2 Mrd.

In anderen Ländern Leistungsbilanzsalden im großen und ganzen unverändert ...

Frankreich, Belgien-Luxemburg, Österreich, Griechenland und in gewisser Hinsicht auch die Schweiz gehörten zu den Ländern, deren Leistungsbilanzsalden 1988 im großen und ganzen unverändert blieben. Diese Länder (außer Griechenland) erfreuten sich alle relativ stabiler realer Austauschverhältnisse und einer relativ kräftigen Zunahme der mengenmäßigen Ausfuhren, die ihrer leicht verbesserten Wettbewerbsposition zu verdanken war. Das Wachstum ihrer jeweiligen Inlandsnachfrage entsprach ungefähr dem Durchschnitt aller Industrieländer, aber die reale Einfuhrnachfrage expandierte im Zuge der Verlagerung zu den importintensiven Anlageinvestitionen ungefähr doppelt so schnell wie die Inlandsnachfrage. In der belgisch-luxemburgischen Wirtschaftsunion und in Österreich, wo der Anteil der Halbwaren und der Fertigwarenvorzeugnisse an den Exporten hoch ist, entwickelten sich vor allem die Lieferungen des verarbeitenden Gewerbes in das Ausland besonders lebhaft. Auf der anderen Seite waren gewisse Industriebereiche in Frankreich immer noch ungenügend auf die herrschenden internationalen Nachfragerätsche eingerichtet. Nichtsdestotrotz ging das Handelsdefizit unterstützt durch eine rückläufige Nettoölrechnung und eine freundliche Entwicklung in der Landwirtschaft etwas zurück, während sich die Leistungsbilanz nicht veränderte. In Griechenland wurde eine kleine Schwäche im Außenhandel zur Gänze durch einen beachtlichen Anstieg des Überschusses bei den Dienstleistungen und Übertragungen ausgeglichen, während die Schweiz eine leichte Verschlechterung in der Handelsbilanz und bei den unsichtbaren Leistungen verzeichnete.

... oder deutlich gestärkt

Einige Industrieländer konnten ihre außenwirtschaftliche Position bedeutend stärken – manche aufgrund einer lebhaften Exporttätigkeit, andere vor allem aufgrund einer Zurückhaltung bei den Importen. Die Niederlande und die Türkei verzeichneten Leistungsbilanzverbesserungen in Höhe von je \$ 2–2½ Mrd., die hauptsächlich ein Ergebnis der positiven Entwicklung der Exporte von Industrieerzeugnissen waren, die real gerechnet mit etwa 14% expandierten. In den Niederlanden war die Steigerungsrate der Inlandsnachfrage zwar höher als 1987, blieb aber gegenüber derjenigen der meisten

anderen Industrieländer deutlich zurück, während sich das Wachstum der Inlandsnachfrage und hiervon begleitet dasjenige des Importvolumens in der Türkei beträchtlich verlangsamte, da die Wirtschaftspolitik im Verlauf des letzten Jahres auf einen restriktiveren Kurs einschwenkte. Auch in Irland war das Ausfuhrvolumenswachstum, angetrieben durch den kräftigen Konjunkturaufschwung in Großbritannien, der Hauptmotor der Leistungsbilanzverbesserung, während die Bezüge aus dem Ausland durch die schwache Entwicklung der Inlandsnachfrage nur begrenzt wuchsen.

Die Wirkungen einer restriktiven Politik im Inland auf die außenwirtschaftliche Lage traten am offensichtlichsten in Dänemark und Neuseeland zutage. Beide Länder betrieben eine solche Politik aus außenwirtschaftlichen Gründen über mehrere Jahre hinweg und erreichten 1988 eine Einschränkung der Importnachfrage. Die Ausfuhrrentwicklung verlief wegen Wettbewerbsverlusten schwächer als in anderen Industrieländern, doch in Neuseeland milderten höhere Terms of trade die Auswirkungen auf die Handelsbilanz. In Norwegen schlügen die Behörden ähnlich wie in Dänemark und in Neuseeland ebenfalls einen restriktiven wirtschaftspolitischen Kurs ein, und die Importnachfrage ließ kräftig nach. Wegen einer erheblichen Verschlechterung des realen Austauschverhältnisses und wegen Strukturschwächen im Schiffsbau gelang dennoch keine Verbesserung der Handelsbilanz.

Der zusammengefaßte Überschuß im Warenhandel sowie in der Leistungsbilanz der osteuropäischen Länder sank 1988 schätzungsweise um \$ 2 Mrd. auf \$ 14 Mrd. Die Nettoeinkünfte in konvertibler Währung waren aber vermutlich sehr viel – vielleicht bis zu \$ 10 Mrd. – geringer, hält man sich vor Augen, daß der größte Teil des Handels dieser Länder mit Entwicklungsländern entweder auf der Basis des Naturaltauschs oder bilateraler Verrechnungsabkommen abgewickelt wird. Der Rückgang des Handelsbilanzüberschusses ging vollständig auf einen Umschwung im Handel mit westlichen Industrieländern von einem Überschuß von \$ 1,6 Mrd. im Jahr 1987 auf ein geschätztes Defizit von \$ 1,7 Mrd. im Jahr 1988 zurück. Dieser Umschwung war zur Gänze der Sowjetunion zuzurechnen, deren Handelsbilanz (ohne Gold) gegenüber den Industrieländern von einem annähernd ausgeglichenen Saldo im Jahr 1987 in ein Defizit von \$ 3,5 Mrd. rutschte. Einerseits begrenzten die niedrigen Ölpreise das Ausfuhrwachstum auf 10%, andererseits trieben stark steigende Getreideeinfuhren im ersten Halbjahr 1988 und erhebliche, durch den Modernisierungsschub hervorgerufene Käufe von Maschinen aus dem Ausland während des ganzen Jahres das Importwachstum auf schätzungsweise 25% hoch. In den anderen osteuropäischen Ländern änderten sich im vergangenen Jahr die außenwirtschaftlichen Salden wenig. In Polen nahm der Außenhandel mit westlichen Industrieländern auf beiden Seiten mit mehr als 20% zu, und der Handelsüberschuß in konvertibler Währung weitete sich geringfügig auf \$ 1,3 Mrd. aus, aber der Fehlbetrag im Leistungsverkehr blieb schätzungsweise bei \$ 0,4 Mrd. Auch Ungarn und Rumänien verzeichneten mit ca. 15% kräftige Ausfuhrzuwachsraten; das Einfuhrwachstum blieb dagegen gedämpft, im erstgenannten Land, um die außenwirtschaftliche Anpassung zu fördern, im zuletzt genannten Land, um die Politik des Schuldenabbaus voranzutreiben. Rumäniens Außenhandelsüberschuß in kon-

Entwicklung
in den ost-
europäischen
Ländern

vertibler Währung nahm um \$ 0,3 Mrd. auf \$ 2,6 Mrd. zu, und der Leistungsbilanzüberschuß hat sich vermutlich auf \$ 2 Mrd. vergrößert. In Ungarn bildete sich zwar ein Handelsüberschuß von \$ 0,7 Mrd. heraus, der Fehlbetrag im Leistungsverkehr verharrte aber bei \$ 0,6 Mrd. Auch die Außenwirtschaftspositionen der Deutschen Demokratischen Republik und Bulgariens verschlechterten sich etwas, da in beiden Ländern die Exportentwicklung nachließ und gleichzeitig die Einfuhren kräftig wuchsen.

Die Außenwirtschaft der Entwicklungsländer

Wieder ein
beträchtliches
zusammen-
gefaßtes
Leistungs-
bilanzdefizit ...

... hauptsächlich
aufgrund der Ent-
wicklung bei den
Ölexporten
und den jungen
Industrie-
ländern Asiens

Durch Rohstoff-
preise induzierte
Terms-of-trade-
Gewinne ...

Das zusammengefaßte Leistungsbilanzergebnis der Entwicklungsländer hat sich ausgehend von einem ausgeglichenen Wert im Jahr 1987 auf ein Defizit von \$ 24 Mrd. im Jahr 1988 abgeschwächt. Diese Passivierung – die größte seit 1982 – spiegelte hauptsächlich einen Rückgang des Außenhandelsüberschusses wider. Das Ausfuhrvolumen nahm weiter zu, aber auch die Einfuhrmengen stiegen, und die Terms of trade verschlechterten sich (s. folgende Tabelle). Das Anschwellen der Importe um 10% – schon 1987 hatten sie sich um 6½% ausgeweitet – scheint mit einer teilweisen Aufweichung der weit verbreiteten Politik der Importbeschränkungen, die für die Zeit nach 1982 typisch gewesen war, zusammenzuhängen.

Wie in den vergangenen Jahren verbergen sich hinter der aggregierten Entwicklung sehr große Unterschiede zwischen den geographischen Regionen und zwischen den nach den Hauptexportgütern gruppierten Ländern. Rund 75%, oder \$ 16 Mrd., der Schwächung der Leistungsbilanzposition der Entwicklungsländer ging auf das Konto der ölexportierenden Länder, die unter dem Ölpreisverfall litten. Der überwiegende Rest kann einem Rückgang der außenwirtschaftlichen Überschüsse der vier jungen Industrieländer Asiens zugerechnet werden. Der Fehlbetrag im Leistungsverkehr der Rohstoffexporteure blieb im letzten Jahr konstant, und die hochverschuldeten Länder, die sowohl Öl- als auch Rohstoff- und Fertigwarenexporteure umfassen, mußten eine geringfügige Verschlechterung ihrer zusammengefaßten Leistungsbilanz hinnehmen.

Betrachtet man die Preis- und Mengenentwicklung stärker disaggregiert, so sind für das Jahr 1988 mehrere interessante Punkte hervorzuheben. Erstens verbesserte sich aufgrund einer deutlichen Wiederbelebung der Nichtölrohstoffpreise und des Rückgangs der Ölpreise das reale Austauschverhältnis aller Rohstoffexporteure um 5½%, glich damit aber die seit 1982 aufgelaufenen Terms-of-trade-Verluste nur geringfügig aus. Bei den Fertigwarenexporteuren veränderte sich das reale Austauschverhältnis kaum, und die gestärkte Kaufkraft der Ausfuhren war fast vollständig den größeren Ausfuhrmengen zuzurechnen. Wie in Kapitel II (S. 40/41) erwähnt, war der Anstieg der Rohstoffpreise (ohne Ölpreise) für die Entwicklungsländer weniger hoch als für die Industrieländer, die solche Güter produzieren. Darüber hinaus reagieren normalerweise die Ausfuhrpreise wegen langfristiger Lieferverträge auf Änderungen der Rohstoffpreise auf dem Weltmarkt nur mit einer beträchtlichen Verzögerung (s. die letzten zwei Spalten der umstehenden Tabelle).

Außenhandelsindikatoren der Entwicklungsländer:
Ausgewählte Ländergruppen

Ländergruppe	Jahr	Import-	Export-	Kauf-	Terms	Ausfuhr-	Nachricht-
		volumen	volumen	kraft der Ex- porte ¹	of trade	durch- schnitts- wert	lich: Welt- markt- preise in US-Dollar
Jahresdurchschnittliche Veränderung in Prozent							
Rohstoffexporteure	1982–85	– 6,7	2,7	2,0	– 0,8	– 3,5	– 4,5 ²
	1986	2,9	4,3	– 2,0	– 6,1	– 0,5	3,2
	1987	6,2	2,3	– 3,8	– 6,0	1,4	6,6
	1988	3,7	3,2	8,8	5,4	10,3	21,3
Ölexporteure	1982–85	– 7,9	– 6,2	– 9,0	– 3,0	– 5,2	– 5,5 ³
	1986	–21,1	13,1	–40,8	–47,7	–41,4	–50,5
	1987	– 8,6	0,8	11,3	10,6	21,0	26,8
	1988	0,7	11,7	–11,3	–20,7	–15,0	–22,3
Junge Industrie- länder Asiens	1982–85	4,8	8,9	10,3	1,3	– 2,0	–
	1986	10,5	20,6	19,3	– 1,2	– 0,6	–
	1987	25,1	22,3	24,9	2,1	10,1	–
	1988	23,1	15,7	15,1	– 0,5	7,7	–
Hauptschuldner- länder ⁴	1982–85	– 7,8	4,4	2,2	– 2,1	– 6,1	–
	1986	– 4,0	– 3,2	–21,5	–18,7	–15,6	–
	1987	0,7	5,6	3,5	– 2,0	8,4	–
	1988	8,7	12,1	8,6	– 3,2	1,0	–
Entwicklungsländer insgesamt	1982–85	0,2	2,3	1,5	– 0,8	– 5,1	– 4,8 ⁵
	1986	– 3,8	12,0	– 8,9	–18,7	–15,8	–27,4
	1987	6,5	11,6	16,0	3,9	12,2	4,2
	1988	10,0	11,7	5,0	– 6,0	0,3	– 3,9

¹ Prozentuale Veränderung der mit den Einfuhrdurchschnittswerten deflationierten Einnahmen aus dem Exportgeschäft. ² HWWA-Index, Rohstoffe ohne Öl. ³ Spot-Preis für „Arabian Light“. ⁴ S. Tabelle S. 76. ⁵ HWWA-Index, Rohstoffe insgesamt.

Quellen: IMF World Economic Outlook und HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg.

Zweitens entfiel ein großer Teil des starken Importvolumenswachstums in den Entwicklungsländern auf die Fertigwarenexporteure, und zwar insbesondere die vier jungen Industrieländer, aber auch andere Länder Asiens. Ebenfalls bemerkenswert ist die Tatsache, daß die Gruppe der Ölexporteure eine kleine reale Zunahme der Einfuhren zu verzeichnen hatte, nachdem diese zwischen 1982 und 1987 um insgesamt fast die Hälfte gesunken waren. Ein Großteil dieser Umkehrung entfiel auf einen Aufschwung der Importnachfrage Mexikos von 45%, der wiederum bei der stärkeren Ausweitung der Importe der Hauptschuldnerländer ins Gewicht fällt. Die Rohstoffexporteure verwendeten ihre gestiegenen Einnahmen aus dem Ausfuhrgeschäft nur teilweise für eine Ausweitung der Bezüge aus dem Ausland, wenngleich innerhalb dieser Gruppe höhere Importzuwachsraten für die Länder südlich der Sahara festgestellt werden konnten.

Eine dritte bemerkenswerte Entwicklung des Jahres 1988 war der Rückgang des mehrere Jahre lang gestiegenen Leistungsbilanzüberschusses der vier jungen Industrieländer (s. folgende Tabelle). Dieses Ergebnis war zur

... aber große
Zuwächse
bei den realen
Einfuhren

Taiwans
Leistungsbilanz-
überschuß
rückläufig

Gänze der Entwicklung in Taiwan zuzuschreiben, wo sich der Leistungsbilanzüberschuß um \$ 7,7 Mrd. zurückbildete, was zu einem großen Teil auf Goldeinfuhren in Höhe von schätzungsweise \$ 4,7 Mrd. aus den USA zurückzuführen war. Andere wichtige Einflußfaktoren der außenwirtschaftlichen Anpassung Taiwans waren eine Liberalisierung der Einfuhren, eine starke Ausweitung der Inlandsnachfrage und eine reale Währungsaufwertung. Südkorea verzeichnete im letzten Jahr eine weitere Zunahme seines Leistungsbilanzüberschusses auf \$ 14 Mrd. Das Ergebnis für 1988 wurde allerdings durch einige einmalige Exporterträge aufgebläht. Außerdem dürften zweistellige Zuwachsraten der Nominallöhne und eine nominale Währungsaufwertung in Zukunft eine Schwächung der außenwirtschaftlichen Entwicklung des Landes in Gang setzen. Hongkongs Leistungsbilanzüberschuß blieb weitgehend unverändert, wobei sowohl die Aus- als auch die Einfuhren nominal um fast 30% wuchsen, während Singapur eine leichte Verbesserung der Außenwirtschaftsposition erreichte, obwohl ein sehr lebhaftes Wirtschaftswachstum die Einfuhr ausgaben um fast 35% hochschnellen ließ.

Position	Insgesamt			darunter: Taiwan		
	1986	1987	1988	1986	1987	1988
	Milliarden US-Dollar					
Saldo der Handelsbilanz	18,8	25,0	22,1	16,9	20,2	13,8
Ausfuhr	130,1	175,2	220,9	39,5	53,2	60,3
Einfuhr	111,3	150,1	198,8	22,6	33,0	46,5
Dienstleistungen und Übertragungen (Saldo)	4,3	6,1	6,9	-0,7	-2,3	-3,6
Saldo der Leistungsbilanz in Prozent des BIP	23,1	31,1	29,0	16,2	17,9	10,2
	11,0	11,8	8,9	22,3	18,4	8,8

* Hongkong, Singapur, Südkorea und Taiwan.

Der Fehlbetrag in der Leistungsbilanz der Rohstoffexporteure blieb 1988 bei \$ 17 Mrd. unverändert. Aus- und Einfuhren nahmen real betrachtet ungefähr mit derselben Rate zu; das Leistungsbilanzdefizit schrumpfte in Prozent der Einnahmen aus dem Warenhandel gerechnet auf 25% (von fast 30% im Jahr 1987), wobei der Rückgang bei den Exporteuren bergbaulicher Erzeugnisse besonders ausgeprägt war.

Die außenwirtschaftliche Lage der Hauptschuldnerländer wies im vergangenen Jahr einige vielversprechende Änderungen auf. Erstens stiegen das Wachstum des Exportvolumens und die Kaufkraft der Ausfuhren, so daß eine Zunahme der realen Einfuhren von fast 9% möglich war (verglichen mit einem durchschnittlichen jährlichen Rückgang von 4½% in den Jahren 1982–87) und außerdem noch Spielraum für eine Ausweitung des Handelsüberschusses blieb. Zweitens hielt sich die Verschlechterung der Terms of trade trotz einer Verbilligung des Öls (das 1987 fast ein Viertel der gesamten Exporteinnahmen ausmachte) mit 3% in Grenzen, da die Hauptschuldnerländer auch von einem fast 20prozentigen Anstieg der Ausfuhrpreise ihrer Nichtölrohstoffe (in Dollar) und von der Verlangsamung des Preisauftriebs bei den

Verbesserte
Außenwirt-
schaftslage in den
Hauptschuldner-
ländern ...

**Leistungsbilanz und Auslandsverschuldung
der vierzehn Hauptschuldnerländer¹**

Position	1982	1987	1988
	Milliarden US-Dollar		
Saldo der Leistungsbilanz	−50,3	−10,7	−11,5
Warenausfuhr	102,0	101,0	114,3
Einnahmen aus Dienstleistungen	25,6	25,0	26,8
Wareneinfuhr	−95,6	−74,5	−84,4
Ausgaben für Dienstleistungen ²	−40,5	−37,0	−35,7
Zinszahlungen	−42,3	−29,0	−36,7
Übertragungen	0,5	3,8	4,2
Auslandsverschuldung	362	459	455
in Prozent der Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen	283	364	323
Nachrichtlich:			
Reale Handelsbilanz ³	6	51	61
Reale Warenausfuhren	102	129	145
Reale Wareneinfuhrn	−96	−78	−84

¹ Argentinien, Bolivien, Brasilien, Chile, Ecuador, Elfenbeinküste, Kolumbien, Marokko, Mexiko, Nigeria, Peru, Philippinen, Uruguay und Venezuela. ² Ohne Zinszahlungen auf Auslandsschulden. ³ Berechnet auf der Basis der Durchschnittswerte im Außenhandel von 1982.

Fertigwarenimporten profitierten. Drittens verminderte sich das erste Mal seit Ausbruch der Schuldenkrise der zusammengefaßte Schuldenstand dieser Ländergruppe, und zwar sowohl in Dollar als auch in Relation zu den gesamten Exporteinnahmen gerechnet. Gleichzeitig legt die binnengesetzliche Entwicklung dieser Länder nahe, daß die vorteilhafte Außenwirtschaftliche Lage nicht das Ergebnis einer Verbesserung der ökonomischen Grundtatsachen ist. Das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts fiel auf nur noch 1½% zurück, und der Anteil der Anlageinvestitionen am BIP schrumpfte auf 16¾% und lag damit 4½ Prozentpunkte unter dem Niveau von 1982; hieraus folgt, daß zwei Drittel der Verbesserung beim realen Außenbeitrag seit 1982 auf Kosten der Sachkapitalbildung erzielt wurden. Darüber hinaus beschleunigte sich die Inflation auf 230%, also auf mehr als das Doppelte von 1987 und auf das Sechsfache von 1982.

Hält man sich den gesamten Zeitraum von 1982 bis 1988 vor Augen, so zeigt sich, daß es die vierzehn Hauptschuldnerländer geschafft haben, ihr zusammengefaßtes Leistungsbilanzdefizit um fast \$ 40 Mrd. zu verringern und ihren Überschuß im Außenhandel um \$ 23½ Mrd. zu erhöhen, was 23% ihrer Warenausfuhren des Jahres 1982 entspricht. Höhere Exporteinnahmen und niedrigere Einfuhr ausgaben trugen jeweils zur Hälfte zu dieser Entwicklung bei, aber die reale Anpassung war sehr viel ausgeprägter, als es in den nominalen Zahlen zum Ausdruck kommt. Das kumulierte Mengenwachstum der Ausfuhren vergrößerte den Außenhandelsüberschuß um mehr als \$ 40 Mrd., und Kürzungen der realen Einfuhren steuerten noch einmal \$ 12 Mrd. bei. Mehr als die Hälfte dieser positiven Wirkungen wurde allerdings durch Terms-of-trade-Verluste aufgezehrt.

Diese Entwicklung zeigt deutlich, daß die Außenwirtschaftlichen Rah-

... nicht durch
binnengesetzliche
Entwicklung
untermauert

Außenwirtschaftliche Anpassung
der Hauptschuldnerländer
seit 1982

menbedingungen – insbesondere die preislichen – für diese Länder nicht günstig waren. Gleichzeitig ist der Hinweis aufschlußreich, daß diese Länder, wären ihre realen Exporte so stark wie die der anderen Entwicklungsländer gewachsen, trotz der erheblichen Verschlechterung ihrer Terms of trade ihre Handelsbilanz ohne Einfuhreinschränkungen hätten verbessern können, was ihnen wahrscheinlich ein stärkeres Wirtschaftswachstum ermöglicht hätte. Außerdem war die Veränderung der realen Austauschverhältnisse nicht nur exogen bestimmt. Zwar haben diese Länder offensichtlich wenig Einfluß auf den Verfall der Öl- und anderer Rohstoffpreise, aber wegen einer ausufernden Inflation und einer sinkenden Wettbewerbsfähigkeit werteten fast alle vierzehn Länder wiederholt ihre Währungen sehr stark ab, was wiederum den Verfall der Terms of trade verschärfte und die Inflation mit anheizte.

Internationale Kapitalbewegungen und die Finanzierung von Leistungsbilanzungleichgewichten in den Industrieländern

Im Gegensatz zu 1987, als die Struktur der Kapitalbewegungen erheblich durch umfangreiche Devisenmarktinterventionen und entsprechende Veränderungen der zentralen Währungsreserven beeinflußt war, wurden die Zahlungsbilanzungleichgewichte 1988 wieder stärker über den Markt finanziert. Der Hauptgegenposten zu den Leistungsbilanzungleichgewichten waren private Kapitalströme; die Zunahme der Währungsreserven (Bewertungsänderungen ausgeschlossen) belief sich trotz gelegentlich sehr umfangreicher Devisenmarktinterventionen für die Gruppe der Industrieländer insgesamt auf weniger als \$ 3 Mrd. Vor dem Hintergrund stabilerer Devisenmärkte war die Finanzierung der Leistungsbilanzungleichgewichte 1988 erheblich leichter. Wie im Kapitel VII noch ausführlicher diskutiert wird, festigten nicht zuletzt zeitgerechte und konzertierte Devisenmarktinterventionen in den Märkten die Erwartung weiterhin stabiler Wechselkurse, so daß Zinsdifferenzen die Richtung der privaten Kapitalströme stark beeinflußten. Dies traf vor allem auf die Finanzierung des Fehlbetrags in der amerikanischen Leistungsbilanz zu, aber auch auf diejenige der Leistungsbilanzungleichgewichte der EWS-Länder.

Die Vereinigten Staaten verzeichneten im letzten Jahr mit fast \$ 100 Mrd. einen ähnlich hohen statistisch erfaßten Nettokapitalzufluß (einschl. Restposten) aus privaten Quellen wie schon im Jahr zuvor. In Relation zum Leistungsbilanzdefizit war dies allerdings ein deutlicher Anstieg gegenüber dem Vorjahr, als derselbe Betrag weniger als zwei Drittel des Defizits abdeckte. Darüber hinaus war die tatsächliche Verbesserung 1988 wahrscheinlich höher, da sowohl 1987 die Aufstockung der amtlichen Dollarwährungsreserven ausländischer Zentralbanken in den USA als auch 1988 ein teilweiser Abbau derselben untererfaßt worden waren (s. Kapitel VII). Die amerikanische Zahlungsbilanzstatistik wies 1988 einen Anstieg der Nettoverbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden in Höhe von \$ 40 Mrd. aus; damit fiel die Zunahme nur um \$ 7,5 Mrd. geringer aus als 1987. Die Nettowährungsverbindlichkeiten gegenüber öffentlichen Stellen nahmen hauptsächlich im ersten Vierteljahr zu; danach veränderten sie sich

Überwiegend
privater Kapital-
verkehr ...

... in Reaktion
auf Zins-
differenzen

Mittelzuflüsse
in die USA
spiegelten ...

Position	1986	1987	1988 ¹				
			Jahr	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
	Milliarden US-Dollar						
Saldo des Kapitalverkehrs ²	105,0	97,1	98,6	10,7	27,2	42,2	18,4
Amerikanische Anlagen im Ausland	-98,3	-85,1	-88,4	5,0	-19,1	-31,8	-42,5
darunter: Direktinvestitionen	-27,8	-44,5	-20,4	- 6,5	0,5	- 5,2	- 9,2
Wertpapiere	- 4,3	- 4,5	- 7,5	- 4,5	1,5	- 1,6	- 3,0
Bankkredite	-60,0	-40,5	-57,5	17,1	-13,3	-27,8	-33,5
Ausländische Anlagen in den USA	187,8	163,7	170,5	1,3	59,0	50,3	59,9
darunter: Direktinvestitionen	34,1	42,0	42,2	7,3	13,1	8,4	13,4
Wertpapiere	74,8	34,6	46,8	9,3	15,2	11,3	11,0
Bankkredite	79,8	87,8	78,9	-17,2	31,1	29,2	35,8
Statistisch nicht erfaßter Kapitalverkehr ³	15,5	18,5	16,5	4,4	-12,6	23,7	1,0
Veränderung der Netto-währungsreserven ⁴	33,8	56,9	36,7	26,3	6,6	- 9,6	13,5
darunter: Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen öffentlichen Stellen	33,5	47,8	40,3	24,7	6,5	- 2,2	11,2

¹ Saisonbereinigt. ² Einschl. statistisch nicht erfaßtem Kapitalverkehr. ³ Restposten der Zahlungsbilanz.

⁴ Ohne Bewertungsänderungen; ein Minuszeichen bedeutet eine Zunahme.

nur noch relativ wenig. Vom zweiten bis einschließlich vierten Quartal stiegen die Kapitalzuflüsse von Gebietsfremden kräftig an, und zwar um einen auf Jahreswert hochgerechneten Betrag von \$ 225 Mrd., d.h. sie machten ein Drittel mehr aus als im Vorjahr. Gleichzeitig sind aber auch die Kapitalausfuhren erheblich gestiegen; sie übertrafen (auf Jahresbasis gerechnet) das Vorjahrsniveau um fast 50%.

Vor dem Hintergrund eines positiven Zinsgefälles zugunsten der USA und zu einer Zeit eines recht stabilen oder sogar sich aufwertenden Dollars erwies sich der Erwerb amerikanischer Wertpapiere durch private Ausländer als der größte Brocken des anschwellenden Kapitalzuflusses in die USA. Nachdem sich der Wertpapiererwerb 1987 halbiert hatte, nahm er 1988 um \$ 12 Mrd. auf insgesamt \$ 46,8 Mrd. zu. Die Nettokäufe von Papieren des amerikanischen Schatzamtes weiteten sich besonders stark aus und beliefen sich 1988 auf fast \$ 20 Mrd., nach Nettoverkäufen von \$ 7,6 Mrd. ein Jahr zuvor. Die Nettoneuanlagen in US-Unternehmens- und sonstigen Anleihen stabilisierten sich bei ca. \$ 27 Mrd. Dagegen lebte das Interesse der Auslandsanleger an amerikanischen Aktien 1988 nicht wieder auf. Nach massiven Nettoverkäufen im Gefolge des Börsenkrachs vom Oktober 1987 lief der Handel mit Aktien 1988 auf einen geringen Kapitalexport hinaus, verglichen mit einem Zufluss von \$ 15,5 Mrd. im Jahr 1987. Die Direktinvestitionstätig-

... hauptsächlich den Erwerb amerikanischer Wertpapiere ...

... und Direkt-
investitionen
durch Ausländer
wider

Japaner er-
warben verstärkt
Auslands-
anleihen ...

keit von Ausländern in den USA blieb aber kräftig und trug fast mit einem Viertel zu den gesamten ausländischen Kapitalzuflüssen bei.

Bei den amerikanischen Neuanlagen im Ausland waren es im wesentlichen die kräftig expandierenden Mittelabflüsse von amerikanischen Banken nach dem ersten Quartal, welche die Dynamik des Kapitalexports in dieser Zeit erklärten. Die Anlagen der US-Banken im Ausland sind im Jahr 1988 insgesamt um \$ 57,5 Mrd. oder um \$ 17 Mrd. mehr als im Vorjahr gestiegen. Diese Aufstockung diente hauptsächlich der Finanzierung eigener Niederlassungen im Ausland, vor allem in Großbritannien und Japan; dieser Abfluß mag teilweise durch die Tatsache ausgelöst worden sein, daß ausländische Währungsbehörden 1988 ihre Dollareinlagen bei Eurobanken, die sie 1987 kräftig erhöht hatten, zurückführten (s. Kapitel VII). Die amerikanischen Direktinvestitionen im Ausland verminderten sich im letzten Jahr erheblich, da die reinvestierten Gewinne aufgrund kleiner Bewertungsverluste, nach großen Bewertungsgewinnen im Jahr zuvor, schrumpften.

Die Währungsreserven Japans stiegen zwar im letzten Jahr weiter, doch fiel die Zunahme mit \$ 15,5 Mrd. um \$ 27 Mrd. geringer aus als ein Jahr zuvor. Im Vergleich zu 1987 wies der Kapitalverkehr 1988 drei wichtige Besonderheiten auf: Erstens weiteten sich die langfristigen japanischen Neuanlagen im Ausland beträchtlich aus, und zwar vor allem wegen gewachsener Direktinvestitionen um fast \$ 15 Mrd.; dies entspricht ungefähr einem Viertel der gesamten Nettokapitalausfuhren. Die Wertpapierkäufe im Ausland blieben im großen und ganzen gegenüber 1987 unverändert, aber ihre Zusammensetzung veränderte sich merklich. Der Erwerb von Aktien im Ausland schwächte sich um \$ 14 Mrd. ab, aber die Käufe von Anleihen nahmen um einen ähnlichen Betrag zu. Zweitens hat sich die Entwicklung bei den Kapitaltransaktionen

Position	1986	1987	1988				
			Jahr	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
	Milliarden US-Dollar						
Langfristiger Kapitalverkehr (netto)	-131,5	-136,5	-130,9	-15,1	-36,6	-42,2	-37,0
Japanische Anlagen im Ausland	-132,1	-132,8	-149,9	-25,7	-38,1	-45,3	-40,7
darunter: Direktinvestitionen	- 14,5	- 19,5	- 34,2	- 7,4	- 7,7	- 8,5	-10,6
Wertpapiere	-102,0	- 87,8	- 86,9	-11,9	-25,9	-27,1	-22,0
Ausländische Anlagen in Japan	0,6	- 3,7	19,0	10,6	1,6	3,1	3,7
Kurzfristiger Kapitalverkehr (netto) ¹	59,4	91,8	66,8	1,7	19,5	25,3	20,3
davon: Banken	58,5	71,8	44,5	- 3,7	21,1	20,4	6,6
Nichtbanken	- 1,6	23,9	19,5	- 2,0	0,7	10,1	10,7
Veränderung der Netto-währungsreserven ²	- 13,7	- 42,3	- 15,5	- 5,0	- 1,5	- 2,1	- 6,9

¹ Einschl. Restposten. ² Ohne Bewertungsänderungen; ein Minuszeichen bedeutet eine Zunahme.

durch Gebietsfremde umgedreht: Während diese 1987 Mittel in Höhe von fast \$ 4 Mrd. abzogen, legten sie im letzten Jahr \$ 19 Mrd. neu an. Diese Umkehrung war vor allem beim Erwerb japanischer Aktien spektakulär: Während 1987 noch Aktien in Höhe von per saldo \$ 43 Mrd. verkauft wurden, erwarben Ausländer 1988 per saldo Aktien im Wert von \$ 7 Mrd. Da sich der japanische Aktienmarkt von dem Börsenkrach schnell erholte, waren Aktienkäufe in Japan durch Ausländer Anfang 1988 und auch im letzten Vierteljahr 1988, als sich der Yen aufwertete, besonders umfangreich. Auf der anderen Seite trugen niedrige Nominalzinsen und Anlagenabzüge der ölexportierenden Länder aus Japan zu umfangreichen Nettoverkäufen von festverzinslichen Wertpapieren durch Gebietsfremde bei. Schließlich blieben Kapitalzuflüsse über den Bankensektor deutlich unter dem Niveau von 1987. Hält man sich die höheren kurzfristigen Zinsen im Ausland und die größere Stabilität auf den Devisenmärkten im Jahr 1988 vor Augen, so kommt hierin wahrscheinlich der mangelnde Anreiz für japanische Anleger, einen ebenso großen Teil ihrer Auslandsinvestitionen wie 1987 durch kurzfristige Kreditaufnahmen in fremder Währung zu refinanzieren, zum Ausdruck.

In Deutschland nahm trotz eines großen Leistungsbilanzüberschusses der Bestand an Nettowährungsreserven 1988 um \$ 19,2 Mrd. ab, da die Bundesbank in beträchtlichem Umfang auf ihre Reserven zurückgriff, um den Abwertungsdruck auf die D-Mark zu mildern. Die Nettoabflüsse im langfristigen Kapitalverkehr schwollen um mehr als das Dreifache auf \$ 49 Mrd. an; hier schlug im wesentlichen ein noch nie erlebter Anstieg von Käufen langfristiger ausländischer Wertpapiere durch Gebietsansässige von

... und Ausländer verstärkt japanische Aktien

Deutschlands Währungsreserven nahmen ab ...

Position	1986	1987	1988				
			Jahr	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal
	Milliarden US-Dollar						
Langfristiger Kapitalverkehr (netto)	15,1	-13,6	-48,8	-14,3	-15,2	- 8,7	-10,6
Deutsche Anlagen im Ausland	-25,6	-34,7	-53,7	-13,5	-14,1	-11,3	-14,8
darunter: Wertpapiere	- 9,7	-13,7	-41,5	- 9,6	-10,0	- 9,0	-12,9
Ausländische Anlagen in Deutschland	40,7	21,1	4,9	- 0,8	- 1,1	2,6	4,2
darunter: Erwerb deutscher Wertpapiere ¹	34,0	17,9	4,3	0,6	- 0,8	0,8	3,7
Kurzfristiger Kapitalverkehr (netto) ²	-51,7	- 8,4	-19,0	2,8	- 5,0	-12,0	- 4,8
darunter: Banken	-27,9	- 3,9	-10,3	8,4	- 3,2	-10,2	- 5,3
Private							
Nichtbanken	-23,8	- 6,4	-10,8	- 7,4	- 1,6	- 0,5	- 1,4
Veränderung der Netto-währungsreserven ³	- 3,1	-23,4	19,2	1,8	5,8	12,0	- 0,4

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

... während Nettokäufe ausländischer Wertpapiere hochschnellten

\$ 13,7 Mrd. im Jahr 1987 auf \$ 41,5 Mrd. im Jahr 1988 zu Buche. In diesem Zusammenhang sind zwei Faktoren zu nennen: Erstens waren Auslandsanlagen wegen eines erheblichen Zinsvorsprungs einiger fremder Währungen bei gleichzeitig nachlassender Aufwertungserwartung für die D-Mark attraktiv. Zweitens weiteten deutsche Anleger 1988 mit Blick auf die im Januar 1989 eingeführte Quellensteuer von 10% auf inländische Zinseinkünfte ihren Bestand an von dieser Steuer ausgenommenen DM-Auslandsanleihen um \$ 7 Mrd. aus, verglichen mit \$ 1,9 Mrd. im Jahr 1987. Darüber hinaus verringerten ausländische Investoren ihre Käufe festverzinslicher DM-Inlandsanleihen weiter, und zwar von \$ 19 Mrd. im Jahr 1987 auf \$ 1 Mrd. im letzten Jahr. Im April 1989 kündigten die deutschen Regierungsbehörden die Abschaffung der Quellensteuer per 1. Juli 1989 an. Die Zunahme der Nettokapitalexporte im kurzfristigen Bereich war im wesentlichen der Ausweitung der Auslandsposition der deutschen Banken zuzurechnen, in denen sich tendenziell die unmittelbaren Auswirkungen der amtlichen Dollarverkäufe widerspiegeln.

Der starke Einfluß der nominalen Zinsdifferenzen bei relativ stabilen Wechselkurserwartungen trat auch in einer Reihe von anderen großen Industrieländern mit schwacher Leistungsbilanzposition deutlich zutage. Viele dieser Länder verzeichneten erhebliche private Kapitalzuflüsse, die ihre Fehlbeträge in der Leistungsbilanz mehr als ausgleichen und ihren Währungen Auftrieb gaben. So verzeichneten beispielsweise Kanada, Italien, Großbritannien, Spanien und Australien trotz steigender Leistungsbilanzdefizite 1988 eine Zunahme ihrer Währungsreserven.

In Großbritannien flossen über das Bankensystem aufgrund des massiven Anstiegs der englischen kurzfristigen Zinsen in großem Umfang kurzfristige Mittel zu. Diese Kapitalimporte kompensierten zusammen mit einem Rekordanstieg des Restpostens um \$ 7 Mrd. (der mutmaßlich überwiegend aus nicht erfaßten Mittelzuflüssen besteht) sowohl die drastische Ausweitung des englischen Leistungsbilanzdefizits um \$ 21 Mrd. als auch die Mittelabflüsse durch Portfolioinvestitionen von Gebietsansässigen. Der beträchtliche Restposten des Jahres 1988 enthält vermutlich einen erheblichen Betrag unerfaßter Käufe von Finanztiteln durch Gebietsfremde, denn die erfaßten Portfolioinvestitionen von Ausländern haben sich ungefähr halbiert.

In Kanada fiel der Reservenzuwachs mit \$ 9,4 Mrd. mehr als doppelt so hoch aus wie im Vorjahr. Die wichtigste Komponente der Nettokapitalimporte war der Erwerb kanadischer Anleihen und Schatzwechsel durch Gebietsfremde. Diese Zuflüsse stiegen 1988 um \$ 12 Mrd. auf fast \$ 19 Mrd. und trugen zur Festigung des kanadischen Dollars gegenüber den meisten bedeutenden Währungen bei.

In Italien verdoppelten sich 1988 die Nettokapitalzuflüsse auf \$ 13,8 Mrd. Angezogen von hohen Zinsen und einer günstigen Einschätzung der Lira, vor allem in der zweiten Jahreshälfte, sowie der Attraktivität der vom italienischen Schatzamt begebenen ECU-Schatzwechsel summierten sich die langfristigen Neuanlagen der Ausländer auf \$ 21 Mrd. und damit auf das Zweifache des Vorjahreswerts. Darüber hinaus nahmen die italienischen Banken aufgrund der starken Nachfrage von Inländern nach Fremdwährungskrediten im Ausland zusätzliche Mittel in Höhe von \$ 8 Mrd. auf. Gleichzeitig weiteten die

Zunahme der Währungsreserven in vielen Defizitländern

inländischen Nichtbanken, angeregt durch eine weitere Lockerung der Devisekontrollen, ihr Auslandsportefeuille aus, indem sie 1988 für \$ 5,5 Mrd. ausländische Wertpapiere erwarben, verglichen mit \$ 3,6 Mrd. im Jahr 1987. Insgesamt war der private Kapitalimport beträchtlich größer als das Leistungsbilanzdefizit, so daß die Währungsreserven um \$ 8,3 Mrd. zunahmen.

Auch Spanien und Australien verzeichneten mit \$ 9,7 bzw. 5,2 Mrd. einen erheblichen Anstieg ihrer Nettowährungsreserven. Eine Verschlechterung in der Leistungsbilanz nahm Spanien 1988 nichts von seiner Attraktivität als Anlageland für Ausländer. Die Mittelzuflüsse im Zusammenhang mit Direktinvestitionen, die im letzten Jahr fast \$ 13 Mrd. erreichten, waren weiterhin Ausdruck der positiven Impulse der EG-Mitgliedschaft auf die wirtschaftlichen Aussichten Spaniens. Gleichzeitig verstärkten sich auch die Finanzinvestitionen. Da Ausländer nur beschränkt Zugang zu den Märkten für langfristige Wertpapieranlagen haben, floß ausländisches Kapital, angeregt durch ein günstiges Zinsgefälle und eine stabile Peseta, hauptsächlich in kurzfristige Bankeinlagen. In Australien tat die Verschlechterung der Grunddaten der Leistungsbilanz dem ausländischen Engagement in australischen Wertpapieren keinen Abbruch, wobei die Nachfrage durch hohe Zinsen und eine Festigung des australischen Dollars gesteigert wurde.

Frankreich verbuchte 1988 im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr eine Abnahme seiner Nettowährungsreserven. Sie war aber mit \$ 1,2 Mrd. sehr viel kleiner als der Rückgang von \$ 8,4 Mrd. im Jahr 1987. In der Bilanz des kurzfristigen Kapitalverkehrs der Banken vollzog sich ein Umschwung von Abflüssen in Höhe von \$ 9,3 Mrd. 1987 zu Mittelzuflüssen in Höhe von \$ 3 Mrd. Diese Entwicklung kann dem Aufbau von Franc-Einlagen durch Gebietsfremde und der Zunahme der Verschuldung von Inländern in Fremdwährung zugerechnet werden, beides als Reaktion auf ein positives Zinsgefälle und die Franc-Stärke vor allem gegen Jahresende. Auch die Schweiz reihte sich unter die relativ kleine Zahl von Ländern ein, die 1988 eine Abnahme der Nettowährungsreserven zu verbuchen hatten. Niedrige Zinsen, verbunden mit pessimistischen Erwartungen bezüglich des Außenwerts des Schweizer Frankens, führten zu Nettokapitalexporten in Höhe von \$ 7,3 Mrd., die zusammen mit einem geringeren Leistungsbilanzüberschuß in einen Rückgang der Nettowährungsreserven von ca. \$ 1 Mrd. mündeten.

Abnahme
der Währungs-
reserven
in Frankreich
und der Schweiz

Außenfinanzierung der Entwicklungsländer

Die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits der Schuldnerländer in der nichtindustrialisierten Welt (d.h. ohne die jungen Industrieländer Asiens und die wichtigsten ölproduzierenden Länder des Nahen Ostens mit Gläubigerposition) wurde 1988 schwieriger, zum einen aufgrund der Verschlechterung ihrer zusammengefaßten Leistungsbilanz, zum anderen wegen des Rückgangs neuer Finanzierungsmittel. Eine Folge hiervon war eine Abnahme der aggregierten Währungsreserven der Schuldnerländer und bei einigen Ländern das Auflaufen beträchtlicher Zahlungsrückstände.

Finanzierung
wird schwieriger

Die Finanzierungsschwierigkeiten scheinen teilweise mit der erhöhten Unsicherheit über die Schuldenstrategie und die Rolle der Schuldner- und der

Gläubigerländer verknüpft gewesen zu sein. Ein Grund dieser Unsicherheit war die wachsende Erkenntnis, daß die im Jahr 1982 eingeleitete und 1985 durch die Baker-Initiative abgestützte Schuldenstrategie revisionsbedürftig war. Hierdurch wurde ein gewisser Grad an Unwölbbarkeit während der ausgedehnten Verhandlungen über neue Finanzierungsprogramme im Jahr 1988 erzeugt. Zwar wurden 1988 diverse neue Pläne diskutiert, doch es entstanden nur wenige konkrete Vorschläge. Zweitens gaben politische Instabilitäten Anlaß zu Besorgnis, insbesondere in einigen größeren Ländern mit mittlerem Einkommen in Lateinamerika, die im Verlauf des Jahres 1988 Wahlen durchgeführt oder für 1989 Wahlen geplant haben. Diese Umstände machten eine Lösung der ökonomischen und finanziellen Probleme schwierig und verstärkten wahrscheinlich die Zurückhaltung ausländischer Gläubiger, über neue Finanzierungspakete zu verhandeln. Drittens, wie bereits an früherer Stelle diskutiert, war zwar 1988 die Exportentwicklung in vielen Entwicklungsländern allgemein günstig, aber die binnengewirtschaftliche Lage gab wenig Anlaß zu Optimismus, und die Aussichten für die kommenden Jahre schienen nicht besonders vielversprechend zu sein.

Entwicklungsländer: Außenfinanzierung der Leistungsbilanzsalden ausgewählter Ländergruppen (Schätzung)¹

Position	Verschuldet Entwicklungs- länder ²	davon:							
		Öl- exporteure		Fertigwaren- exporteure		Rohstoff- exporteure			
		1987	1988	1987	1988	1987	1988	1987	1988
Milliarden US-Dollar									
Leistungsbilanzsaldo	-33	-43	-4	-14	-7	-6	-17	-17	
Änderungen der Auslands- aktiva (- = Zunahme)	-16	-1	-12	6	-9	-7	2	-1	
Offizielle Reserven	-12	7	-8	12	-8	-5	2	-1	
Sonstige Aktiva	-4	-8	-4	-6	-1	-2	0	1	
Außenfinanzierung ³	49	44	16	8	17	13	15	17	
Kredite offizieller Gläubiger	37	26	11	7	12	6	14	8	
Kredite privater Gläubiger ⁴	3	8	0	-4	9	3	-1	7	
darunter: Änderungen der Forderungen der an die BIZ berich- tenden Banken ⁵	-1	-4	-1	-5	3	5	-1	-2	
IWF-Kredite	-3	-3	1	0	-2	-2	0	0	
Sonstige Zuflüsse (netto)	12	14	4	5	-2	6	2	2	
Direktinvestitionen	9	14	4	4	3	6	1	2	
Sonstige, nicht klassifizierte Zuflüsse	3	0	0	1	-5	0	1	0	

¹ Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. Die Außenfinanzierung von Entwicklungsländern, die aufgrund ihrer Einnahmen aus dem Leistungsverkehr nicht unter eine der Untergruppen fallen, sind nicht gesondert ausgewiesen. ² Ohne junge Industrieländer Asiens und größere ölexportierende Länder des Nahen Ostens mit einer Gläubigerposition. ³ Entspricht der Summe des Leistungsbilanzsaldo und der Veränderungen bei den Auslandsaktiva mit umgekehrtem Vorzeichen. ⁴ Einschl. Zinsrückstände. ⁵ Ausgenommen Bankkredite an Offshore-Zentren.

Quellen: IMF World Economic Outlook und BIZ Entwicklung des internationalen Bankgeschäfts und der internationalen Finanzmärkte.

Die Bedeutung jedes dieser Faktoren unterscheidet sich offensichtlich von Land zu Land. Dessen ungeachtet sahen sich viele Schuldnerländer akuten Finanzierungsschwierigkeiten ausgesetzt. Für die Gruppe insgesamt stiegen die Mittelabflüsse im Leistungsverkehr 1988 um \$ 10 Mrd., während gleichzeitig die gesamte Außenfinanzierung um \$ 5 Mrd. zurückging (s. vorstehende Tabelle). Diese vergrößerte Lücke wurde im wesentlichen durch den Rückgriff auf Währungsreserven geschlossen, die 1988 um \$ 7 Mrd. abgebaut wurden, nachdem sie 1987 um \$ 12 Mrd. aufgestockt worden waren. Das Ergebnis war ein Rückgang des Verhältnisses der Währungsreserven der Schuldnerländer zu deren Einfuhren von Gütern und Dienstleistungen von fast 26% im Jahr 1987 auf 21½%, also auf einen Wert, der von demjenigen zum Zeitpunkt des Ausbruchs der Schuldenkrise im Jahr 1982 nicht weit entfernt ist.

Rückgriff
auf Währungs-
reserven ...

Die Verringerung der Finanzierungsmittel aus dem Ausland im Jahr 1988 ist besonders besorgniserregend im Hinblick auf die Tatsache, daß die Gesamtverschuldung im letzten Jahr einen erheblichen Betrag an zusätzlichen Zahlungsrückständen enthält, der auf \$ 11 Mrd. geschätzt wird und damit mehr als doppelt so hoch ist wie 1987. In absoluten Zahlen betrachtet war der Rückgang der Finanzierungsmittel von öffentlichen Kreditgebern am höchsten; hier spiegelt sich eine umfangreiche Kürzung der auf bilateraler Basis oder durch multilaterale Entwicklungsbanken einer Reihe von Ländern mit mittlerem Einkommen gewährten Kredite wider. Gleichzeitig setzte sich 1988 der Rückgang der Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken beschleunigt fort. Die einzige sich relativ lebhaft entwickelnde Komponente der Außenfinanzierung waren 1988 die Direktinvestitionen, die von \$ 9 Mrd. im Jahr 1987 auf \$ 14 Mrd. im Jahr 1988 stiegen. Diese Zunahme ist teilweise das Gegenstück zu den im Rahmen der Schuldenproblematik immer häufiger genutzten Umwandlungen von Schulden in Eigenkapital.

... aufgrund
vorrangiger
Finanzierungs-
mittel aus dem
Ausland ...

Die größten Schwierigkeiten, neue Mittel zu beschaffen, hatten die verschuldeten ölexportierenden Länder. Sie mußten eine erhebliche Verschlechterung ihrer Leistungsbilanz hinnehmen, und ihr Rückgriff auf Währungsreserven war am höchsten. Für die nichtölexportierenden Schuldnerländer war die Lage etwas besser. Diese Länder haben es im großen und ganzen geschafft, ihren Bestand an Währungsreserven aufzustocken, aber bei einigen stiegen gleichzeitig die Zahlungsrückstände merklich. Die öffentlichen Mittelzuflüsse in die Mehrzahl dieser Länder lagen zumeist erheblich unter dem Niveau der Vorjahre.

... insbesondere
in den
verschuldeten
ölexportieren-
den Ländern

IV. Entwicklungen auf den inländischen Finanzmärkten

Schwerpunkte

Die Finanzmärkte erlebten seit Beginn des Jahres 1988 eine vergleichsweise ruhige Phase, im Gegensatz zu den Turbulenzen, die 1987 aufgetreten waren. Die Anleiherenditen blieben verhältnismäßig stabil, während die Aktien sich von ihrem Kurssturz nach dem Börsenkrach kontinuierlich erholten. Einige der Probleme, die den Finanzmarktturbulenzen des Jahres 1987 offensichtlich zugrunde lagen, bestehen jedoch nach wie vor: Das Haushaltsdefizit der Vereinigten Staaten wurde nur geringfügig weiter korrigiert, der Prozeß der Anpassung der internationalen Ungleichgewichte ist jüngst zum Stillstand gekommen, und die inflationären Tendenzen sind wiederaufgelebt.

Seit dem Börsenkrach vom Oktober 1987 ist inzwischen mehr als ein Jahr vergangen, und wenig ist unserem Verständnis von dessen Ursachen hinzugefügt worden. In letzter Zeit wurde unsere Fähigkeit, den Verlauf von Aktienkursen zu erklären, durch die bemerkenswerte Hause am japanischen Aktienmarkt erneut getestet. Der fehlende Konsens über die Ursachen und Wirkungsweisen der Ereignisse vom Oktober 1987 erklärt teilweise die relativ verhaltene administrative und legislative Reaktion auf diese Vorgänge. Die Tatsache, daß das unmittelbar nach dem Crash vorherrschende Gefühl höchster Dringlichkeit sich zu verflüchtigen begann, dürfte in erster Linie auf die sehr viel günstiger als erwartet ausgefallene Entwicklung der realen Wirtschaft und auf die für die Finanzmärkte längerfristig bisher vergleichsweise geringen Folgen des Börsenkrachs zurückzuführen sein. Der wiedererstarkte Markt für hochverzinsliche Risikoanleihen und ganz allgemein die erneut zunehmenden Aktivitäten im Bereich „Mergers and Acquisitions“ illustrieren vielleicht am besten diese augenscheinliche Robustheit der Finanzmärkte.

Die Welle der Fusionen und Unternehmensübernahmen hat zwar viele Länder erfaßt, aber nur in den USA war sie die treibende Kraft hinter einer allein in diesem Land auftretenden Entwicklung, nämlich der ausgeprägten Zunahme des Verschuldungsgrades nichtfinanzierter Unternehmen. Dieser höhere Verschuldungsgrad, der in nicht wenigen Fällen beispiellose Proportionen erreicht hat, hat Sorgen über die finanzielle Verwundbarkeit des US-Unternehmenssektors geweckt, da er potentiell jegliche Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit verstärkt und damit zu Anspannungen im Bankensystem und zur Behinderung der Geldpolitik beitragen kann. Angesichts dieser Risiken dürfte es für die Bankenaufsicht gute Gründe geben, das Engagement der Banken bei in hohem Maße fremdfinanzierten Transaktionen stärker zu überwachen.

Das abgelaufene Jahr markierte den Anfang der Verwirklichung der

Basler Vereinbarung über die Konvergenz der Eigenkapitalanforderungen an Banken. Zwar wird die Bedeutung einer Stärkung des bankaufsichtlichen rechtlich-institutionellen Rahmens allgemein anerkannt, doch wurden auch Bedenken laut, die neuen Anforderungen könnten sich negativ auf die Geschäftstätigkeit und das Risikoverhalten der Banken auswirken. Wie notwendig ein angemessener regulativer Rahmen ist, wenn staatliche Maßnahmen die Marktkräfte daran hindern, die bei Risikoengagements erforderliche Disziplin durchzusetzen, ist am Beispiel der Krise der amerikanischen Spar- und Darlehensbanken deutlich geworden. Diese Krise war zwar teilweise das Ergebnis extremer wirtschaftlicher Bedingungen, doch veranschaulicht sie in hervorragender Weise die Probleme, die sich einstellen können, wenn beim Eingehen von Risiken die notwendige Marktdisziplin fehlt und das Bankgewerbe unzulänglich beaufsichtigt ist.

Die Stärkung der bankaufsichtlichen Vorschriften in den letzten Jahren ging mit der schrittweisen Deregulierung und Integration der Finanzmärkte einher. Die Reform des Londoner Kapitalmarktes, der „Big Bang“, hat einerseits den Wettbewerb an den inländischen Wertpapiermärkten verschärft, andererseits aber auch Anpassungskosten verursacht und bildet einen interessanten Kontrast zu der eher behutsamen Liberalisierung in Japan. Was die Zukunft anbelangt, so zeichnen sich die Konturen des bis 1993 zu verwirklichenden europäischen Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen allmählich deutlicher ab, doch bleibt noch eine Reihe wichtiger Fragen ungelöst.

Indizes der Aktienkurse¹

Anfang 1987 = 100

Land	Höchststand 1987		Tiefststand nach dem Crash		8. Mai 1989
	Index	Monat	Index	Monat	Index
USA	138,3	August	91,9	Dezember	125,6
Japan	144,5	Juni	108,2	Januar ²	162,8
Großbritannien	147,2	Juni	94,1	November	134,7
Kanada	134,9	August	93,1	Oktober	117,4
Deutschland (BR)	100,2	Januar	58,7	Januar ²	85,8
Frankreich	115,6	März	63,1	Januar ²	116,5 ³
Italien	107,0	April	59,1	Februar ²	84,5
Schweiz	108,4	Oktober	67,0	November	100,4
Niederlande	120,0	August	69,0	November	120,4
Spanien	156,2	Oktober	96,5	Dezember	145,6
Belgien	132,1	August	85,6	Dezember	145,1
Australien	156,8	September	78,3	November	102,9
Hongkong	154,3	Oktober	74,0	Dezember	127,7
Singapur	168,9	August	78,6	Dezember	143,7 ³
Taiwan	449,7	Oktober	221,1	Dezember	804,3 ⁴
Südkorea	192,6	Dezember	167,2	November	348,1 ⁴

¹ USA: Standard-and-Poor's-500-Index; Japan: TOPIX-Index; Großbritannien: Financial-Times-Aktienindex; Deutschland: F.A.Z.-Aktienindex; übrige Länder: ausgewählter typischer Index. ² 1988. ³ 9. Mai 1989. ⁴ 6. Mai 1989.

Quellen: Aktienbörsen der einzelnen Länder.

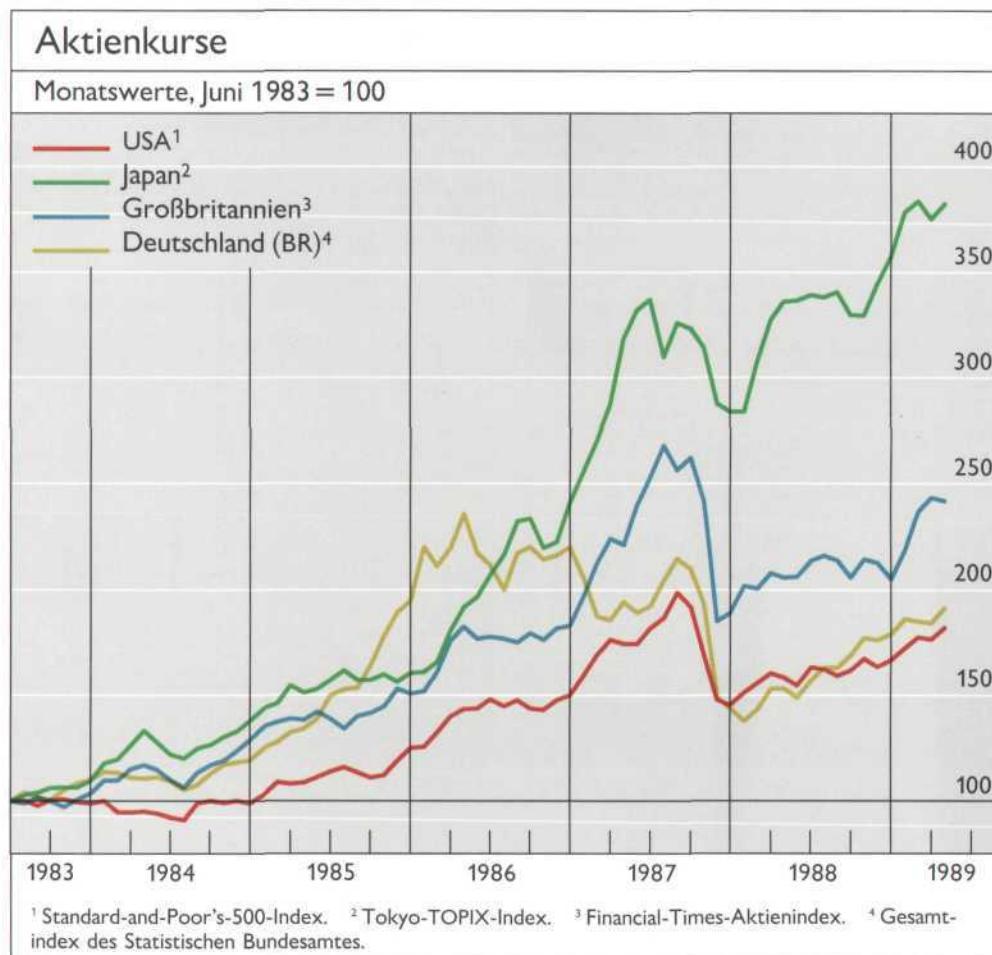
Entwicklung an den Aktien- und verwandten Märkten

1988 Aktienmärkte allgemein „normalisiert“ ...

1988 kann als das Jahr bezeichnet werden, in welchem sich die Aktienmärkte nach den Turbulenzen des Jahres 1987 wieder „normalisierten“. An praktisch allen Märkten stiegen die Aktienkurse gegenüber ihren nach dem Börsenkrach erreichten Tiefstwerten deutlich an. Diese Erholung ging mit einer gegenüber 1987 erheblich verminderten Kursvolatilität und mit Rückgängen oder geringen Steigerungen des Handelsvolumens an den einzelnen Märkten einher.

Die Aktienindizes der wichtigsten Börsen sind in der Tabelle auf der gegenüberliegenden Seite ausgewiesen. In allen Fällen liegen sie derzeit um mehr als 25% über den im Gefolge des Börsenkrachs erreichten Tiefstständen. An den meisten Märkten übertreffen sie ihr Niveau von Ende 1986, notieren aber noch 5–20% unter ihren 1987 erreichten Höchstwerten. Die einzigen Märkte, an denen die Kurse noch immer deutlich unter dem Niveau von Ende 1986 liegen, sind die in Deutschland und Italien, und nur in Japan, Belgien, Taiwan und Südkorea liegt das Kursniveau beträchtlich über dem Hoch vor dem Crash.

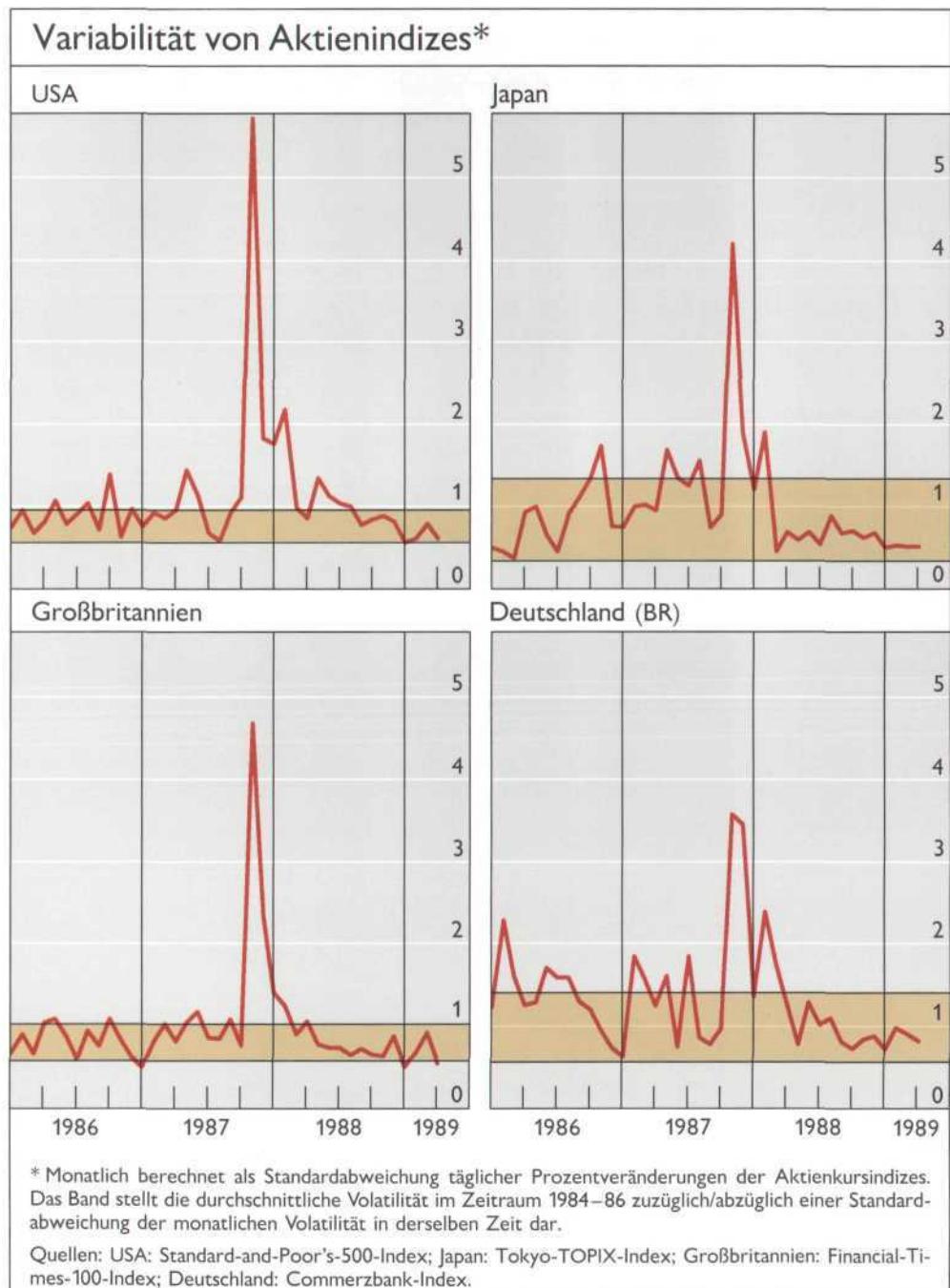
Die Umsätze an den vier größten Aktienmärkten gingen in den Monaten unmittelbar nach dem Börsenkrach stark zurück. Die anschließende Erholung der Marktaktivitäten fiel dagegen unterschiedlich aus. Am Londoner Aktienmarkt lagen die Umsätze 1988 um mehr als 30% unter denen von 1987,



während der Rückgang des Handelsvolumens an den US-Aktienbörsen mit rund 13% geringer ausfiel. Demgegenüber erhöhten sich in Deutschland und Japan die Umsätze am Aktienmarkt im letzten Jahr um knapp 10%.

Der Handel auf einer Reihe „abgeleiteter“ Märkte ging verglichen mit den vor dem Börsenkrach erreichten Umsätzen deutlich zurück. Die Zahl der im Jahr 1988 gehandelten Terminkontrakte auf den Standard-and-Poor's-500-Aktienindex war rund zwei Fünftel niedriger als der entsprechende Wert für 1987 und damit der niedrigste seit 1983. Auch der Handel mit US-Aktienindexoptionen ging beträchtlich zurück. Der Handel mit Terminkontrakten auf den Hang-Seng-Index in Hongkong betrug 1988 nur weniger als 5% der Umsätze von 1987, da der Markt in Hongkong rechtlich und organisatorisch beträchtliche Änderungen erfuhr. Der Handel in London mit

... aber nach wie vor geringe Umsätze an den „abgeleiteten“ Märkten ...



FT-SE-Terminkontrakten lag die meiste Zeit im Jahr darnieder, belebte sich aber im vierten Quartal, so daß über das ganze Jahr gesehen praktisch gleich hohe Umsätze wie 1987 zu verzeichnen waren.

Die Volatilität der Aktienkurse nahm 1988 beträchtlich ab und war mit jener zu vergleichen, die vor 1987 bestanden hatte. Wie die vorstehende Grafik zeigt, blieb die Volatilität einige Monate nach dem Kurseinbruch hoch, erreichte dann jedoch über weite Strecken des Jahres 1988 und zu Beginn des Jahres 1989 im Vergleich zu den Jahren davor verhältnismäßig geringe Werte.

...aber
Zusammenhang
zwischen
täglichen
Kursbewegungen
enger als vor dem
Börsenkrach

Auf der anderen Seite ist zwar die zwischen den Tagesveränderungen der Aktiennotierungen der vier wichtigsten Märkte bestehende Korrelation seit Ende 1987 schwächer geworden, aber in der Regel doch nach wie vor höher als vor dem Börsenkrach (s. folgende Tabelle). Dies deutet

Korrelation zwischen täglichen prozentualen Veränderungen von Aktienkursindizes 1984–89

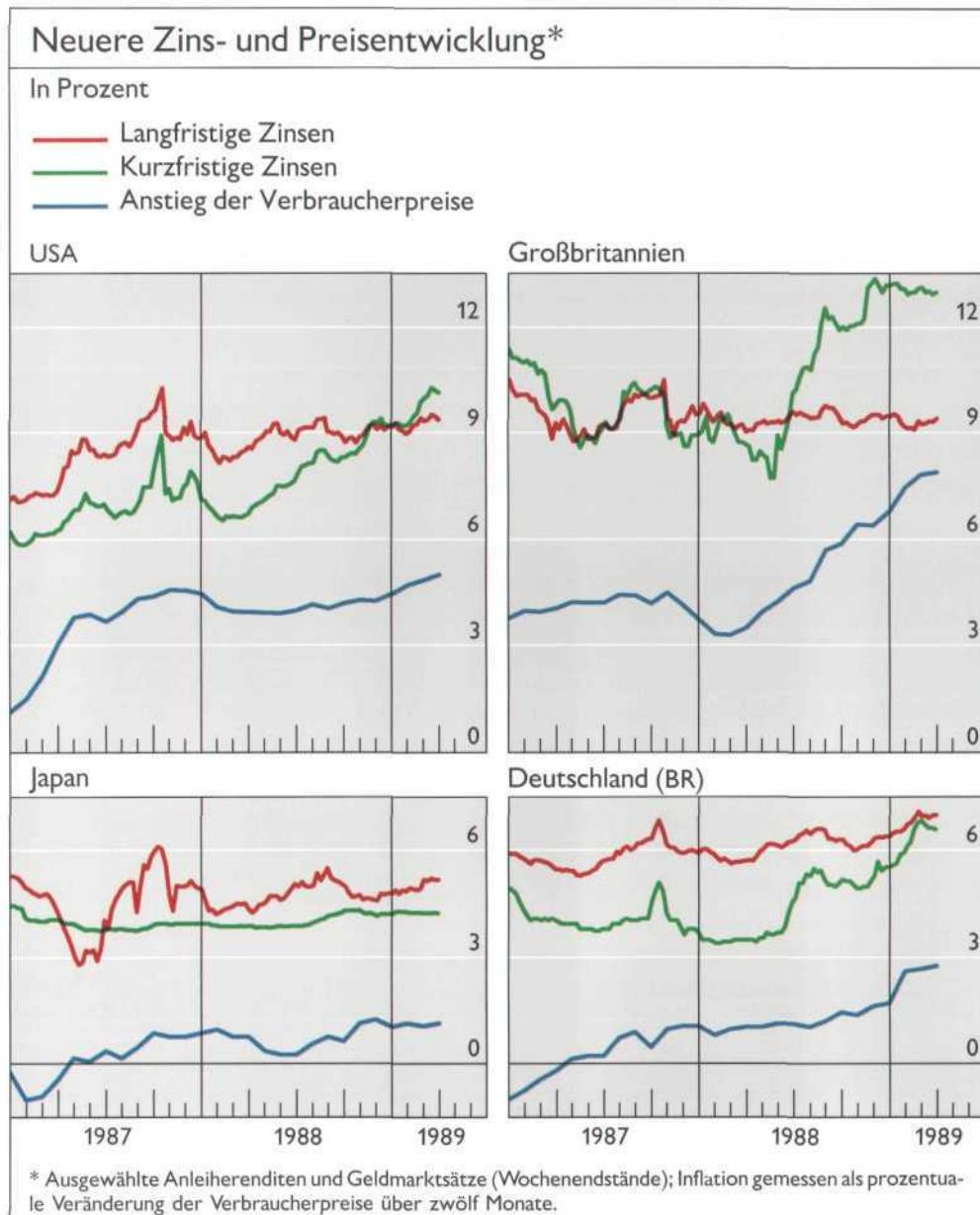
Land/Position	1984–86	1987	1988/89 ¹
Sich überschneidende Geschäftstage ²			
Großbritannien und Deutschland	0,127	0,514	0,314
Großbritannien und USA	0,364	0,531	0,405
„Tagesanbruch“ in Nordamerika ³			
USA und Japan	0,225	0,492	0,364
USA und Deutschland	0,335	0,306	0,551
„Tagesanbruch“ in Japan ²			
Japan und Deutschland	0,123	0,393	0,359
Japan und Großbritannien	0,087	0,473	0,265
Japan und USA	0,106	0,263	0,146
„Tagesanbruch“ in Europa ⁴			
Deutschland und USA	0,113	0,394	0,097
Großbritannien und Japan	0,171	0,199	0,270
Deutschland und Japan	0,083	0,206	0,152

¹ Bis Mitte März 1989. ² Korrelation zwischen der prozentualen Veränderung der Aktienkurse am selben Kalendertag. ³ Korrelation zwischen der prozentualen Veränderung der Aktienkurse in den USA und der Veränderung der Aktienkurse in Japan und Deutschland am darauffolgenden Kalenter-tag. ⁴ Korrelation zwischen der prozentualen Veränderung der Aktienkurse in Deutschland und der Veränderung der Aktienkurse in den USA am selben Kalendertag und Korrelation zwischen der prozentualen Veränderung der Aktienkurse in Großbritannien und Deutschland und der Veränderung der Aktienkurse in Japan am darauffolgenden Kalendertag.

Quellen: S. die Grafik auf S. 88.

darauf hin, daß der engere Zusammenhang zwischen sehr kurzfristigen Kursbewegungen, wie er während der Zeit des Rückschlags am Aktienmarkt charakteristisch war, bis zu einem gewissen Grad fortbesteht.

In mancher Hinsicht ähnelt das derzeitige wirtschaftliche Umfeld jenem vor dem Börsenkrach. Der Preisauftrieb hat sich in mehreren Industrieländern verstärkt, und die Geldpolitik ist als Reaktion darauf verschärft worden. Die Realzinsen sind im langfristigen Vergleich nach wie vor hoch. Der Prozeß des Ausgleichs der Handelsbilanzungleichgewichte zwischen den Industrieländern hat sich 1988 verlangsamt und in einigen Fällen umgekehrt. Die Probleme im Zusammenhang mit dem US-Bundeshaushalt erscheinen unlösbar wie eh und

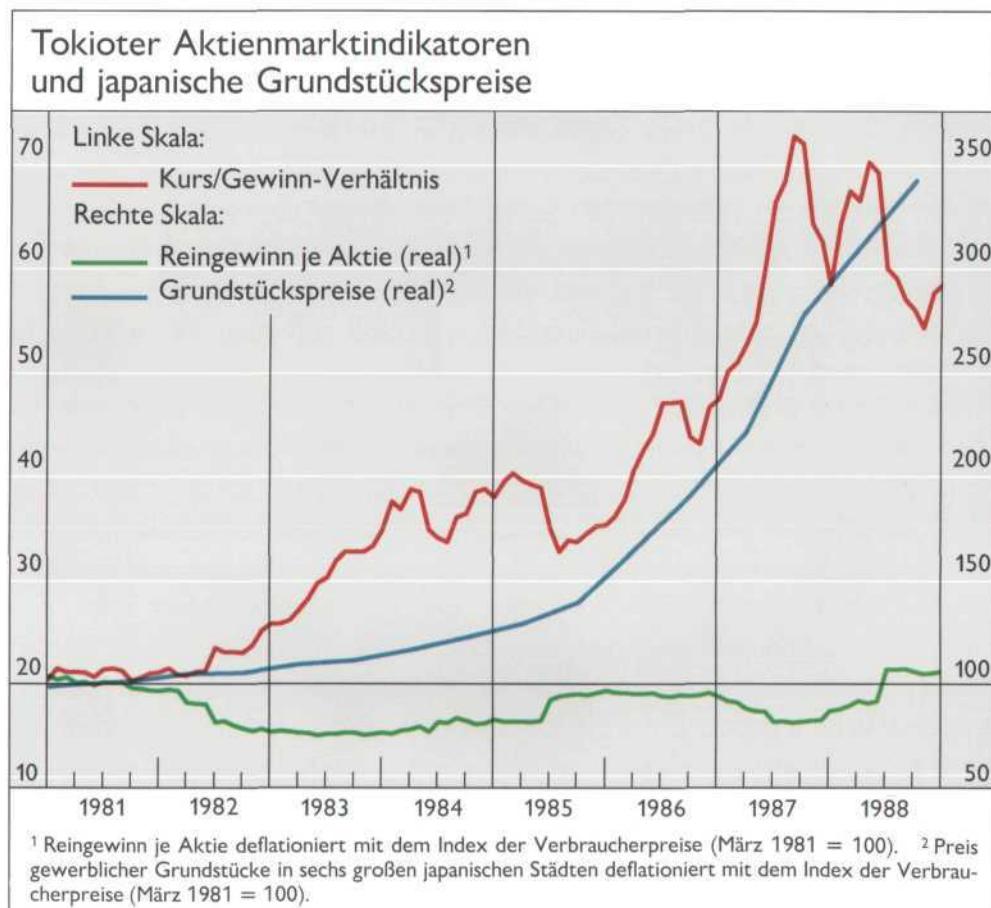


je. Andererseits unterscheiden sich aber auch die derzeitigen Bedingungen in mancher Beziehung. Das Anziehen der geldpolitischen Zügel im Jahr 1988 und der damit in den meisten Industrieländern einhergehende starke Anstieg der kurzfristigen Zinsen schlug sich – anders als 1987 – nicht in einer deutlichen Erhöhung der langfristigen Zinssätze nieder (s. die obenstehende Grafik). Die unterschiedliche Steigung der Renditenkurve im Oktober 1987 und im ersten Quartal 1989 lässt darauf schließen, daß in den betrachteten Ländern die mittelfristigen Erwartungen der Anleger bezüglich Nominalzinsen und Inflation gegenüber der Zeit vor dem Crash zurückgegangen sind. Hinzu kommt, daß die kräftige, von den Investitionen angeführte Wirtschaftsexpansion des Jahres 1988 die Aussichten auf eine Fortsetzung des realen Wachstums in den Industrieländern im Vergleich zu Oktober 1987 verbessert hat.

Das Auffälligste am Wirtschaftsgeschehen im Jahr 1988 war wohl, wie wenig sich der Börsenkrach in den meisten Industrieländern offenbar aus-

Keine neuen Erkenntnisse über die Auswirkungen des Börsenkrachs

wirkte. Die mäßige Zunahme der privaten Sparquote in den Vereinigten Staaten mag teilweise auf ihn zurückzuführen sein, ansonsten jedoch sind keine direkten Auswirkungen erkennbar. Man kann dies als ein Indiz dafür ansehen, daß die Kapitalanleger den Anstieg der Aktienkurse im ersten Halbjahr 1987 noch nicht gänzlich in ihre Vermögensvorstellungen einbezogen hatten, so daß die Kursrückgänge im zweiten Halbjahr keinen großen Einfluß auf ihr Verhalten hatten. Das würde auch die Behauptung stützen, daß der



Börsenkrach teilweise das Platzen einer spekulativen Seifenblase war. Die deutliche Erholung der Aktienkurse von ihren Tiefstständen nach dem Börsenkrach mag ferner ein Hinweis dafür sein, daß das vorübergehende Versagen der Märkte den Rückgang mancherorts „zu deutlich“ ausfallen ließ. Auf der anderen Seite sah man wohl im Oktober 1987 die auf den Börsenkrach folgende Lockerung der Geldpolitik, den starken Anstieg der Unternehmenserträge relativ zu den langfristig gesehen hohen Realzinsen und den damit zusammenhängenden Investitionsboom des Jahres 1988 nicht vorher. So betrachtet erscheint der Anstieg der Aktienkurse im Jahr 1988 als folgerichtig und schließt keineswegs aus, daß dem Kurseinbruch auch Besorgnisse über die fundamentalen Wirtschaftsbedingungen zugrunde lagen.

Der japanische Aktienmarkt, an dem die Kurse ihren vor dem Börsenkrach erreichten Höchststand weit hinter sich ließen, schnitt 1988 erheblich besser ab als jeder andere große Markt. Aber trotz der 1988

Sprunghafte Kurssteigerungen am japanischen Aktienmarkt ...

ausgezeichneten Verfassung der japanischen Wirtschaft sind die Faktoren, welche die japanischen Aktienkurse stützten, nicht leicht auszumachen.

Den „fundamentalen“ Wert von Aktien zu ermitteln ist äußerst schwierig, da eine solche Bewertung von Erwartungen bezüglich der zukünftigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und von dem zur Bewertung von solchen Vermögenswerten verwendeten Verfahren abhängt. Zwei einander ergänzende Indikatoren des „wahren“ Wertes sind die Renditendifferenz und das Kurs/Gewinn-Verhältnis.

In den frühen siebziger Jahren vorausgehenden Zeit betrug das Kurs/Gewinn-Verhältnis am japanischen Aktienmarkt gewöhnlich weniger als 20. Im darauffolgenden Jahrzehnt schwankte es im Schnitt zwischen 20 und 30. Wie die vorstehende Grafik zeigt, erhöhte es sich jedoch von Ende 1985 an spektakulär und erreichte vor dem Börsenkrach einen Höchstwert von über 70. Bis zum ersten Quartal 1989 fiel es dann wieder auf rund 60.

Für den beispiellosen Anstieg des Kurs/Gewinn-Verhältnisses japanischer Dividendenwerte nach 1985 gibt es eine Reihe plausibler Erklärungen. Erstens hat sich die langfristige Anleihenrendite seit 1985 von rund 6% auf ca. 4% ermäßigt, was für sich gesehen einen beträchtlichen Anstieg des Kurs/Gewinn-Verhältnisses impliziert. Der nominale Zinsrückgang entsprach jedoch annähernd der Abschwächung des Preisauftriebs. Diese Abschwächung hätte die erwartete Wachstumsrate der Nominalerträge drücken und damit bis zu einem gewissen Grad den positiven Effekt niedriger Zinsen auf die Aktienkurse kompensieren müssen. Zweitens besitzen die japanischen Unternehmen beträchtliches Grundvermögen. Die vorstehende Grafik zeigt, daß die Grundstückspreise in Japan seit 1985 stark angestiegen sind. Dieser Anstieg könnte den Marktwert der Aktiva japanischer Kapitalgesellschaften erheblich erhöht haben, ohne daß die ausgewiesenen Gewinne zunahmen. Als letztes könnte sich in der gegenwärtigen Höhe des Kurs/Gewinn-Verhältnisses die Erwartung widerspiegeln, daß der Reingewinn je Aktie in Zukunft rasch steigen wird.

Ein zusätzlicher Indikator des „wahren“ Werts ist die Differenz zwischen der langfristigen Anleihenrendite und der Dividendenrendite, die zur Differenz zwischen dem erwarteten Anstieg der Dividende je Aktie und einem Risikoaufschlag in Beziehung gesetzt werden kann. Diese Renditendifferenz vergrößerte sich am japanischen Markt 1987 von 2,8% im April auf 4,9% im September, bevor sie dann bis Anfang 1988 wieder auf 3,5% zurückging. Im ersten Quartal 1989 belief sie sich auf rund 4%. Gehen wir, wie es üblicherweise geschieht, von einer positiven Risikoprämie japanischer Aktien gegenüber Staatsanleihen aus, dann impliziert diese Renditendifferenz eine erwartete langfristige jährliche Wachstumsrate der Dividende je Aktie von mindestens 4%. Die erwartete langfristige Zunahme der Unternehmensgewinne je Aktie sollte wiederum nicht unter dieser Rate liegen, insofern nämlich, als die Dividendenausschüttungsquote nicht unbegrenzt steigen kann.

Die Erträge der japanischen Kapitalgesellschaften haben sich zwar seit 1970 im Durchschnitt jährlich um 8,5% erhöht, der Reingewinn je Aktie ist aber nur mit einer Rate von 2,9% gestiegen, da die Ausgabe junger Aktien die steigenden Unternehmensgewinne ständig verwässert hat. Folglich lag die

...dürften nicht mit der Dividenden- und Gewinn-entwicklung in Einklang stehen

Zunahme des Reingewinns je Aktie in den letzten Jahren nur geringfügig über der japanischen Inflationsrate (s. die vorstehende Grafik). Überdies ist die Dividendenausschüttungsquote in den letzten Jahren leicht zurückgegangen. Somit scheint die gegenwärtige Höhe der Renditendifferenz und des Kurs/Gewinn-Verhältnisses in Japan nicht dem langfristigen Trend der Unternehmensgewinne und der Dividenden zu entsprechen. Den Markt scheinen weniger das Dividendenpotential als vielmehr zukünftige Kapitalgewinnerwartungen zu beflügeln.

Regulative Reaktionen auf den Börsenkrach. In den Monaten nach dem Börsenkrach wurden verschiedene Vorschläge zur Änderung der organisatorischen und rechtlich-institutionellen Struktur der Finanzmärkte vorgelegt, mit denen die im Oktober 1987 sichtbar gewordenen Probleme angepackt werden sollten. Nur verhältnismäßig wenige dieser regulativen Änderungen wurden 1988 in die Tat umgesetzt. Vielmehr wurden einige der sehr weitgehenden Empfehlungen, kaum waren sie gemacht, bereits wieder überdeckt. So verwarf in den USA der im Mai 1988 veröffentlichte Interimsbericht der „Presidential Working Group on Financial Markets“ zwei der Hauptempfehlungen des Brady Reports, der im Januar 1988 vorgelegt worden war.

Regulative Reaktionen nach dem Börsenkrach unterschiedlich weitreichend

Mit den vollzogenen Änderungen sollte im allgemeinen versucht werden, die technischen und strukturellen Mängel zu beseitigen, die unter den extremen Verhältnissen vom 19. und 20. Oktober 1987 das reibungslose Funktionieren der Aktienmärkte zu beeinträchtigen schienen. Die Börse in Hongkong ist die einzige, die eine umfassende Reform ihrer organisatorischen und rechtlich-institutionellen Struktur eingeleitet hat. In den Vereinigten Staaten wurden die Handelskapazitäten der Börsen erweitert, das Kapital und die Liquidität der Clearingsysteme für Futures erhöht, um das Erfüllungsrisiko zu verringern, die Eigenkapitalstandards für Marktmacher hinaufgesetzt und zwischen den Kassa- und den Terminmärkten ein System koordinierter „circuit breakers“ installiert, das eine zeitlich aufeinander abgestimmte Einstellung des Börsenhandels ermöglicht. Im Gegensatz hierzu standen in Großbritannien die Änderungen ganz im Zeichen der Reaktion der Marktteilnehmer auf die geschrumpften Umsätze und weniger unter dem Einfluß des Geschehens während des Börsenkrachs (s. unten). Auf internationaler Ebene wurden erste Überlegungen angestellt, wie man die marktübergreifende Koordinierung insbesondere beim Clearing und Saldenausgleich verbessern könne.

Die nicht verwirklichten Empfehlungen gehören zu den kontroverser. Es wurde nichts unternommen, um die Deckungserfordernisse auf den Kassa- und Terminmärkten zu harmonisieren oder die bankaufsichtlichen Zuständigkeiten für diese Märkte in den Vereinigten Staaten neu zu ordnen, wie dies im Brady Report und im Bericht der Securities and Exchange Commission (SEC) gefordert wird. Einige US-Maklerfirmen haben den Programmhandel bei für eigene Rechnung getätigten Geschäften eingeschränkt, und die New York Stock Exchange hat den Zugang zum elektronischen System zur Abwicklung von Börsenaufträgen für eine Versuchsperiode von sechs Monaten erschwert. Es wurde jedoch nicht ernsthaft versucht, den

Programmhandel und insbesondere die Techniken zur Depotabsicherung einzuschränken. Gleichzeitig führte die Börse in Tokio im September einen neuen Aktienindexterminkontrakt ein, während in Deutschland und Frankreich – trotz der negativen Rolle, die die US-Terminmärkte nach einigen Berichten beim Börsenkrach gespielt haben sollen – ähnliche Pläne für 1989 bestehen.

Der Markt für hochverzinsliche Risikoanleihen. Ein weiteres Indiz für die verhältnismäßig geringen Auswirkungen des Kurseinbruchs bei Aktien im Jahr 1987 ist die Tatsache, daß der Markt für hochverzinsliche Risikoanleihen in den Vereinigten Staaten von dem Kurssturz relativ unberührt blieb. Die Rendite derartiger Anleihen erhöhte sich im Oktober 1987 um rund einen Prozentpunkt, doch bis April 1988 hatte sich der durchschnittliche Zinsaufschlag gegenüber US-Schatzpapieren vergleichbarer Laufzeit bereits wieder auf das Niveau vor dem Crash zurückgebildet.

Das sogenannte Junk-bond-Marktsegment ist inzwischen ein etablierter Teil des US-Anleihemarktes geworden. Es besteht aus sogenannten „non-investment-grade bonds“, das sind Anleihen, die für normale Wertpapieranlagen der Banken wegen ihres hohen Bonitätsrisikos nicht in Frage kommen. Auf derartige hochverzinsliche Wertpapiere entfällt inzwischen rund ein Fünftel des in den USA umlaufenden Gesamtvolumens von Unternehmensanleihen.

Der Markt für hochrentierliche Risikoanleihen steht mit der Zunahme der Fremdfinanzierung (Leverage) im Unternehmenssektor der USA im Zusammenhang. Ursprünglich diente dieser Markt hauptsächlich den Finanzierungsbedürfnissen weniger bekannter Unternehmen, doch mit der Zeit entwickelte er sich zu einer bedeutenden Finanzierungsquelle für sogenannte Leveraged Buy-outs (LBO). Auf diese Art von Finanzierungsoperationen war ein Drittel der 1988 begebenen hochverzinslichen Risikoanleihen zurückzuführen. Trotz des Börsenkrachs von 1987 und einiger anderer widriger Einflüsse im Jahr 1988 vermochte dieser Markt seine Liquidität zu bewahren. Der Wert der Neuemissionen belief sich 1988 auf über \$ 30 Mrd. und übertraf damit im dritten aufeinanderfolgenden Jahr 20% des Emissionsvolumens der Unternehmensanleihen.

Die Renditenspanne hochrentierlicher Anleihen und anderer festverzinslicher Wertpapiere variiert je nach den herrschenden Marktkonditionen und der vermeintlichen Bonität des betreffenden Schuldners. Die durchschnittliche Kursvolatilität des hochrentierlichen Marktes war indes mit jener erstklassiger Industrieanleihen vergleichbar. In den letzten zehn Jahren betrug die jährliche Ausfallquote gemessen am Umlaufvolumen im Durchschnitt nur 2,2% bei einer Streubreite von 0,2% bis 6,7%. Obgleich diese Werte die Ausfallquote einzelner Bonds wegen der raschen Zunahme des Bestands im Zeitverlauf unterzeichnen, lag die Gesamtrendite hypothetischer Junk-bond-Portefeuilles, bei der dieser Faktor berücksichtigt ist, beständig über der von Depots mit Standardindustrieanleihen. Allerdings ist der Markt für hochverzinsliche Anleihen in Zeiten eines wirtschaftlichen Abschwungs noch nicht wirklich getestet worden, da er während der letzten Rezession noch sehr viel kleiner war.

Markt für
hochverzinsliche
Risikoanleihen
vom Kurssturz
relativ unberührt

Junk bonds
mittlerweile
ein großes
Marktsegment
bei Unterneh-
mensanleihen

Verschuldungsgrad und Finanzierung von Wirtschaftsunternehmen

Im Dezember letzten Jahres wurde der Tabak- und Nahrungsmittelkonzern RJR-Nabisco von einer Finanzgruppe für den bisher unvorstellbaren Betrag von US-\$ 25 Mrd. erworben und in eine Gesellschaft ohne öffentlich gehandelte Anteile überführt. Nicht weniger als vier Fünftel der Finanzierung dieses LBO erfolgte durch Aufnahme von Fremdkapital, etwa 70% davon bei Banken. Diese Transaktion bildete den Höhepunkt der seit Anfang der achtziger Jahre in den USA registrierten Welle von Fusionen und Unternehmensübernahmen, zu der die LBO in wachsendem Maße beigetragen haben. Sie war auch das auffallendste Beispiel für den zunehmenden Grad der Verschuldung nichtfinanzieller US-Gesellschaften im gleichen Zeitraum. Sie lenkte den Blick auf die möglichen Folgen dieser Entwicklung in Gestalt erhöhter finanzieller Anfälligkeit, geringerer Effizienz und Wettbewerbsfähigkeit von Kapitalgesellschaften und auf die Frage, ob ein Reagieren des Staates wünschenswert sei.

Nur in den USA
steigender
Verschuldungs-
grad ...

... aber im
internationalen
Vergleich immer
noch niedrig

Wie aus der untenstehenden Tabelle hervorgeht, hat sich die Verschuldung der Wirtschaftsunternehmen in den USA – gemessen an einem allgemein gebräuchlichen Verschuldungskoeffizienten (Verhältnis von Fremdkapital zu Gesamtvermögen zum Buchwert) – seit Anfang der achtziger Jahre in der Tat beträchtlich erhöht. Mag sich die gegenwärtige Verhältniszahl auch nicht sehr von der von Anfang der siebziger Jahre unterscheiden, so verlief der jüngste Aufwärtstrend doch besonders steil und weist wenig Anzeichen einer Abschwächung auf. Im übrigen ist dieser Trend von allen ausgewählten Ländern nur in den USA festzustellen.

Gleichzeitig jedoch scheint der Verschuldungsgrad der Unternehmen in den USA gemessen am internationalen Standard vergleichsweise niedrig und eher jenem in Kanada und Großbritannien als der deutlich höheren Verschuldungsrelation in den übrigen Ländern der Siebenergruppe zu entsprechen. Gewiß mögen unterschiedliche Erhebungsverfahren und

Verhältnis Bruttoverbindlichkeiten zu Gesamtvermögen,
Buchwerte

Land	1970	1975	1980	1985	1986	1987
Niedriger Verschuldungsgrad						
USA ¹	0,49	0,45	0,44	0,48	0,50	0,51
Großbritannien ¹	0,53	0,54	0,53	0,53	0,53	n.v.
Kanada ²	0,54	0,61	0,59	0,58	0,57	0,57
Hoher Verschuldungsgrad						
Japan ²	0,85	0,85	0,84	0,81	0,81	n.v.
Deutschland (BR) ²	0,65	0,65	0,66 ³	0,63	0,62	0,60 ³
Frankreich ²	0,66	0,70	0,69 ³	0,71	0,67	n.v.
Italien ⁴	0,66	0,68	0,65	0,68 ⁵	n.v.	n.v.

¹ Wirtschaftsunternehmen, konsolidiert oder teilweise konsolidiert. ² Private Wirtschaftsunternehmen, teilweise konsolidiert oder nicht konsolidiert. ³ Bruch in der Reihe. ⁴ Große Unternehmen der verarbeitenden Industrie, nicht konsolidiert. ⁵ 1983.

Quellen: OECD Financial Statistics und Finanzierungsrechnung der einzelnen Länder.

Bilanzierungsgrundsätze teilweise für einige der festgestellten Unterschiede verantwortlich sein, doch ist zu bezweifeln, daß dadurch der grundlegende Eindruck verfälscht wird.

Die These von der Besonderheit der Entwicklung in den USA bestätigt sich weitgehend, wenn man das Eigenkapital zu Markt- statt zu Buchwerten mißt (s. folgende Tabelle). In diesem Fall scheint die Verschuldung der US-Unternehmen in den achtziger Jahren im großen und ganzen stabil geblieben zu sein, wohingegen in den übrigen Ländern und namentlich in Japan der Verschuldungsgrad tendenziell gesunken ist. Die unterschiedlichen Ergebnisse der Schätzung – je nachdem, ob man den Markt- oder den Buchwert

Verhältnis Bruttoverbindlichkeiten zu Gesamtvermögen, Marktwerte ¹						
Land	1970	1975	1980	1985	1986	1987
Niedriger Verschuldungsgrad						
USA	0,45	0,52	0,50	0,50	0,49	0,51
Großbritannien	0,51	0,64	0,63	0,52	0,48	0,48
Kanada	0,50	0,58	0,54	0,47	0,45	0,45
Hoher Verschuldungsgrad						
Japan	0,86	0,83	0,84	0,73 ²	0,63	0,59
Deutschland (BR)	0,72	0,76	0,81	0,71	0,70	0,77

¹ Private Wirtschaftsunternehmen (Deutschland: sämtliche Produktionsunternehmen), wobei das Gesamtvermögen als Summe der Bruttoverbindlichkeiten und des Eigenkapitals zum Marktwert errechnet wurde. ² Bruch in der Reihe.

Quellen: Finanzierungsrechnung der einzelnen Länder und Schätzungen der BIZ.

zugrunde legt – sind in der Hauptsache Ausdruck der allgemeinen Wertsteigerungen an den Aktienmärkten seit 1982. Die Zahlen bestätigen den grundlegenden Unterschied zwischen Ländern mit relativ niedrigem Verschuldungsgrad der Wirtschaft wie den USA, Kanada und Großbritannien, und den übrigen Ländern.

Die Faktoren, die zu den unterschiedlichen Verschuldungsverhältnissen in den beiden Ländergruppen beitragen, haben erhebliche Aufmerksamkeit auf sich gezogen. Man kann auf die verhältnismäßig frühe Entwicklung der Aktienmärkte in der niedrig verschuldeten Gruppe hinweisen, während in den anderen Ländern institutionelle Hemmnisse deren Entwicklung verzögerten. Allerdings scheint die Bedeutung des Aktienmarktes als Finanzierungsquelle zumindest seit den frühen sechziger Jahren in den Vereinigten Staaten und wohl auch in Großbritannien geringer gewesen zu sein als in einigen Ländern mit hohem Verschuldungsgrad der Unternehmen, was vermuten läßt, daß die Innenfinanzierung mittels einbehaltener Gewinne relativ an Bedeutung gewann. Ebenso könnten strukturelle Unterschiede in der Besteuerung von Kapitalgesellschaften und Privatpersonen eine mögliche Erklärung liefern. Während man jedoch auf Situationen treffen kann, in denen steuerliche Überlegungen Finanzierungsentscheidungen auf Unternehmensebene erheblich beeinflußt haben, scheinen diese auf Sektorebene kein primärer Bestimmungsfaktor für die länderweisen Unterschiede im Verschuldungsgrad gewesen zu sein. Zumindest auf der Basis repräsentativer Körperschafts- und

Steuern und Fremdfinanzierung 1985						
Land	Ertragsrelation nach Steuern ¹		Rang der Steuervorteile bei Fremdfinanzierung relativ zu:		Rang eines hohen Fremdmittel-einsatzes ²	
	Dividenden/Zinsen	Kapitalgewinne/Zinsen	Ausgabe neuer Aktien	Einbehaltene Gewinne		
Niedriger Verschuldungsgrad						
USA	0,54	0,76	2	5	7	
Großbritannien	0,68	0,72	6	4	6	
Kanada	0,66	0,67	5	2	5	
Hoher Verschuldungsgrad						
Japan	0,49	0,63	1	1	1	
Deutschland (BR)	1,00	0,82	7	6	4	
Frankreich	0,66	0,93	4	7	2	
Italien	0,61	0,71	3	3	3	

¹ Verhältnis des Ertrags aus Aktien (Dividenden oder Kapitalgewinne) zu dem aus Schuldtiteln (Zinsen) eines typischen Anlegers in ein Unternehmen nach Zahlung von Körperschafts- und Einkommenssteuern. Ein Wert unter 1 gibt an, daß Fremdfinanzierung der Eigenfinanzierung in Form der Ausgabe neuer Aktien (Dividenden) oder einbehaltener Gewinne (Kapitalgewinne) vorgezogen wird. Die Relationen wurden anhand repräsentativer Steuersätze geschätzt. Die Steuersätze für Kapitalgewinne sind um den Aufschub der Realisierung solcher Gewinne bereinigt. Die Schätzungen sollten vorsichtig interpretiert werden, da in ihnen weder Arbitragemöglichkeiten noch verschiedene Steuerformen berücksichtigt sind, welche die Entscheidungen über den Grad des Fremdmitteleinsatzes direkt oder indirekt beeinflussen können (z.B. Steuern auf das Eigenkapital und Börsenumsatzsteuern). ² Buchwerte (s. die Tabelle auf S. 95).

Quelle: Schätzungen der BIZ.

Einkommenssteuersätze scheint ein relativ geringer Zusammenhang zwischen der Rangordnung der betrachteten Länder in bezug auf die steuerlichen Vorteile der Fremdfinanzierung gegenüber der Eigenfinanzierung und in bezug auf den festgestellten Verschuldungsgrad der Unternehmen dieser Länder zu bestehen (s. die obenstehende Tabelle). Eine weitere mögliche Erklärung könnte sein, daß in den Ländern mit hohem Verschuldungsgrad der Unternehmen das Wirtschaftswachstum in der Nachkriegszeit relativ stärker war, was einen höheren Investitionsbedarf bei institutionellen Erschwernissen für die Aufnahme von Risikokapital einschloß.

Wie einleuchtend die soeben erwähnten Bestimmungsfaktoren auch sein mögen, sie können nicht erklären, wieso die Unternehmen in Ländern mit einem vergleichsweise hohen Fremdmitteleinsatz in der Lage sind, erheblich höhere Schuldenlasten zu tragen. Aufschluß geben könnte eine Reihe struktureller Besonderheiten in diesen Ländern, die weitgehend mit der Art der Beziehung zwischen Anleger und Unternehmen zu tun haben. Drei solche Besonderheiten sind: das gleichzeitige Halten von Schuldtiteln und Aktien, die geringere Aufsplittung des Aktienbesitzes und der Schuldtitelbestände sowie staatliche Maßnahmen.

In Deutschland und Japan halten die Banken traditionsgemäß erhebliche Anteile an Aktien nichtfinanzierter Unternehmen (s. umstehende Tabelle). In Japan besitzen sie rund ein Fünftel aller Aktien. In Deutschland sind es nur annähernd 10%, doch kontrollieren die Banken aufgrund des Systems der

Einige Faktoren begünstigten Möglichkeit hoher Fremdfinanzierung:

gleichzeitiger Besitz von Aktien und Fremdkapitalforderungen

Indikatoren zur Kapitalstruktur 1985							
Position	Land mit Unternehmen geringer Fremdfinanzierung			Land mit Unternehmen hoher Fremdfinanzierung			
	USA	Großbritannien	Kanada	Japan	Deutschland (BR)	Frankreich	Italien
	Prozent						
Zusammensetzung der Fremdfinanzierung der Unternehmen: ¹							
Inlandsbanken	32	62	40	53	73	58	56
Sonstige inländische Finanzinstitutionen	9	6	21	38	5	18	29
Schuldverschreibungen	56	19	32	8	4	15	7
Sonstige ²	4	13	6	2	17	10	7
Aktienkapital ³ gehalten von:							
Nichtfinanziellen Unternehmen	— ⁴	10	1	30	43	41	66
Banken ⁵	0	0	4	17	8	4	3 ⁶
Anderen Finanzinstitutionen	28	52	21	22	9	8	3
Privaten Haushalten	67	24	69	23	18	24	13
Staat	—	5	2	0	9	10	9
Sonstigen ²	4	10	4	7	13	13	5
Nachrichtlich:							
Aktienmarkt-kapitalisierung (in Prozent des BIP) ⁷	49	64	43	57	24	13	13

¹ Kreditmarktfinanzierung, ohne Handelskredite. ² Hauptsächlich Gebietsfremde. ³ Finanzielle und nicht-finanzielle Unternehmen; Japan: Finanzjahr. ⁴ Konsolidiert. ⁵ Großbritannien: Finanzsektor. ⁶ Nur Aktien von Finanzgesellschaften. ⁷ Gegenseitige Kapitalverflechtungen überzeichnen die Börsenkapitalisierung.

Quellen: Finanzierungsrechnung der einzelnen Länder, Tokioter Aktienbörse, Morgan Stanley International und Schätzungen der BIZ.

Bevollmächtigung zur Stimmabgabe in Hauptversammlungen effektiv einen beträchtlich höheren Anteil des Kapitals. Darüber hinaus wird in beiden Ländern der Einfluß der Banken noch dadurch verstärkt, daß rund ein Drittel (Japan) bis zwei Fünftel (Deutschland) der Aktien im Sektor der Wirtschaftsunternehmen selbst gehalten wird. Die Banken sind auch in Aufsichtsräten vertreten. Dieser Umstand erleichtert nicht nur die Überwachung der Geschäftsführung und der Unternehmensstrategie, sondern er vermindert für die Kreditinstitute auch den Anreiz, in Zeiten finanzieller Anspannung den Konkurs und die Liquidation zu erzwingen. Damit schaffen sie Voraussetzungen, die einen hohen Fremdmitteleinsatz eher begünstigen.

Die Konzentration des Aktienkapitals und besonders des Fremdkapitals in den Händen einer relativ kleinen Zahl von Anlegern mag dadurch, daß sie finanzielle Krisen lösen hilft, einen hohen Fremdmitteleinsatz begünstigen. Eine solche Konzentration schränkt die Möglichkeit des Trittbrettfahrens eher

Konzentration von Aktien- und Fremdkapital

ein, d.h. von der Lösung einer Krise zu profitieren, ohne einen entsprechenden Teil der Kosten zu tragen. Sie mag es für die Rechtsinhaber weniger attraktiv machen, (als Gläubiger) den Konkurs zu erzwingen oder (als Aktionär) die Zufuhr neuer Eigenmittel zu verweigern. Die Konzentration von Forderungen auf wenige Gläubiger kann darüber hinaus längerfristige Beziehungen zwischen Schuldner und Geldgeber begünstigen, was mittels Förderung des Informationsflusses dazu führen kann, daß ein Kreditinstitut eine tolerantere Haltung gegenüber einem hohen Einsatz der Fremdfinanzierung einnimmt.

Eine Reihe von Indikatoren lassen in der Tat auf eine stärkere Konzentration der Aktienbestände in Ländern mit Unternehmen hoher Fremdfinanzierung im Vergleich zu Ländern mit Unternehmen geringen Fremdmitteleinsatzes schließen (s. die gegenüberstehende Tabelle). In den „high-leverage countries“ halten die nichtfinanziellen Unternehmen einen großen Teil des gesamten Aktienbestands, so daß feindliche Übernahmen äußerst selten sind. In Ländern mit niedrigem Verschuldungsgrad der Unternehmen besitzen hingegen die privaten Haushalte umfangreiche Aktiendepots, und selbst die institutionellen Anleger bevorzugen die Diversifizierung anstelle des Erwerbs von Kontrollmehrheiten. Bei der Fremdfinanzierung ist die begrenzte Inanspruchnahme des Wertpapiermarktes verglichen mit der Aufnahme von Bankkrediten in Ländern mit hoher Unternehmens-Fremdfinanzierungsquote bezeichnend für eine geringere Aufsplittung der Schuldtitel und die vergleichsweise größere Bedeutung längerfristiger Beziehungen zwischen Gesellschaft und Gläubiger.

Statistische Ergebnisse in Japan lassen auf eine besonders hohe Konzentration bei Forderungen schließen, wobei die Hausbank einer typischen Gruppe nichtfinanzieller Unternehmen (Keiretsu) heutzutage zwischen einem Fünftel und einem Drittel der Fremdfinanzierung der Gruppe zur Verfügung stellt; allerdings lag der Anteil in den sechziger Jahren noch erheblich höher. Bemerkenswert ist auch, daß in Japan die in letzter Zeit teilweise im Gefolge der Deregulierung stärkere Beanspruchung der Wertpapiermärkte weitgehend mittels Ausgabe hybrider Wertpapiere (Wandel- und Optionsanleihen) geschieht und mit einer Verringerung des Verschuldungsgrads einhergeht. Ähnlich war in einigen Ländern, namentlich in Deutschland und Italien, in den achtziger Jahren allgemein eine Stärkung der Eigenkapitalbasis der Unternehmen im Gleichschritt mit einer Lockerung der Beziehungen zu den Kreditinstituten festzustellen.

In wenigstens drei der vier ausgewählten Länder mit stark fremdfinanzierten Unternehmen (Italien, Frankreich und Japan) scheinen staatliche Maßnahmen ein bedeutender zusätzlicher Faktor für die höhere Verschuldungskapazität gewesen zu sein. Die Regierung hat sich der Kreditinstitute (besonders der auf langfristige Ausleihungen spezialisierten) bei zahlreichen Formen von Finanzhilfen an die Industrie wie subventionierten Krediten und/oder staatlichen Garantien bedient. Der Staat spielt auch eine aktive Rolle als Eigentümer oder Miteigentümer von Unternehmen finanziellen und nichtfinanziellen Charakters (Italien und Frankreich) und verfolgt damit übergeordnete öffentliche Zielsetzungen, was mitunter Verlustübernahmen möglich gemacht hat.

Wenig deutet darauf hin, daß die zunehmende Verschuldung von US-Unternehmen mit einer Annäherung an jene Merkmale der „high-leverage countries“ einherging, die auf eine größere Verschuldungskapazität schließen lassen. In den achtziger Jahren war keine Verlagerung der Finanzierung vom Kapitalmarkt zu den Kreditinstituten festzustellen. Zwischen 1982 und 1988 erhöhte sich der Anteil der Wertpapiere an der gesamten Kreditmarktverschuldung der Unternehmen leicht von 54% auf 56%, wobei ein zunehmender Prozentsatz auf hochverzinsliche Anleihen entfiel. Es sind nämlich die in Ländern mit relativ hochverschuldeten Unternehmen seltenen fremdfinanzierten Fusionen und Unternehmensübernahmen, welche die Verschuldung in den USA haben ansteigen lassen. Vorläufigen Schätzungen zufolge mag die Zunahme der Kreditmarktverbindlichkeiten der US-Unternehmen zwischen 1982 und 1988 zu rund der Hälfte das Ergebnis von Fusionen und Unternehmensaufkäufen und vielleicht zu mehr als einem Zehntel allein auf Leveraged Buy-outs zurückzuführen gewesen sein. Der Rückkauf eigener Aktien, häufig als Reaktion auf eine drohende Übernahme, hat ebenfalls eine wichtige Rolle gespielt.

Gleichzeitig lassen sich auch in den Vereinigten Staaten in der Beziehung zwischen Investor und Unternehmen einige Merkmale ausmachen, die die Verschuldungskapazität stärken. Es überrascht nicht, daß sie bei den mit höchstem Fremdmitteleinsatz getätigten Transaktionen wie LBO zu finden sind, bei denen sich nach der Abwicklung des Geschäfts das Verhältnis der Fremdfinanzierung zum Gesamtvermögen typischerweise auf 80–95% beläuft. Das Eigenkapital des Unternehmens ist nach der Transaktion fest in den Händen einer relativ kleinen Zahl von Anlegern. Einige Institutionen sollen zudem Schuldtitle und Eigenkapital oder in Eigenkapital wandelbare Forderungen gleichzeitig halten, doch gibt es hierüber keine präzisen Statistiken. Die Praktik, Teile des ursprünglichen Kredits zu verkaufen, um dadurch das Engagement der ursprünglich involvierten Bank zu verringern (sekundäre Beteiligung), sichert zwar die Banken ab, führt freilich de facto zu einer Aufsplittung der Forderungen der Gläubiger, was bei einer finanziellen Anspannung des Unternehmens einer schnellen Lösung des Problems nicht gerade förderlich sein dürfte.

Die Entschärfung der in Leverage-Strukturen enthaltenen Risiken stützt sich teilweise auf neue Finanzinstrumente und auf die Urteilsfähigkeit der Unternehmensleitungen und der Finanzpraktiker. Das Zinsrisiko kann durch vermehrten Einsatz finanzieller Neuerungen wie Swaps, vereinbarter Zinsobergrenzen, Terminkontrakte und Optionen gemildert werden. Speziell bei LBO ist die Absicherung eines Teils des Zinsänderungsrisikos üblich und wird häufig von den Banken als Voraussetzung für die Vergabe eines Kredits verlangt. Cash-flow-Risiken, die bei einer Rezession entstehen, können ebenfalls geringer sein, als die aggregierten Verschuldungszahlen nahelegen, da die Zunahme der Fremdfinanzierung und des Verschuldungsgrads in von konjunkturellen Schwankungen weniger betroffenen Sektoren wie dem Bereich kurzlebiger Konsumgüter größer war als andernorts. Rund 60% der LBO fanden dem Vernehmen nach in solchen Wirtschaftssektoren statt, namentlich in der Nahrungsmittel- und Tabakindustrie und im Einzelhandel,

Keiner dieser Faktoren in den USA von Bedeutung ...

... aber andere Faktoren entschärfen die Risiken

Berechtigte
Sorgen über
Verwundbarkeit
im Falle einer
Rezession

denn eines der wichtigsten Merkmale der Unternehmen, die Ziel einer LBO-Übernahme sind, ist ein stabiler Cash flow.

Letztlich hängt die Zunahme der Verschuldungsfähigkeit besonders bei stark fremdfinanzierten Transaktionen weitgehend davon ab, inwieweit die neuen Strukturen einer höheren Rentabilität zuträglich sind. Der mit einer höheren Verschuldung verbundene Strom vertraglicher Zahlungen könnte die Unternehmensleitungen daran hindern, nicht gewinnorientierte Ziele zu verfolgen, indem er sie dazu zwingt, Vermögensteile abzustossen, die im Rahmen eines anderen Verwendungszwecks wertvoller sind oder dazu führen, daß das Unternehmen von den Kapitalmärkten stärker unter die Lupe genommen wird, wenn es Finanzierungsmittel benötigt. Das Management, das als Folge eines von ihm eingeleiteten LBO (rund ein Fünftel aller LBO) einen höheren Anteil am Unternehmen hält, könnte dadurch auch empfänglicher für Gewinnüberlegungen sein und Nutzen aus seinem besseren Wissen über den potentiellen Wert des Unternehmens ziehen. Allerdings läßt sich der Einfluß hoher Fremdfinanzierung auf die Rentabilität noch nicht eindeutig und endgültig bestimmen. Die bisherigen Befunde fallen nicht so aus, daß sie die Bedenken zerstreuen, die in bezug auf die Überlebensfähigkeit von Gesellschaften bestehen, die durch eine Transaktion mit hohem Leverage neu strukturiert wurden, wenn das wirtschaftliche Umfeld sich verschlechtert. So gesehen ist die Herabstufung der Bonität einer beispiellos hohen Zahl von Unternehmen in einer Phase relativ kräftigen Wirtschaftswachstums nicht gerade ermutigend.

Der gestiegene Verschuldungsgrad von Wirtschaftsunternehmen wirft grundsätzliche Fragen auf, die sowohl die Unternehmen als auch das Finanzsystem betreffen. Auf der unternehmerischen Ebene scheint es angezeigt zu sein, sofern man eine risikoreichere Kapitalstruktur als unerwünscht ansieht, daß man auf längere Sicht von einem Steuersystem abgeht, welches die Fremdfinanzierung subventioniert, und sich für eines entscheidet, das eine neutralere Haltung gegenüber den gegebenen Finanzierungsmöglichkeiten einnimmt.

Auf der Ebene des Finanzsystems bereitet das Risikoengagement des US-Bankensystems die größten Sorgen. Schätzungen zufolge waren Ende Juni 1988 rund 10% der ausstehenden Kredite an Industrie, Handel und Gewerbe LBO-bezogen. Klammt man Zwischenfinanzierungen aus, beträgt die Laufzeit von LBO-Krediten gewöhnlich vier bis neun Jahre, wobei jedoch unklar ist, wie hoch letztlich der Anteil der US-Banken an diesen längerfristigen Ausleihungen im Vergleich zu dem ausländischer Banken ist. Gewiß, Äußerungen, daß sich eine Schuldenkrise ähnlich derjenigen der Entwicklungsländer wiederholen könnte, sind nicht zuletzt deshalb irreführend, weil die Geschäftspolitik der Schuldner stärker überwacht werden kann und die Banken Sicherheiten verlangen. Gleichzeitig jedoch scheint angesichts der Neuheit und Komplexität der mit diesen Geschäften verbundenen finanziellen Vereinbarungen und der Tatsache, daß sie unter ungünstigen wirtschaftlichen Bedingungen noch nicht getestet wurden, eine genaue behördliche Aufsicht das Gebotene zu sein. Die Aufsichtsorgane haben bereits einige Schritte in diese Richtung unternommen, indem sie vor allem die Überwachung intensiviert haben.

Wirtschafts-
politisch relevante Punkte

Außerhalb der Vereinigten Staaten sind Übernahmen mit hohem Fremdmittel-einsatz nicht sehr weit verbreitet. Die einzige Ausnahme bildet mit Ein-schränkung Großbritannien, wo Zahl und Größe von LBO zugenommen haben, aber in keinem Verhältnis zu den Transaktionen in den Vereinigten Staaten stehen. Im Jahr 1988 sind schätzungsweise mehr als 300 LBO mit einem Finanzie-rungsvolumen von nicht viel mehr als US-\$ 5 Mrd. abgewickelt worden. Aller-dings hat die Beteiligung ausländischer Banken an amerikanischen LBO sowie die Größe der Geschäfte zugenommen. Besonders die japanischen Banken sind in jüngster Zeit recht aktiv geworden und sollen rund 45% der Bankfinanzierung für die bisher größte LBO-Transaktion übernommen haben.

Relevanz außerhalb der USA

Auch der europäische Kontinent wurde von einer Welle von Unterneh-menstrukturierungen erfaßt, wenngleich Transaktionen mit in Relation zum Eigenkapital hohem Fremdmittelleinsatz selten waren. Anders als in den USA waren diese Transaktionen in der Hauptsache von längerfristigen, strategischen Überlegungen bestimmt, führten zumeist zur Bildung größerer Firmengruppen, haben häufig die Konzentration in zersplitterten Wirtschafts-zweigen gefördert und wurden in der Regel freundschaftlich ausgehandelt. Der bestehende hohe Verschuldungsgrad, der einer weiteren Erhöhung Grenzen setzt, die zahlreichen regulativen und institutionellen Schranken gegen unfreundliche – besonders internationale – Akquisitionen und wo-möglich die Aussicht auf einen europäischen Binnenmarkt mit Ablauf des Jahres 1992 waren die Hauptantriebskräfte in diesem Prozeß. Die Perspek-tiven mit Blick auf 1992 werden der Restrukturierungswelle wohl weitere Dynamik verleihen. Sie haben auch das Bewußtsein dafür geschärft, daß die administrativen und rechtlichen Bestimmungen für Übernahmen, besonders für jene, die das gegenwärtige Management ablehnt, stärker vereinheitlicht werden müssen.

Regelung der Finanzstruktur der Banken

Der Ausschuß für Bankenbestimmungen und -überwachung der Zehnergrup-penländer und Luxemburgs („Basle Supervisors' Committee“) einigte sich im Juli 1988 auf ein Konzept zur internationalen Konvergenz der Eigenkapital-messung und Eigenkapitalanforderungen bei den Banken (im folgenden Kon-vergenzvereinbarung genannt). Die Anfänge dieser Vereinbarung lassen sich bis in die frühen achtziger Jahre zurückverfolgen, als die Bankenaufsichtsbe-hörden mehrerer Zehnergruppenländer es mit einer beträchtlichen Ver-schlechterung der Qualität von Bankkrediten an Entwicklungsländer und mit einer rasch fortschreitenden Liberalisierung im Finanzbereich, die den Wett-bewerb unter Banken tendenziell verschärfte und deren Handlungsspielraum für risikoreiche Engagements vergrößerte, zu tun bekamen. Gleichzeitig wiesen die Banken in einigen Ländern ein historisch gesehen sehr hohes Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital auf. Infolgedessen gelangte die Banken-aufsicht zu der Überzeugung, daß die Kreditinstitute durch eine Anhebung der Eigenkapitalanforderungen gestärkt werden müßten.

Neue internationale Verein-barung über Eigenkapital-anforderungen der Banken

Erste Bemühungen in dieser Richtung basierten auf einfachen Relationen zwischen Fremd- und Eigenkapital in einigen Ländern und auf Verhältniszahlen

für bilanzwirksame Risikoaktiva in anderen und waren in gewisser Weise erfolgreich. Es wurde jedoch bald deutlich, daß weitere Fortschritte ein ausgefeilteres System zur Messung der Kapitalausstattung und eine intensivere Koordinierung der Tätigkeit der Bankenaufsicht in den einzelnen Ländern erfordern würde. Das ausgefeilte Meßsystem wurde benötigt, um der Tendenz vorzubeugen, daß strengere Eigenkapitalnormen die Anlagepräferenzen der Banken negativ beeinflussen. Beispielsweise stellte sich heraus, daß die Verwendung einer einfachen Relation von Fremd- zu Eigenkapital die Banken davon abhielt, liquide Aktiva mit geringem Risiko zu halten, während auf einzelne Bilanzpositionen bezogene Verhältniszahlen sie ermunterten, herkömmliche Aktiva durch nicht bilanzwirksame Engagements zu ersetzen. Es bedurfte einer intensiveren internationalen Koordinierung, um zu verhindern, daß unterschiedliche nationale Eigenkapitaldefinitionen und -anforderungen die ungleichen Wettbewerbsbedingungen zwischen Banken verschiedener Länder im Zuge der Anhebung der Anforderungen verstärken.

Mit der Konvergenzvereinbarung wollte man diesen Anforderungen genügen, indem man ein einheitliches Konzept für die Länder der Zehnergruppe zur Berechnung des Eigenkapitals einer Bank schuf und Mindestanforderungen für dessen Angemessenheit in Relation zum Kreditengagement der Banken formulierte.

Bei der Definition des Eigenkapitals einer Bank wird in der Vereinbarung eine wichtige Unterscheidung zwischen dem „Kernkapital“, das das Aktienkapital und die offen ausgewiesenen Reserven umfaßt und mindestens die Hälfte des gesamten anerkannten Eigenkapitals der Bank ausmachen muß, und dem „ergänzenden Eigenkapital“ unterschieden, das andere Arten von Reserven und verschiedene Finanzierungsinstrumente enthält. Dem Kernkapital wird besondere Bedeutung zugemessen, da es überall als das Kapital mit der höchsten Qualität anerkannt wird, denn es ist eine bekannte und relativ stabile nominale Größe und kann Verluste bei Fortführung des Geschäftsbetriebs der Bank auffangen. Der relative Beitrag des Kernkapitals zur gesamten Refinanzierungsbasis einer Bank ist eine Schlüsselvariable, welche die Entscheidungen ihrer Aktionäre beeinflußt, namentlich deren Präferenzen bei der Abwägung zwischen Anlagerisiko und Ertrag.

Das Kreditengagement einer Bank wird in der Konvergenzvereinbarung durch eine Gewichtung und Addierung verschiedener breiter Kategorien von Aktiva und nicht bilanzwirksamer Positionen ermittelt. Die Gewichte, von denen die meisten in der Vereinbarung festgelegt sind, werden nach Maßgabe des vermeintlichen Kreditrisikos der einzelnen Anlagekategorien gewählt. Die Angemessenheit der Kapitalausstattung der Bank wird schließlich anhand des Verhältnisses ihres anerkannten Eigenkapitals zu ihrem gesamten, risikogewichteten Kreditengagement beurteilt. Die Konvergenzvereinbarung sieht eine Übergangszeit vor, während der Mindestwerte dieser Relation als Zwischenstandard erreicht werden müssen, bis Ende 1992 die Zielquote von 8% verwirklicht ist.

Die Empfehlungen der Konvergenzvereinbarungen gelten nur für international tätige Banken der Zehnergruppe und Luxemburgs. Parallele Beschlüsse zahlreicher nationaler Aufsichtsbehörden werden jedoch in der Praxis darauf

Eigenkapital
im engeren Sinn
besondere
Bedeutung
zugemessen

Aktiva nach dem
Risiko gewichtet

hinauslaufen, daß die Grundprinzipien in zahlreichen Ländern außerhalb der Zehnergruppe angewandt werden. Die Vereinigten Staaten und die Länder der Europäischen Gemeinschaft beabsichtigen, die Grundsätze der Vereinbarung auf alle Banken anzuwenden. In Japan werden die Empfehlungen der Vereinbarung nur für fünfunddreißig Banken mit ausländischen Niederlassungen verbindlich sein, während die übrigen Banken, darunter die meisten „regionalen“ Institute, die Alternative haben, sich den geltenden inländischen Vorschriften über die Eigenkapitalausstattung zu unterwerfen.

Weitverbreitete Anwendung der Grundprinzipien

Derzeit ist in der Konvergenzvereinbarung nur die Angemessenheit der Kapitalausstattung der Banken in Relation zum Kreditrisiko und nicht zu verschiedenen Formen des Marktrisikos wie Zinsänderungs- oder Fremdwährungsrisiko geregelt. Anzumerken ist auch, daß die Berechnung des Eigenkapitals aus praktischen Gründen vornehmlich auf dem Buchwert der Forderungen und Verbindlichkeiten beruht. Die eventuelle Einbeziehung eines Teils der nicht realisierten Bewertungsgewinne bei Beteiligungskapital in das ergänzende Eigenkapital bedeutet allerdings, daß Schwankungen des Marktwerts von Aktiva mitunter die Höhe des anerkannten Eigenkapitals der Banken in erheblichem Maße beeinflussen können.

Nur Kreditrisiko geregelt

Der Ausschuß veröffentlichte seine Vorschläge zum Eigenkapital der Banken erstmals im Dezember 1987, doch Bestrebungen, zu einer internationalen Vereinbarung über die angemessene Ausstattung mit Risikokapital zu gelangen, hatten schon lange vorher bestanden. Deshalb kann man bereits jetzt, obwohl die nationalen Aufsichtsbehörden erst kürzlich mit der Umsetzung der Konvergenzvereinbarung begonnen haben, einige konkrete Folgen ihres Vorgehens ausmachen. So wurde es den japanischen Banken 1987 gestattet, ihr Eigenkapital durch Ausgabe von inländischen Wandelschuldverschreibungen zu erhöhen. Japan und Frankreich erleichterten ihren Banken die Verbriefung bestimmter Arten von Aktiva, während in den Vereinigten Staaten die Ausgabe von durch Vermögenswerte besicherten Wertpapieren 1988 um mehr als 50% auf \$ 15,3 Mrd. zunahm. Berichten zufolge sind die japanischen Banken dabei, das System von Deckungsguthaben schrittweise aufzuheben; sie leiten einen größeren Teil ihrer Mittel in im Sinne der Konvergenzvereinbarung risikofreier Staatsanleihen und nutzen vermehrt die Möglichkeit der Inanspruchnahme von Staatsgarantien.

Einige konkrete Folgen bereits auszumachen

Zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der Konvergenzvereinbarung wurden verschiedene Schätzungen unternommen, um festzustellen, wieviel an neuem Kernkapital die Banken in den einzelnen Ländern benötigen werden, um die Zielquote für das gesamte Eigenkapital von 8% zu erreichen. Schätzungen dieser Art orientieren sich stark an Annahmen über das zukünftige Bilanzwachstum und die künftigen Verlustrückstellungen. In den USA dürften demnach die meisten kleinen Banken und die „super-regionals“ mit Leichtigkeit den Mindeststandard von 8% erreichen, und dies gilt auch für mehrere der großen Geschäftsbanken. Für die etwa zwölf größten US-Banken wurde der Gesamtbedarf an Kernkapital je nach Schätzung auf \$ 5–15 Mrd. veranschlagt. Für die fünfunddreißig international tätigen japanischen Banken geht man von einem zusammengefaßten Bedarf zwischen Yen 6 000 Mrd. und Yen 8 000 Mrd. (etwa \$ 45–60 Mrd.) aus. Ein Betrag dieser Größenordnung

Schätzungen des zusätzlichen Kapitalbedarfs

scheint angesichts der festen Verfassung des japanischen Aktienmarktes und der Tatsache, daß die japanischen Banken an ihrem Heimatmarkt scheinbar höher bewertet werden als Banken in einigen anderen Ländern, erreichbar zu sein. In den zwölf Monaten bis März 1989 vermochten japanische Großbanken neues Aktienkapital und Wandelschuldverschreibungen in Höhe von insgesamt Yen 3 700 Mrd. aufzunehmen. Bei den Großbanken in Großbritannien, Deutschland und der Schweiz geht man ebenfalls davon aus, daß sie die Quote von 8% ohne Schwierigkeiten erreichen werden. Einige im Staatsbesitz befindliche Banken in Frankreich könnten hingegen aufgrund ihres beschränkten Zugangs zu neuem privaten Eigenkapital Schwierigkeiten haben, die benötigten zusätzlichen Eigenmittel aufzubringen.

Wie die Banken gestärkt werden sollten

Höhere Eigenkapitalstandards sollen die einzelnen Banken in zweierlei Hinsicht stärken. Einmal soll das Polster vergrößert werden, das die Gläubiger der Bank vor Verlusten schützt, gleichgültig ob die Bank die Geschäfte fortführt oder in Konkurs geht. Zudem sollen risikoreiche Anlagen für die Aktionäre der Bank an Attraktivität verlieren. Der zweite Mechanismus hat mit dem Zusammenhang zwischen Eigenkapitalstandards und anderen Formen des staatlichen Eingreifens in das Bankgewerbe zu tun.

Angesichts der eminenten wirtschaftlichen Bedeutung des Bankensystems für ein Land und der Notwendigkeit, das Vertrauen der Bankeinleger zu bewahren, sind in vielen Ländern von staatlicher Seite Vorkehrungen getroffen worden, etwa in Gestalt von Einlagensicherungsfonds oder der Verfügbarkeit sofortiger Liquiditätshilfen, um einem unnötigen Run der Gläubiger auf einzelne Banken vorzubeugen und den Schaden im Falle einer solchen Krise möglichst gering zu halten. Jedoch können derartige staatliche Aktivitäten in das Spiel der Marktkräfte eingreifen, indem sie die Bankgläubiger vor einigen mit Anlageentscheidungen der Banken verbundenen Risiken schützen.

Insbesondere könnten die Gläubiger weniger empfindsam gegenüber der Neigung einer gewinnorientierten Bank werden, sich für Anlagen mit hohem Risiko und der Aussicht auf hohe Erträge zu entscheiden. Die Aktionäre profitieren von einer solchen Anlageentscheidung, da sie in den vollen Genuß des Ertrags kommen, wenn sich die Investition als erfolgreich erweist, aber im Fall der Insolvenz nur einen begrenzten Verlust erleiden. Normalerweise würden die Gläubiger dieser Tendenz durch die Forderung nach höherer Verzinsung angesichts des mit der Anlage der Bank gestiegenen Ausfallrisikos Einhalt gebieten. Wenn jedoch ein Sicherheitsnetz vorhanden ist, werden die Kosten einer Insolvenz und damit die Aufgabe der Überwachung und Begrenzung der Bankrisiken teilweise auf die amtlichen Aufsichtsinstanzen übertragen.

Die Aufsichtsbehörden wenden hauptsächlich vier Techniken zur Wahrnehmung dieser Aufgabe an: Sie sammeln umfangreiche Informationen über die Aktivitäten der Banken; sie erlassen Vorschriften zur Begrenzung der den Banken erlaubten Geschäfte, indem sie etwa Obergrenzen für Großengagements festlegen oder in einigen Ländern Wertpapiergeschäfte und Versicherungsaktivitäten einschränken; sie bestehen darauf, daß das Management einer Bank erfahren sowie kompetent und deshalb geneigt ist, ein gewisses Maß an

Selbstdisziplin bei der Verfolgung des Ziels der Mehrung des Vermögens der Aktionäre zu üben; schließlich setzen sie Eigenkapitalnormen, die sicherstellen, daß der Anteil des von den Aktionären getragenen Geschäftsrisikos der Bank ein gewisses Minimum nicht unterschreitet. Eine Anhebung der Eigenkapitalanforderungen erhöht diesen Anteil und verringert deshalb die Vorteile, welche die Aktionäre einer Bank aus Anlagen mit hohem Ausfallrisiko ziehen. Die im folgenden Abschnitt untersuchte Krise der US-Sparbanken verdeutlicht, wie Finanzinstitute, die in den Vorteil bestimmter Arten staatlicher Unterstützungsleistungen kommen, eine gefährliche Neigung zu risikoreichen Anlageprojekten entwickeln können, wenn man es zuläßt, daß sie ihre Geschäfte ohne ausreichende Eigenkapitalausstattung und bankaufsichtliche Kontrolle betreiben.

Die Konvergenzvereinbarung könnte ferner dadurch, daß sie mehr Wettbewerbsgleichheit zwischen Banken unterschiedlicher Nationen schafft, die Risikobereitschaft dämpfen. Dies könnte eine Situation beenden helfen, in der eine Bank, die aufgrund der vergleichsweise hohen Eigenkapitalanforderungen auf ihren traditionellen Märkten wettbewerbsmäßig in Nachteil geraten ist, um zu überleben sich genötigt glaubt, auf höhere Margen und somit risikoreichere Geschäfte zu setzen.

Zwar haben die grundsätzlichen Überlegungen der Konvergenzvereinbarung weitgehende Zustimmung gefunden, doch wurden auch Bedenken geäußert. Es hieß, die Vereinbarung werde die Kosten der Bankintermediation erhöhen und dadurch die Banken im Wettbewerb mit Nichtbankfinanzinstituten benachteiligen; durch die Verwendung eines veröffentlichten Schemas von Risikogewichten werde sich ein System staatlicher Kreditallokation herausbilden, was die Risikobereitschaft der Banken erhöhen statt vermindern werde.

Eine Auswirkung direkter oder indirekter staatlicher Unterstützung der Banken ist, daß die Fremdfinanzierung für diese eine besonders attraktive Form der Finanzierung wird, denn die Gläubiger verlangen von einer Bank keinen Ausgleich für den Teil ihres Risikos, der vom Staat übernommen wird. Da eine höhere Eigenkapitalquote den Fremdmittelanteil einer Bank vermindert, ist das Argument, die Konvergenzvereinbarung erhöhe tendenziell die Kosten der Banken, durchaus zutreffend. Die sich daraus für das Bankgewerbe ergebende Wettbewerbsposition könnte sich aber sehr wohl jener annähern, die bestehen würde, wenn Interventionen des Staates in Gestalt bankaufsichtlicher Vorschriften und des Aufbaus eines Sicherheitsnetzes nicht erforderlich wären.

Das neue System der Risikogewichtung von Aktivpositionen dürfte in der Tat die Anlageentscheidungen der Banken erheblich beeinflussen (s. auch Kapitel V). Es führt aber sicherlich zu geringeren Verzerrungen als einfache Verhältniszahlen, bei denen alle Aktivpositionen dieselbe Risikogewichtung erhalten. Zudem sollen mit der Konvergenzvereinbarung lediglich Mindeststandards für die Eigenkapitalausstattung gesetzt werden, während das Schema der Risikogewichtung von Aktiva nur eines unter mehreren Instrumenten der Aufsichtsbehörden sein soll, mit dem diese das Portfoliorisiko der Banken begrenzen und auf dessen Veränderungen reagieren. Versucht also

Bedenken
wurden geäußert:

Erhöhung der
Finanzierungs-
kosten

Gefahr der
Kreditzuteilung

eine Bank, die Einfachheit des Gewichtungsschemas auszunutzen, indem sie systematisch Anlagen mit hohem Risiko und hoher Rendite, aber niedrigem Eigenkapitalgewicht auswählt, so wird wahrscheinlich – zumindest in einigen Ländern – die örtliche Aufsichtsinstanz von der Bank die Einhaltung einer über der Mindestanforderung der Konvergenzvereinbarung liegenden Eigenkapitalquote verlangen. Die Gefahr, daß sich ein System staatlicher Kreditzuteilung herausbildet, dürfte gering sein, vorausgesetzt, die Aufsichtsbehörden sind behutsam genug, sich nicht zu sehr auf die Fähigkeit des neuen Systems zu verlassen, auf ein verändertes Risikoverhalten der Banken automatisch zu reagieren, und vorausgesetzt, die Banken verstehen die Wirkungsweise des Systems.

Man kann nicht von vornherein sicher sein, wie sich die Konvergenzvereinbarung auf das Risikoverhalten der Banken auswirken wird. Dies wird von einer Vielzahl von Faktoren abhängen wie der Größe der Bank, den Zielsetzungen des Managements und der Aktionäre, der Art des staatlichen Sicherheitsnetzes und des vor der Verwirklichung der Vereinbarung geltenden regulativen Rahmens, den Bedingungen, zu denen die Bank sich neues Kapital beschaffen kann, und von den komparativen Vorteilen, die sie in ihrer Finanzintermediation gegenüber Nichtbanken genießt. Eine berechtigte Sorge ist indes, daß höhere Eigenkapitalanforderungen dadurch, daß sie die Kosten der Finanzmitteltätigkeit der Banken erhöhen, die Tendenz zur Verbriefung finanzieller Forderungen stärken könnten. Da sich erstklassige Forderungen für eine Verbriefung besonders gut eignen, könnte am Ende die durchschnittliche Qualität der Aktiva der Banken abnehmen. Die der Konvergenzvereinbarung vorausgegangene Diskussion über die erwarteten Auswirkungen ergab jedoch einige solide Argumente zugunsten der Auffassung, daß eine Erhöhung der Eigenkapitalstandards den Anreiz für Banken, Risiken einzugehen, generell vermindern würde.

Krise der Sparbanken in den USA

Die Probleme der Spar- und Darlehensbanken in den USA (Savings and Loan Associations) zogen 1988 die Aufmerksamkeit einer breiten Öffentlichkeit auf sich. Zu den Spar- und Darlehensbanken, die auf das Realkreditgeschäft vornehmlich im Wohnbausektor spezialisiert sind, zählen ca. 3 000 Institute, die über Forderungen von \$ 1300 Mrd., das sind rund 30% der Aktiva aller US-Einlageninstitute, verfügen. Zu Beginn des Jahres 1988 waren 515 Sparbanken, die fast ein Sechstel der Forderungen dieses Finanzzweigs auf sich vereinigten, insolvent. Im Verlauf des Jahres 1988 ging der staatliche Garantiefonds, die Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC), im Zusammenhang mit der Schließung oder Subventionierung des Verkaufs von mehr als 200 zahlungsunfähigen Instituten, deren Verbindlichkeiten durch die Einlagensicherung der FSLIC garantiert waren, Verbindlichkeiten von rund \$ 40 Mrd. ein. Dessen ungeachtet ist nach Schätzungen des Federal Home Loan Bank Board (FHLBB) von Anfang 1989, der Hauptaufsichtsbehörde der Spar- und Darlehensbanken, bei 580 weiteren Instituten Bundesfinanzhilfe im Betrag von rund \$ 38 Mrd. erforderlich.

und Auswirkungen auf das Risikoverhalten

Die Größenordnung des Sparbankenproblems

Die neue US-Regierung sah sich in diesem Bereich zwei Problemen gegenüber. Erstens mußte die Finanzierung der Verbindlichkeiten sichergestellt werden, die der FSLIC 1988 entstanden waren, und jener, die im Zusammenhang mit der Lösung der Probleme der übrigen Sparinstitute entstehen würden. Die Regierung hat deshalb für die FSLIC als Rettungsplan ein \$ 90 Mrd. umfassendes Refinanzierungspaket vorgeschlagen.

Der Reformvorschlag der Regierung

Zweitens mußten geeignete Vorkehrungen getroffen werden, damit sich die Krise nicht wiederholt. Die Entwicklung bei den Savings and Loan Associations während der vergangenen acht Jahre hat zahlreiche Schwächen der für diese Institute geltenden bankaufsichtlichen Regelung aufgedeckt, weshalb die Regierung größere Änderungen vorgeschlagen hat. Die Zuständigkeit für die Einlagensicherung der Sparbanken soll auf die Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) übertragen werden, die in den USA als unabhängige Behörde die Einlagensicherung für die Geschäftsbanken wahrnimmt. Die Garantiefonds für die Geschäfts- und für die Sparbanken sollen jedoch weiterhin getrennt verwaltet werden. Die Unabhängigkeit der die Sparbanken beaufsichtigenden Instanz soll dadurch eingeschränkt werden, daß der FHLBB in bezug auf die Ausübung der ihm verbliebenen Aufgaben der Oberaufsicht des US-Finanzministeriums unterstellt wird. Weiterhin ist beabsichtigt, die Sparinstitute einem System von auf einzelne Risiken abstellenden Eigenkapitalnormen ähnlich jenen zu unterwerfen, die für die Geschäftsbanken gelten. Zum Zeitpunkt der Abfassung dieses Berichts scheint der Kongreß geneigt, die wichtigsten Vorschläge anzunehmen, möchte aber die Verschärfung der Eigenkapitalstandards abmildern.

Bis zu Beginn der achtziger Jahre entwickelten sich die Geschäfte der Sparbanken recht gut. Für die Jahre 1934–79 stellte sich der Gesamtverlust der FSLIC nur auf etwas mehr als \$ 300 Mio. Demgegenüber dürften die in den achtziger Jahren aufgelaufenen Verluste mehr als das 200fache dieses Betrags ausmachen. Die ersten größeren Probleme gab es für diesen Finanzzweig im Jahr 1980. Da die Forderungen der Sparbanken damals zu 80% aus festverzinslichen Hypothekendarlehen bestanden, während die Verbindlichkeiten vornehmlich kurzfristige Einlagen waren, führte der beispiellose Anstieg der Nominalzinssätze zu enormen Verlusten. Als die Zinsen ab 1982 zurückgingen, erholtete sich ein großer Teil der Institute wieder, doch blieb eine beträchtliche Zahl von ihnen zahlungsunfähig und unrentabel.

Ursachen der Krise:

Insolvente Sparbanken vermochten, da sie dem Garantiefonds angegeschlossen waren, weiterhin Einlagen entgegenzunehmen. Die Zahl insolventer, aber noch tätiger Institute erhöhte sich von 85 Ende des Jahres 1981 auf 237 Ende 1982 und auf 445 Ende 1984. Die Aufsichtsbehörden schlossen 1982 immerhin 63 Sparbanken, aber nur 36 im Jahr 1983 und 22 im Jahr 1984.

Zinsschock

Es gab zwei Hauptgründe, weshalb die Bankenaufsicht während dieser Zeit eine Strategie des Abwartens einschlug, es also insolventen Instituten gestattete, die Geschäfte fortzuführen. Erstens hätten die Gelder des Garantiefonds wohl nicht ausgereicht, um alle Verbindlichkeiten abzudecken, die bei Schließung sämtlicher insolventer Sparbanken entstanden wären. Ende 1982 verfügte die FSLIC über Reserven von insgesamt \$ 6,3 Mrd. Damals waren nach den Grundsätzen ordnungsmäßiger Buchführung und Bilanzierung

Unterlassung der Schließung insolventer Sparbanken

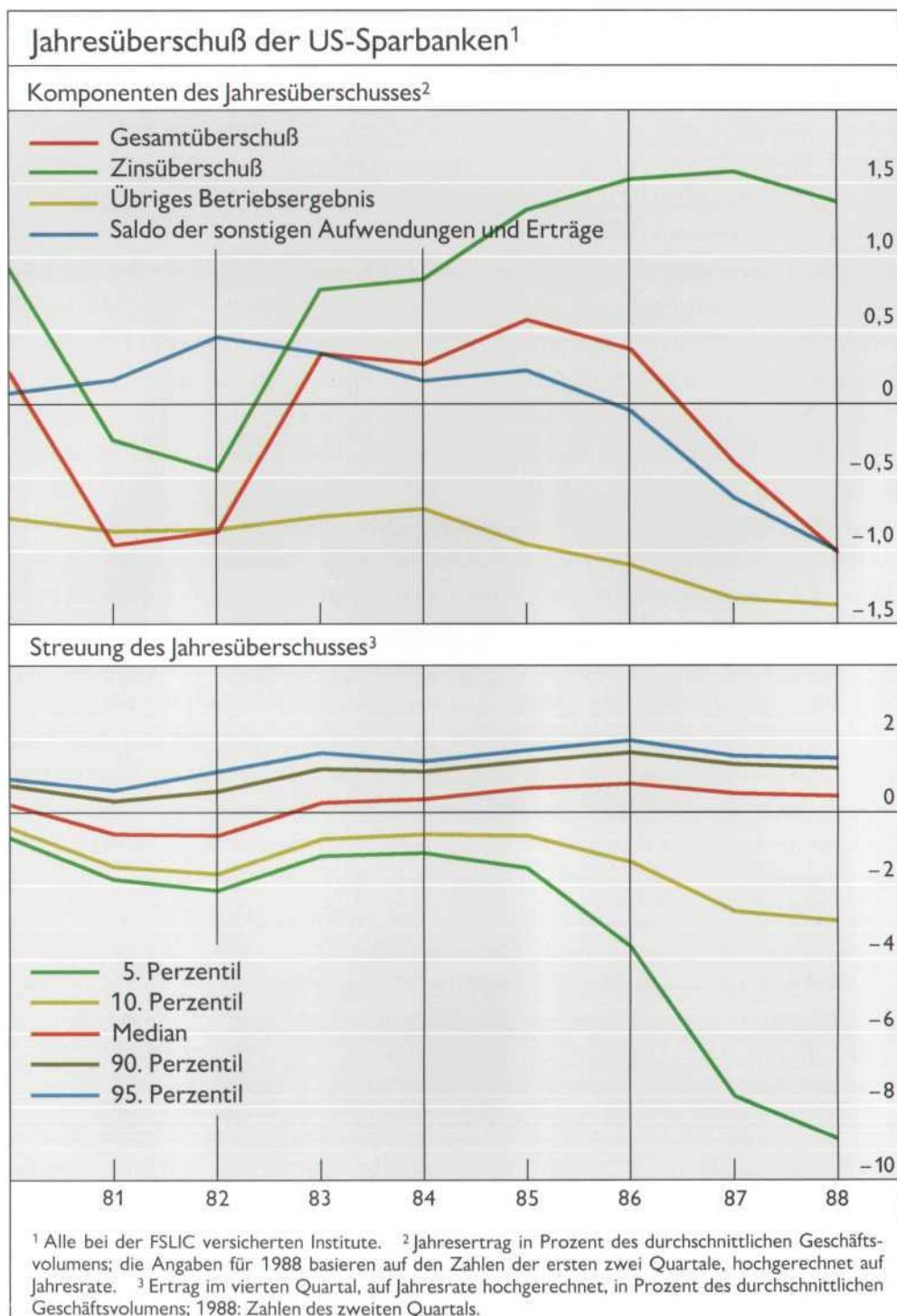
237 Institute zahlungsunfähig, die ein Eigenkapital von $-\$ 2,2$ Mrd., notleidende Forderung in Höhe von mehr als $\$ 6$ Mrd. und einen geschätzten Marktwert von ca. $-\$ 11$ Mrd. aufwiesen. Zweitens hatte die Aufsichtsbehörde, nachdem sich die Lage der Sparbanken insgesamt wieder besserte, Grund zu der Annahme, daß die Probleme abnehmen würden, wenn sie den marginal unrentablen Instituten gestatteten, ihre Geschäfte fortzuführen.

Statt dessen verschärften sie sich. Zwar verbesserte sich die Ertragslage der Sparbanken insgesamt weiter bis Ende 1985, doch die Zahl der insolventen Institute stieg stetig an: auf 470 Ende 1985 und 515 Ende 1987. Der Anteil der Forderungen der insolventen Sparbanken an den Gesamtaktiva dieses Gewerbezweigs erhöhte sich von über 9% Ende 1982 auf annähernd 15% Ende 1987. Hinzu kam, daß sich die Ertragslage der marginal unrentablen Sparbanken ab 1986 stark verschlechterte. Der untere Teil der umstehenden Grafik zeigt, daß Ende 1986 die 5% der Institute mit dem schlechtesten Geschäftsergebnis einen Jahresfehlbetrag von mehr als 2% der Aktiva aufwiesen, während sich Mitte 1988 dieser Wert bereits auf mehr als 8% belief. Demgegenüber war die mittlere Ertragsentwicklung in diesem Sektor in dieser Periode mit ständigen Jahresüberschüssen vergleichsweise stabil.

Anders als zu Beginn der achtziger Jahre beruhten die den Sparbanken seit 1985 erwachsenen Verluste nahezu ausschließlich auf einer Minderung der Qualität der Aktiva. Der obere Teil der Grafik verdeutlicht, daß die 1981 und 1982 entstandenen Verluste von einem negativen Zinsüberschuß herrührten, in dem sich das mit dem steilen Anstieg der Refinanzierungskosten der Institute in Zusammenhang stehende Zinsspannenproblem niederschlug. Hingegen resultierten die Verluste der jüngsten Zeit, die fast ausschließlich auf Kreditausfällen beruhten, in erster Linie aus einem Rückgang der nicht dem Betriebsergebnis zuzurechnenden Erträge.

Zu Beginn des Jahres 1988 wurde immer deutlicher, daß die Nichtschließung insolventer Institute in Wirklichkeit die vom Garantiefonds zu deckenden Verluste vergrößerte. Hinzu kam, daß der in der Vergangenheit angewandte Grundsatz der Bewertung zu ursprünglichen Anschaffungskosten dazu geführt hatte, daß das Problem der Aktivaqualität erheblich unterschätzt worden war. Die Aufsichtsbehörden reagierten darauf mit einem enormen Anstieg der Schließung von Sparinstituten im Jahr 1988. 205 Institute wurden in dem Jahr geschlossen und weitere 18 erhielten Sanierungshilfen im Wert von $\$ 38$ Mrd. Finanziert wurden diese Ausgaben fast ausschließlich durch Begebung verschiedenster FSLIC-Schuldtitel.

Für den Rückgang der Qualität der von den amerikanischen Savings and Loan Associations gehaltenen Vermögenswerte während der zweiten Hälfte der achtziger Jahre gibt es im wesentlichen drei Gründe. Erstens versuchte eine Reihe von Instituten 1983 und 1984 ihre Rentabilität dadurch wiederherzustellen, daß sie ihre Bilanzsummen stark ausweiteten und den erwarteten Ertrag ihrer Aktiva erhöhten. Die Forderungen der Sparinstitute stiegen in diesen zwei Jahren um 40% und damit rund doppelt so stark wie die Aktiva der Geschäftsbanken und das nominale Bruttosozialprodukt in derselben Zeit. Um dieses rasche Wachstum zu erreichen, mußten freilich in vielen Fällen die im Kreditgeschäft geltenden Standards erheblich gesenkt werden.



Zweitens führten der mit der Abschwächung der Inflation in den frühen achtziger Jahren zusammenhängende Rückgang der Preise für Agrarland und das deutliche Sinken der Ölpreise in der zweiten Hälfte des Jahres 1985 zu ernsten wirtschaftlichen Problemen im Südwesten der Vereinigten Staaten. Diese regionalen Wirtschaftsprobleme hatten erhebliche Auswirkungen auf die Sparbanken und andere Banken in diesem Gebiet, weil die auf der Ebene der Gliedstaaten für grenzüberschreitende Bankgeschäfte geltenden Beschränkungen eine regionale Anlagendiversifizierung erschwerten.

wirtschaftliche
Probleme

Betrügereien Drittens und letztens spielten Betrügereien bei in Schwierigkeiten befindlichen Sparinstituten eine große Rolle. Hierbei handelte es sich häufig um eine übermäßige Konzentration der Ausleihungen auf Kreditnehmer, die in der einen oder anderen Weise Beziehungen zum Management der in Schwierigkeiten befindlichen Institute unterhielten. In einer Studie über die im Jahr 1988 geschlossenen Sparbanken heißt es, daß in etwa der Hälften der Fälle, die der FSLIC die größten Verluste einbrachten, eine erhebliche Verletzung der die Kreditvergabe an ein und denselben Schuldner und Eigengeschäfte einschränkenden Vorschriften vorlag.

„Moral hazard“ Die übertriebene Risikobereitschaft der amerikanischen Spar- und Darlehensbanken in den achtziger Jahren ist ein typisches Beispiel für das Risiko des mangelnden Schutzwilens seitens eines Versicherten, wie es durch staatliche Unterstützung der Einlageninstitute hervorgerufen wird. Nach 1982 waren die Inhaber einiger Sparbanken der Auffassung, daß keine große Hoffnung auf eine Wiederherstellung der Rentabilität ihrer Institute bei Befolgung konservativer bankgeschäftlicher Praktiken bestand. Von mit hohem Risiko verbundenen Geschäften und einer raschen Expansion unter Ausnutzung des Marktwerts der Einlagensicherung konnten sie sich dagegen einen positiven Ertrag für ihr angelegtes Kapital erhoffen. Die für die Aufsicht und Regulierung dieses Sektors Verantwortlichen unterließen es, diesen Aktivitäten, sei es durch Schließung insolventer Institute oder durch Einsatz ihrer Autorität zur Begrenzung von Risikoengagements, einen Riegel vorzuschieben.

und Mängel im Aufsichtssystem

Dieses Versagen kann man in erheblichem Maße einer gewissen Inkompabilität zwischen den mit dem staatlichen Eingreifen in diesem Sektor verfolgten Zielen und der Konzentration der Zuständigkeit zur Umsetzung der staatlichen Intervention bei einer einzigen unabhängigen Behörde, nämlich dem FHLBB, anlasten. Der FHLBB hat drei Aufgabenbereiche: Er ist die in erster Linie zuständige normative und aufsichtliche Behörde, er verwaltet die Einlagensicherung durch die Oberaufsicht über die FSLIC, und er ist verantwortlich für die Bereitstellung subventionierter Kredite an die Sparbanken durch das System der Home Loan Banks. Während es nun die Aufgabe der Home Loan Banks ist, das Sparbankensystem zu fördern, sollte die FSLIC in erster Linie dem Eingehen zu hoher Risiken Grenzen entgegensetzen. Diese zweifache Aufgabe der Förderung und Beschränkung der Spar- und Darlehensbanken läuft darauf hinaus, daß es dem FHLBB an einer klaren institutionellen Zielsetzung für seine Aktionen fehlt.

Die Erfahrungen mit der Krise der Savings and Loan Associations während der letzten acht Jahre brachten auch andere Mängel des für diesen Finanzzweig geltenden normativen Rahmens ans Licht. Erstens wurden Anfang der achtziger Jahre der Zugang zur Einlagensicherung der Sparbanken erweitert und die Eigenkapitalanforderungen deutlich gesenkt. Diese Änderungen sollten die praktisch alle Sparbanken damals bedrückenden, aber vorübergehenden Ertragsprobleme mildern; sie ermöglichen indes einem kleinen Segment des Gewerbes, seine Strategie des hohen Risikos fortzusetzen, die dann in viele der heute bestehenden Probleme mündete.

Zweitens erschweren die unzureichende Höhe der Versicherungsprämien und das Fehlen jeglicher alternativer Finanzierungsmöglichkeiten für die

Verbindlichkeiten der Einlagensicherung die Lösung der Probleme. Als Anfang der achtziger Jahre hohe potentielle Verluste die Reserven der FSLIC zu übersteigen drohten, konnte die Aufsichtsbehörde nicht ohne weiteres die Mittel finden, die notwendig gewesen wären, um sämtliche zahlungsunfähigen Institute zu schließen.

Drittens müssen die US-Sparbanken, um in den Genuß der Vorteile einer Sparbankenlizenz (in erster Linie Steuervorteile) zu kommen, einen hohen Anteil ihrer Aktiva als Hypothekendarlehen halten. Die anhaltende Präferenz der Hypothekarkreditnehmer in den USA für Festzinskredite erschwert indes die Abdeckung des entsprechenden Zinsänderungsrisikos. Dieses Zinsänderungsrisiko ist zwar seit Beginn der achtziger Jahre durch Änderungen der einschlägigen Bestimmungen und einer stärkeren Beachtung dieses Problems von Seiten des Managements der Sparbanken geringer geworden, aber nach wie vor vorhanden. Dies läßt den Schluß zu, daß die Beibehaltung eines gesonderten Systems von Bankinstituten zur Vergabe von Realkrediten ein kostspieliges Verfahren zur Förderung der Finanzierung des Wohnbaus sein könnte. Viertens und letztens können die in den USA auf der Ebene der Gliedstaaten für grenzüberschreitende Aktivitäten der Finanzinstitute bestehenden Beschränkungen das Solvenzrisiko im Bankensystem dadurch erhöhen, daß sie es den Banken erschweren, ihre Aktiva regional zu diversifizieren.

Anzumerken ist, daß die Probleme der amerikanischen Sparbanken zwar ihrer Größenordnung, nicht aber ihrem Wesen nach einzigartig sind. So sahen sich die französischen Aufsichtsbehörden im letzten Jahr im Zusammenhang mit zwei insolvent gewordenen Banken ähnlichen Problemen gegenüber. Das Problem des „moral hazard“ entsteht immer dann, wenn staatliches Bemühen um Sicherstellung der Lebensfähigkeit von Finanzinstituten zum Eingehen hoher bankgeschäftlicher Risiken verleitet, deren eventuelle Kosten von den Gläubigern der jeweiligen Institute nicht in voller Höhe zu tragen sind. Eine adäquate Beaufsichtigung und Kapitalisierung sorgen dafür, daß die Öffentlichkeit aus einem solchen Verhalten möglicherweise entstehenden Kosten gering bleiben.

Entwicklung der Londoner Wertpapiermärkte seit dem „Big Bang“

Die Reform der Mitgliedschaft bei der Londoner Aktienbörse und der Marktmachertätigkeit („Big Bang“) wurde im Oktober 1986 abgeschlossen. Das Ziel dieser Reform war im wesentlichen, den Wettbewerb an Londons inländischen Märkten für Aktien und Staatsanleihen („gilt-edged stock“) zu vergrößern, und dadurch, so die Erwartungen, die Kosten der Finanzmitteltätigkeit zu senken, der Ausweitung des außerbörslichen Handels entgegenzuwirken, die Entwicklung britischer Finanzinstitute zu fördern und Londons Stellung als internationales Finanzzentrum abzusichern.

Im Sommer 1987 sah es so aus, als ob beträchtliche Fortschritte zur Erreichung dieser Ziele gemacht worden waren. Eine Reihe von Indikatoren wie das Umsatzvolumen, die Höhe der Provisionen, die Händlerspannen und die Zahl der Marktmacher pro Aktie deuteten darauf hin, daß sich die

Ziele des
„Big Bang“

Beträchtliche
Fortschritte nach
einem Jahr ...

Qualität des Aktien- und Anleihemarktes substantiell verbessert hatte. Es hatte einen starken Zustrom ausländischer Finanzinstitute sowohl an die direkt von dem Reformprogramm erfaßten Märkte als auch zu verschiedenen anderen in London beheimateten Finanzmärkten gegeben, und es waren mehrere integrierte britische Investmentbanken entstanden. London war es gelungen, einen erheblichen Teil des Sekundärmarktgeschäfts mit an anderen Orten Europas emittierten Aktien und Staatsanleihen an sich zu ziehen. Die Abwicklung der Geschäfte im Back-Office war denn auch der einzige Bereich, in dem offenbar keine befriedigenden Fortschritte erreicht wurden.

... doch nach
Börsenkrach
Terrainverlust

Das Geschehen seit dem Börsenkrach vom Oktober 1987 hat indes hinter zahlreiche dieser Erfolge ein Fragezeichen gesetzt. Am Aktienmarkt sind die Umsätze beträchtlich zurückgegangen, und die Marktqualität hat sich einigen Indikatoren zufolge verschlechtert. Gleichzeitig haben niedrigere Provisionseinnahmen und Verluste aus der Marktmachertätigkeit Firmen mit hohen Fixkosten stark zugesetzt. Nach einer Schätzung beliefen sich Anfang des Jahres 1989 die Verluste der am Aktienmarkt tätigen Marktmacher auf insgesamt £ 500 — 600 Mio. jährlich. Darüber hinaus waren bei den Marktmachern für Staatsanleihen bis Ende 1988 teilweise infolge schwieriger Marktverhältnisse Verluste aufgelaufen, die insgesamt 30% ihrer Kapitalisierung im Oktober 1986 ausmachten.

Einige Investmentbanken reagierten darauf mit einem völligen Rückzug aus bestimmten Märkten, während andere ihre Aktivitäten einschränkten. Es wurden auch Rufe nach einer Reform der Marktsancen laut, um die Ertragslage der Marktmacher grundlegend zu verbessern. Die Aktienbörsen hob daraufhin die Verpflichtung der Marktmacher für Dividendenpapiere auf, zu den von ihnen offiziell genannten Kursen miteinander Geschäfte zu tätigen, und gestattete außerdem, hohe Abschlüsse nicht sofort, sondern erst am darauffolgenden Tag bekanntzugeben. Die Verpflichtung der Marktmacher am Anleihemarkt wurden nicht geändert.

Drei mögliche
Gründe für die
Verschlechterung

Eine mögliche Bewertung dieser Vorgänge läuft darauf hinaus, daß der Londoner Markt lediglich unter den im Gefolge des Börsenkrachs weltweit zurückgegangenen Handelsaktivitäten an den Wertpapiermärkten leidet, welche die zu starke Expansion während der haussierenden Aktienmärkte in den Jahren 1982–87 widerspiegeln. Diese Auffassung wird durch die Ereignisse in den USA erhärtet, wo bei den Wertpapierhäusern zahlreiche Arbeitsplätze verlorengingen und einige ausländische Institute ihre Primärhändlerfunktion für US-Schatzpapiere aufgaben. Eine andere mögliche Interpretation lautet, der Markt in London stehe unter einem besonderen Druck von außen, etwa in Gestalt der sich aus der Modernisierung der kontinentaleuropäischen Wertpapiermärkte ergebenden Wettbewerbsauswirkungen und der sekundären Effekte des seit langem erwarteten Geschäftsrückgangs am Euroanleiemarkt auf die Inlandsmärkte.

Schließlich läßt sich argumentieren, daß das beim „Big Bang“ angewandte Liberalisierungsverfahren auch ohne den Börsenkrach und anderen äußeren Druck eine rasche Expansion der Londoner Wertpapiermärkte mit anschließender Schrumpfung bewirkt hätte. Das Konzept des „Big Bang“ kontrastiert mit anderen Liberalisierungsstrategien, namentlich mit der in

Japan eingeschlagenen, bei der jeder Schritt klein ist, um den negativen Einfluß auf die Wettbewerbsposition unterschiedlicher Arten von Finanzmittlern so gering wie möglich zu halten. Andererseits hat der „Big-Bang“-Ansatz den Vorteil, daß er es den Marktkräften überläßt, die Anzahl und Zusammensetzung der Intermediäre auf jedem Markt zu bestimmen, und es den Aufsichtsinstanzen ermöglicht, mehr Nachdruck auf die Einführung hoher Standards für die Tätigkeit auf diesen Märkten zu legen. Andererseits besteht die Gefahr, daß die von den Finanzmittlern während des Anpassungsprozesses erlittenen Verluste die für die Marktmachertätigkeit verfügbaren Ressourcen bis zu dem Zeitpunkt, an dem der Markt sein Gleichgewicht gefunden hat, stärker erschöpft haben, als es der Fall gewesen wäre, wenn die Liberalisierung gradueller durchgeführt worden wäre. Diese Gefahr erhöht sich noch durch die Möglichkeit, daß die Behörden zunächst die Kosten unterschätzen, die den Marktteilnehmern durch die Einhaltung bestimmter Standards in bezug auf Transparenz der Geschäfte und Liquidität entstehen.

Der europäische Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen

Das Vorhaben der Schaffung eines Binnenmarktes innerhalb der Europäischen Gemeinschaft bis Ende des Jahres 1992 umfaßt etwa 300 detaillierte Richtlinien von weitreichender Bedeutung, die den freien Verkehr von Waren, Dienstleistungen, Arbeitskräften und Kapital innerhalb der zwölf Mitgliedstaaten der Gemeinschaft erleichtern und damit die wirtschaftlichen Vorteile größeren Wettbewerbs, der Einsparungen durch Erhöhung der Produktionskapazitäten und der Synergie nutzen sollen. Über die Hälfte der vorgeschlagenen Reformen ist man sich bereits einig, aber viele der schwierigsten Probleme sind noch ungelöst.

Der Sektor der Finanzdienstleistungen, der Bank-, Versicherungs- und Wertpapierdienstleistungen umfaßt, könnte sich als eines der wichtigsten Elemente der Verwirklichung des Binnenmarktes erweisen. Schätzungen zufolge könnte sich mittelfristig der Nutzen der Reformen in diesem Sektor auf 1,5% des Bruttoinlandsprodukts der EG belaufen, was ein Drittel des erwarteten Gesamtnutzens des Binnenmarktvorhabens wäre.

Finanzdienstleistungen, ein Schlüsselement des Binnenmarktes

Die für den Binnenmarkt in bezug auf Finanzdienstleistungen vorgeschlagenen Maßnahmen kann man vier Bereichen zuordnen: Bankenaufsicht, Kapitalverkehr, Wettbewerbspolitik und Steuerpolitik. Die verschiedenen Richtlinienentwürfe zur Bankenaufsicht sind bereits weit gediehen, und die Richtlinie zum Kapitalverkehr, die einen Zeitplan für die vollständige Aufhebung der Kapitalverkehrsbeschränkungen in den meisten Mitgliedstaaten enthält, wurde im Juni 1988 verabschiedet. Dagegen ist noch ungewiß, wie die zukünftige Einigung über die Kartellpolitik und die Steuerharmonisierung (im wesentlichen die Mehrwertsteuer, Umsatzsteuer, Quellensteuer und die Gewinnbesteuerung betreffend) aussehen wird. Geldpolitische Instrumente wie Mindestreserven sind von der rechtlichen Regelung des Binnenmarktes ausgenommen.

Der Entwurf der Zweiten Bankrechts-Koordinierungsrichtlinie, der das vorgeschlagene System der Bankenaufsicht regelt, basiert auf drei Konzepten:

Neues Aufsichtssystem

erstens dem Grundsatz der „Heimatlandkontrolle“, die mit Hilfe eines in der gesamten EG geltenden „Passes“ ausgeübt wird, und der es den in einem Mitgliedsland zugelassenen Banken ermöglicht, in allen EG-Ländern Niederlassungen zu errichten und Finanzdienstleistungen anzubieten, zweitens einem umfassenden Katalog bankgeschäftlicher Tätigkeiten (Versicherungsleistungen ausgenommen), für den der Paß gilt, und drittens der Angleichung bankaufsichtlicher Mindestnormen, insbesondere der Definition des Eigenkapitals und der Festlegung von Mindestanforderungen für das Eigenkapital. Der Vorschlag für eine Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen, deren hauptsächlicher Zweck ist, die Aufsicht über Wertpapiergeschäfte betreibende Nichtbanken zu regeln, folgt ähnlichen Grundsätzen (wenngleich die Zuständigkeit für das Setzen geschäftlicher Usancen an den Wertpapiermärkten bei den Behörden des Gastlandes verbleibt). Das Konzept des einheitlichen Passes gilt dagegen für das Versicherungsgewerbe nur bei grenzüberschreitenden Großgeschäften. Die Errichtung von Filialen und die grenzüberschreitende Versicherung von Kleinrisiken soll nach wie vor der Genehmigung durch das jeweilige Mitgliedsland bedürfen.

Mutmaßliche Auswirkungen

Das oben beschriebene Aufsichtssystem soll den Finanzinstituten den Zugang zu den einzelnen nationalen Märkten erleichtern, indem Mehrfachgenehmigungen abgeschafft und Überschneidungen der Zuständigkeit zwischen nationalen Aufsichtsbehörden so gering wie möglich gehalten werden sollen. Daß erhebliche Unterschiede in den einzelnen Mitgliedsländern hinsichtlich der aufsichtlichen Praxis bestehen bleiben werden, steht in Einklang mit der dem Vorhaben „Gemeinsamer Binnenmarkt“ zugrundeliegenden Methodologie und ist erklärte Politik. Es wird jedoch eingeräumt, daß sich eine weitere Harmonisierung als notwendig herausstellen könnte, sollten derartige Unterschiede zu ernsten Marktverzerrungen führen.

Dem für die Bankenaufsicht vorgeschlagenen regulativen Rahmen dürfte im Zuge der strukturellen Veränderungen an den europäischen Finanzmärkten eine Katalysatork Funktion zukommen. Beispielsweise werden Universalbanken, die in ihrem Heimatland das Wertpapierkonsortial- oder das Leasinggeschäft betreiben dürfen, aufgrund der einheitlichen Lizenz in der Lage sein, solche Geschäfte in allen anderen Mitgliedstaaten zu betreiben, selbst in jenen, die derzeit ihren eigenen Banken derartige Geschäfte nicht gestatten. Deshalb ist es wahrscheinlich, daß der einheitliche Binnenmarkt zum Universalbankensystem hin tendieren wird. Diese Entwicklung wird aber womöglich langfristige Beteiligungen der Kreditinstitute an Nichtbanken nicht einschließen, da der Richtlinienentwurf Einzelbeteiligungen auf 10% und die Beteiligungen insgesamt auf 50% des Eigenkapitals einer Bank beschränkt.

Als ein möglicher Trend ist bereits die Knüpfung neuer grenzüberschreitender Beziehungen zwischen EG-Banken auf der Basis gegenseitiger Beteiligungen sichtbar geworden, ebenso das Entstehen neuer Verflechtungen zwischen Banken und Versicherungsgesellschaften. Die Möglichkeiten für die Übernahme ganzer Banken scheinen indes beschränkt zu sein. Schätzungen zufolge könnten von den 162 führenden Banken in Europa nur rund ein Achtel das Ziel einer Übernahme werden.

Außenwirkungen

Die Außenwirkungen des einheitlichen europäischen Marktes haben Anlaß

zu erheblichen Kontroversen gegeben. Drittländer und deren Unternehmen haben die Befürchtung geäußert, daß die Liberalisierung in der Gemeinschaft mit einer Zunahme der Handelsschranken gegenüber der restlichen Welt einhergehen könnte, eine Auffassung, der die Kommission und die EG-Länder energisch entgegengetreten sind. Die finanziellen Dienstleistungen im allgemeinen und die Zweite Bankrechts-Koordinierungsrichtlinie im besonderen bildeten den Kernbereich dieser Debatte, denn der Richtlinienentwurf war der erste Binnenmarktvorschlag, der eine Gegenseitigkeitsklausel enthielt.

Nach dem jüngsten Vorschlag der Kommission würde die Gegenseitigkeitsklausel der Zweiten Bankrechts-Koordinierungsrichtlinie die Kommission ermächtigen, die Gründung oder den Erwerb von Tochtergesellschaften in der Gemeinschaft durch außerhalb der EG ansässige Mutterinstitute einzuschränken oder auszusetzen, wenn sie nicht überzeugt ist, daß EG-Banken eine „echte nationale Behandlung“ im Heimatland der Mutterbank zuteil wird – also die gleiche Behandlung wie inländischen Banken. In Fällen, in denen eine nationale Behandlung gewährt wird, damit aber nach Auffassung der Kommission nicht der gleiche Marktzugang und die gleichen Wettbewerbsmöglichkeiten verbunden sind, wie sie Nicht-EG-Banken in der Gemeinschaft erhalten, kann die Kommission Verhandlungen mit dem betreffenden Land einleiten. Die Kommission hat zudem erklärt, daß die Reziprozitätsklausel nicht rückwirkend für die vor 1993 von Drittländern errichteten Tochtergesellschaften gilt und auch nicht angewandt wird, um anderen Ländern eine Finanzmarktstruktur aufzuzwingen, die jener in der Gemeinschaft gleicht. Die EG-Länder haben zum Zeitpunkt der Abfassung dieses Jahresberichts noch nicht entschieden, welche Form die Gegenseitigkeitsklausel erhalten und ob überhaupt eine Klausel dieser Art in die Richtlinie aufgenommen werden soll.

In fast allen EG-Ländern kennt man im Sektor der Finanzdienstleistungen die eine oder andere Form eines Reziprozitätsvorbehalts (der sich mancherorts aber nur auf Versicherungsgeschäfte bezieht). Ähnliches ist auch in Kanada, der Schweiz, Japan und in einigen Staaten der USA zu finden, wobei allerdings auf Bundesebene in den Vereinigten Staaten der Grundsatz der „vorbehaltslosen nationalen Behandlung“ für in ausländischem Besitz befindliche Banken gilt. In der Einführung des Grundsatzes der Gegenseitigkeit auf Gemeinschaftsebene kann man bis zu einem gewissen Grad eine Beibehaltung des Status quo sehen, da die Tatsache, daß Tochterinstitute, deren Eigentümer in einem nicht zur EG gehörenden Land ansässig sind, den einheitlichen europäischen „Paß“ erhalten können, die in den einzelnen Mitgliedsländern geltenden Reziprozitätsgrundsätze in ihrer Wirkung stark abschwächen würde. Andererseits könnten mit der Schaffung neuer Reziprozitätsvollmachten auf Gemeinschaftsebene Risiken verbunden sein, auch wenn eigentlich beabsichtigt ist, damit den Prozeß der internationalen Liberalisierung des Finanzsektors voranzutreiben. Andere Länder könnten mit Gegenmaßnahmen antworten, und sollten beide Seiten in einem konkreten Fall Schritte ergreifen, so könnte leicht ein Teufelskreis der zunehmenden Beschränkung des Marktzugangs in Gang gesetzt werden.

Mögliche Lösungen zu diesem Problem könnte die neue Verhandlungs runde innerhalb des GATT bringen, in der versucht wird, ein multilaterales

Vorgeschlagene
Gegenseitig-
keitsklausel
für Banken ...

... bietet Stoff
für Kontroverse

Regelwerk zu errichten, das den internationalen Finanzdienstleistungsverkehr einschließt. Sollten die Verhandlungen von Erfolg gekrönt sein, dann dürfte der Spielraum für bilaterale Verhandlungen über Reziprozität kleiner werden. Darüber hinaus könnten unabhängige Reformen in den großen Finanzzentren außerhalb der Europäischen Gemeinschaft, wie beispielsweise die allmähliche Beseitigung der für die Eröffnung von Bankfilialen in verschiedenen Bundesstaaten der USA geltenden Beschränkungen und eine weitere mögliche Lockerung der den Banken in den Vereinigten Staaten und Japan das Wertpapiergeschäft einschränkenden Bestimmungen, mögliche wirtschaftspolitische Konflikte mit dem Fortschreiten des weltweiten Zusammenwachsens der Finanzmärkte mildern helfen.

V. Internationale Finanzmärkte

Schwerpunkte

Der Börsenkrach war zwar weithin als Vorbote einer Stagnation auf den internationalen Finanzmärkten angesehen worden, doch stellten sich diese Erwartungen als falsch heraus. Nach rückläufigen Umsätzen in den letzten Monaten des Jahres 1987 schnellte die Emissionstätigkeit am internationalen Anleihemarkt 1988 wieder nach oben. Das Wachstum der internationalen Bankausleihungen verlangsamte sich etwas gemessen an der ungewöhnlich starken Expansion im Jahr 1987, blieb aber in jedem Fall kräftig. Bereinigt um Wechselkurseffekte, Doppelzählungen und Tilgungen dürften die insgesamt über die internationalen Finanzmärkte neu ausgereichten Finanzierungen auf schätzungsweise \$ 315 Mrd. veranschlagt werden. Damit lag das Wachstum um \$ 65 Mrd. unter dem im Jahr 1987, aber erheblich über dem Durchschnitt der vorangegangenen Jahre.

Das Wachstum der internationalen Finanzmärkte im Jahr 1988 war das Ergebnis einer Reihe allgemeiner Faktoren, aber auch einiger Sondereinflüsse. Der breite und unerwartete Aufschwung in der Weltwirtschaft und die damit zusammenhängende Ausweitung der Handelsströme stützte die internationale Kreditnachfrage trotz des starken Anstiegs der kurzfristigen Zinsen. Auch die Erholung der Aktienmärkte, die lebhafte Tätigkeit im Bereich Fusionen und Unternehmensübernahmen und der Bedarf der Banken an zusätzlichem Eigenkapital aufgrund der neuen internationalen Eigenmittelempfehlungen verstärkten die Kreditnachfrage. Darüber hinaus trugen Ungewißheiten im Zusammenhang mit regulativen und steuerlichen Maßnahmen zu einer starken Verlagerung des Geschäfts von den inländischen zu den internationalen Märkten bei. Andererseits lief die Finanzierung der zwischen den großen Industrieländern bestehenden Leistungsbilanzungleichgewichte im Gegensatz zu 1987 weitgehend an den internationalen Kredit- und Anleihemarkten vorbei.

In gewisser Hinsicht war im vergangenen Jahr die Geschäftstätigkeit weniger dynamisch, als es die Bruttokreditaggregate anzudeuten scheinen. Die Umsätze am Sekundärmarkt für internationale Wertpapiere nahmen trotz der Wiederbelebung bei Neuemissionen stark ab. Die Ausleihungen an Endkreditnehmer waren in hohem Maße auf einzelne Schuldnergruppen konzentriert. Angesichts des sich wandelnden Charakters der Finanzdienstleistungen, der Änderung regulativer und steuerlicher Rahmenbedingungen und der in vielen Bereichen des Finanzgeschäfts gesunkenen Erträge überdachten Banken und andere Finanzinstitute ihr Engagement in den einzelnen Märkten. Besonders im internationalen Bankensektor war das Wachstum fast ausschließlich japanischen Instituten zuzuschreiben, während anderenorts eher Zurückhaltung geübt wurde.

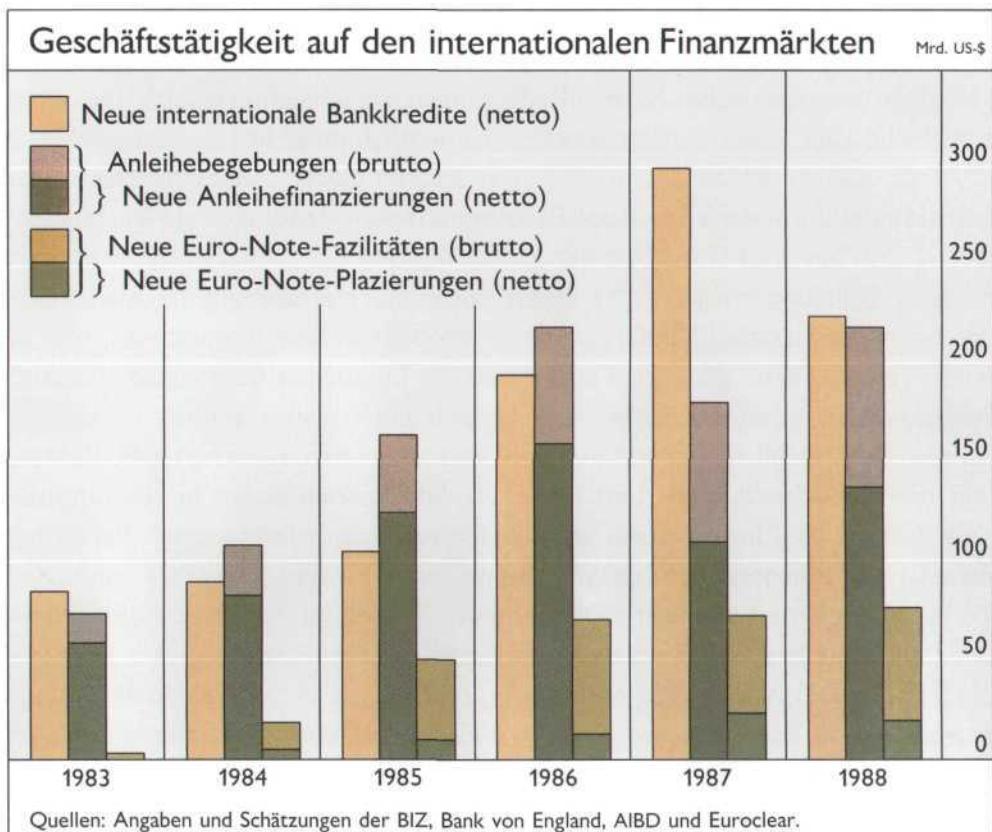
Mit Blick auf die internationale Verschuldungssituation war 1988 ein ereignisreiches, aber auch etwas enttäuschendes Jahr. Trotz ungewöhnlich günstiger internationaler Rahmenbedingungen verschlechterte sich die wirtschaftliche Lage vieler Schuldnerländer, namentlich jener in Lateinamerika und in Afrika südlich der Sahara, weiter. In mehreren dieser Länder beschleunigte sich die Inflation, und das Pro-Kopf-Einkommen nahm weiter ab. Eine Verschlechterung der Terms of trade und der starke Anstieg der Dollarzinsen erhöhten die reale Schuldendienstlast. Die Investitionen stagnierten, und die Aussichten der hochverschuldeten Länder, aus ihren Problemen herauszuwachsen, sind in noch weitere Ferne gerückt. Deshalb ist die Diskussion über einen direkten Schuldenabbau intensiviert worden. Ursprünglich waren Schuldenverminde rungen hauptsächlich Gegenstand von Verhandlungen zwischen den Banken und den Schuldnerländern und basierten auf Marktanreizen. In allerjüngster Zeit enthielt eine Initiative des amerikanischen Finanzministers den Vorschlag, derartige Vereinbarungen unter Einsatz von Mitteln des IWF und der Weltbank zu ermutigen und zu finanzieren. Zwar sind die genauen Einzelheiten der neuen Strategie noch nicht festgelegt, doch wurde mit dieser Initiative der Erlass von Schulden offiziell hoffähig, und sie hat in den Schuldnerländern entsprechende Erwartungen geweckt. Wie immer auch die Einzelheiten zur Verwirklichung der neuen Initiative aussehen werden, sie wird die Topographie der internationalen Verschuldungssituation tiefgreifend verändern.

Das internationale Finanzmarktgeschäft in einer Zeit des Umbruchs

Verhalteneres Wachstum des internationalen Bankgeschäfts hauptsächlich aufgrund der Entwicklung am Interbankmarkt

Im vergangenen Jahr setzten die internationalen Finanzmärkte ihre rasche Expansion fort, obschon das gesamte neue Finanzierungsvolumen etwas niedriger als 1987 war. Im internationalen Bankensektor stiegen die grenzüberschreitenden Forderungen plus die lokalen Forderungen in Fremdwährungen um 10%, während die Wachstumsrate im Jahr zuvor 17% betragen hatte. Diese Verlangsamung war weitgehend auf Entwicklungen am Interbankmarkt zurückzuführen, wo sich das Geschäft in den Jahren 1986 und 1987 äußerst schnell ausgeweitet hatte, letztes Jahr aber bedeutend weniger lebhaft war. Die Eröffnung des japanischen Offshore-Marktes im Dezember 1986 hatte beträchtliche Mittelströme zwischen den Banken in Japan und anderen bedeutenden Finanzplätzen in Gang gesetzt. Diese Anpassung schien Anfang 1988 vollendet zu sein, wenngleich Arbitragegeschäfte zwischen dem inländischen und dem Euro-Yen-Markt im vergangenen Jahr das Interbankgeschäft zeitweise stark stimulierten. Ein weiterer, eher allgemeiner Einfluß war das Inkrafttreten der neuen internationalen Eigenkapitalrichtlinien, die für die Banken einen Anreiz bildeten, ihr Bilanzvolumen niedrig zu halten. Der geringere Spielraum für das Eingehen von Zinspositionen infolge der Abflachung der Renditenkurven, die stabileren Devisenmärkte und der geringere Zuwachs an offiziellen Dollarreserven, die über das internationale Bankensystem angelegt wurden, haben wahrscheinlich ebenfalls zur Abschwächung des Interbankgeschäfts beigetragen.

Im letzten Jahr dürfte sich der Gesamtbetrag der über das internationale Bankensystem ausstehenden Kredite, der 1987 um \$ 300 Mrd. gestiegen war,



bereinigt um Doppelzählungen aus dem Interbankgeschäft, um schätzungsweise \$ 225 Mrd. erhöht haben. Diese Verlangsamung des Kreditwachstums nach einem ungewöhnlich hohen Wachstumstempo im Jahr 1987 erfolgte trotz eines kräftigen, von den Investitionen angeführten Aufschwungs der Weltwirtschaft. Reichliche Unternehmensliquidität und die Konkurrenz der inländischen und internationalen Wertpapiermärkte waren die Hauptgründe für die etwas geringere Finanzmittlerrolle des internationalen Bankensektors. Als weiterer bedeutender Faktor kommt hinzu, daß die Kreditnachfrage 1987 in beträchtlichem Ausmaß durch spekulative Strategien japanischer Marktteilnehmer auf den Wertpapier- und Geldmärkten angeheizt worden war; fast 50% der gesamten direkten Kreditaufnahme durch Nichtbanken im Berichtsgebiet waren auf sie entfallen. Diese Aktivitäten büßten letztes Jahr wegen des Anstiegs der kurzfristigen Zinsen offenbar an Attraktivität ein. Das Wachstum der Endkredite dürfte ferner durch den anhaltenden Rückgang der Neuausleihungen an Länder außerhalb des Berichtsgebiets gebremst worden sein. Die umfangreichen Schuldenkonversionsprogramme mehrerer wichtiger Schuldner ließen die Forderungen der Banken gegenüber diesen Ländern schrumpfen. Überdies reduzierten etliche asiatische Länder, die erhebliche Handelsüberschüsse verzeichneten, ihre bei den Banken ausstehende Verschuldung.

Entwicklung der Ausleihungen an Endkreditnehmer

Im Gegensatz zu dem mäßigeren Wachstum der zusammengefaßten Brutto- und Nettokreditaggregate wiesen bestimmte Bereiche des internationalen Bankgeschäfts eine kräftige Expansion auf. Insbesondere das Volumen neu angekündigter Konsortialkredite weitete sich abermals aus und erreichte wieder die Rekordhöhen der frühen achtziger Jahre. Die treibende Kraft

Wiederauf- schwung an den internationalen Anleihemärkten

hinter dieser Entwicklung war vor allem die Finanzierung von Aufkäufen und Umstrukturierungen von Unternehmen.

Die Neubegebungen an den internationalen Anleihemärkten, die in den letzten Monaten von 1987 im Gefolge des Börsenkrachs praktisch zum Stillstand gekommen waren, erlebten 1988 einen bemerkenswerten Wiederaufschwung. Angesichts steil ansteigender kurzfristiger Zinssätze übertrafen die angekündigten Neuemissionen mit \$ 225 Mrd. sogar etwas das Rekordniveau von 1986. Wegen der deutlich aufwärtsgerichteten Tendenz der termingemäßen und vorzeitigen Rückzahlungen blieben die über den internationalen Anleihemarkt fließenden Nettokreditströme aber leicht unter ihrem bisherigen Höchststand. Der Geschäftszuwachs verteilte sich breitflächig auf die einzelnen Instrumente und Währungen, wenn auch in einigen Fällen, wie z.B. bei den eigenkapitalbezogenen Anleihen (Wandelanleihen und Anleihen

Nettokreditvergabe auf den internationalen Märkten (Schätzung)

Position	Stand Ende 1983	Veränderung ¹					Stand Ende 1988
		1984	1985	1986	1987	1988	
		Milliarden US-Dollar					
Grenzüberschreitende Forderungen der berichtenden Banken ²	2 107,7	124,7	232,0	510,3	597,5	419,4	4 485,3
Lokale Forderungen in Fremdwährung abzüglich Doppelzählungen wegen Mittelweitergabe zwischen den berichtenden Banken	450,6	27,5	63,4	147,7	162,6	75,0	1 019,7
A = internationale Ausleihungen der Banken (netto) ³	1 318,3	62,2	190,4	463,0	460,1	269,4	3 115,0
B = neue Euro-Note-Plazierungen (netto)	1 240,0	90,0	105,0	195,0	300,0	225,0	2 390,0
Abgeschlossene internationale Anleihebegebungen	0,0	5,0	10,0	13,0	23,3	19,5	72,1
abzüglich Tilgungen und Rückkäufen							
C = internationale Anleihefinanzierung (netto)	105,6	161,9	219,6	181,2	219,4		
	24,6	38,9	59,3	71,1	81,5		
D = (A + B + C) = internationale Finanzierungen insgesamt abzüglich Doppelzählungen ⁴	320,0	81,0	123,0	160,3	110,1	137,9	1 085,4
E = internationale Finanzierungen insgesamt (netto)	1 560,0	176,0	238,0	368,3	433,4	382,4	3 547,5
	60,0	31,0	58,0	78,3	53,4	67,4	347,5
	1 500,0	145,0	180,0	290,0	380,0	315,0	3 200,0

¹ Die Stromdaten der Nichtdollarbankpositionen werden zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende in Dollar umgerechnet und Nichtdollaranleihen zum Wechselkurs des Ankündigungstamms. Die Bestandsdaten werden zu jeweiligen Wechselkursen umgerechnet.

² Banken der Zehnergruppe zuzüglich Luxemburgs, Österreichs, Dänemarks, Finnlands, Irlands, Norwegens, Spaniens, der Bahamas, Bahreins, der Kaimaninseln, Hongkongs, der Niederländischen Antillen und Singapurs sowie die Filialen der US-Banken in Panama.

³ Neben direkten Forderungen gegenüber Endempfängern enthalten diese Schätzungen bestimmte Interbankpositionen: erstens Forderungen gegenüber Banken außerhalb des Berichtsgebiets, wobei davon ausgegangen wird, daß diese „peripheren“ Banken in den meisten Fällen die Mittel bei Banken in den Finanzzentren nicht nur deshalb aufnehmen, um sie bei anderen Banken in diesen Zentren wieder anzulegen; zweitens Forderungen gegenüber Banken innerhalb des Berichtsgebiets, soweit solche Banken die Mittel für Zwecke inländischer Kreditvergabe in Landeswährung umwandeln oder sie dazu verwenden, unmittelbar Fremdwährungsgelder an inländische Kunden auszuleihen; drittens einen erheblichen Teil der Fremdwährungsforderungen gegenüber Banken des Landes, aus dem die betreffende Währung stammt, z.B. Dollarforderungen der Banken in London gegenüber Banken in den USA; auch hier wird davon ausgegangen, daß die kreditnehmenden Banken die Mittel im wesentlichen für inländische Zwecke aufnehmen und nicht in der Absicht, sie an das Ausland weiterzugeben; allerdings werden Verrechnungssalden und ähnliche Posten durch einen Abzug berücksichtigt.

⁴ Von den berichtenden Banken übernommene 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.

mit Option zum Bezug von Aktien), die Neubegebungen oft stark von den japanischen Kreditnehmern abhingen. Einmal mehr spielten Swaps eine bedeutende Rolle als Stütze der Emissionstätigkeit: Die Mehrzahl der Neubegebungen stand offenbar mit Swaps in Zusammenhang. Am kürzeren Ende des Wertpapiermarktes gingen die Nettoneuemissionen von Euronotes von \$ 23 Mrd. 1987 auf \$ 19 Mrd. zurück, bzw. von 17% auf 12% der gesamten internationalen Nettofinanzierung durch Wertpapiere. Trotz dieses verlangsamten Wachstums war der Euro-Note-Markt jedoch offenbar in guter Verfassung, denn die neu arrangierten Fazilitäten expandierten weiter sehr kräftig.

Eine auffallende Entwicklung im vergangenen Jahr war die weniger bedeutende Rolle der internationalen Wertpapier- und Bankkreditmärkte bei der Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite einiger wichtiger Industrieländer. Im Gegensatz zu 1987 finanzierten private Kapitalzuflüsse praktisch das ganze US-Leistungsbilanzdefizit, meist unter Umgehung der internationalen Märkte. Amerikanische Unternehmen, die in der Vergangenheit meist umfangreiche Mittel am Euroanleihemarkt aufgenommen hatten, borgten nur noch knapp \$ 8 Mrd. oder 38% weniger als 1987. Ferner nahmen die Direktausleihungen ausländischer Banken an US-Nichtbanken von \$ 27 Mrd. auf \$ 16 Mrd. ab, und das US-Banksystem borgte netto bloß \$ 13,5 Mrd. von Gebietsfremden, verglichen mit \$ 48 Mrd. im Jahr 1987. Im Falle der großen Überschüßländer trugen regulatorische und steuerliche Verzerrungen zu Mittelströmen in beiden Richtungen zwischen den inländischen und den internationalen Märkten bei. Die „Überfinanzierung“ des japanischen Leistungsbilanzüberschusses kann teilweise damit erklärt werden, daß inländische Kreditströme über die internationalen Märkte geleitet wurden. Ebenso kann die Schwäche der D-Mark im vergangenen Jahr teilweise der Anziehungskraft zugeschrieben werden, die hochverzinsliche, quellensteuerfreie und auf den internationalen Märkten leicht erhältliche Wertpapiere auf deutsche Anleger ausübten. Hingegen waren in Großbritannien kurzfristige Kapitalzuflüsse über Banken der wichtigste erfaßte Gegenposten zum Leistungsbilanzdefizit des Landes.

Im Berichtszeitraum waren die internationalen Finanzmärkte Einflüssen ausgesetzt, die in den vorangegangenen Jahren durch die stark expandierende Geschäftstätigkeit und ein relativ stabiles Zinsklima teilweise überdeckt worden waren. Das Jahr 1988 bot erstmals Gelegenheit, sich aus einer längerfristigen Sicht von den Auswirkungen der beispiellosen Umgestaltung zahlreicher Regulative, dem Wandel einiger Aspekte des Kredit- und Wertpapiergeschäfts und der Resistenz einer Vielzahl neuer Finanzierungsinstrumente unter weniger günstigen Rahmenbedingungen im Gefolge des Börsenkrachs sowie dem neuerlichen starken Anstieg der kurzfristigen Zinsen ein Bild zu machen.

Die wichtigste regulatorische Neuerung der letzten Jahre, die den Gesamtcharakter der internationalen Finanzmitteltätigkeit beeinflußt, ist die Vereinbarung über einheitliche Eigenkapitalstandards im Rahmen des Ausschusses für Bankenbestimmungen und -überwachung der Länder der Zehnergruppe. Diese Vereinbarung wurde in Kapitel IV besprochen. Die neuen Eigenkapitalanforderungen richten sich besonders an international tätige Banken, doch in der Praxis werden sie einen viel breiteren Kreis von Instituten berühren.

Weniger bedeutende Rolle der Euromärkte bei der Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite

Regulatorische und strukturelle Faktoren

Einfluß der neuen internationalen Vereinbarung über einheitliche Eigenkapitalstandards

Eine ihrer direkten Folgen ist, daß zahlreiche Banken sich gezwungen sahen, große Beträge an neuem Risikokapital aufzunehmen. Da Aktienemissionen oft mit hohen direkten Kosten verbunden sind und die bestehende Eigentümerstruktur verändern, haben die Banken ein beträchtliches Volumen an „hybriden“ Wertpapieren begeben, die von den Aufsichtsbehörden als Teil der zweiten der beiden Eigenkapitalklassen anerkannt worden sind. Im zweiten Halbjahr 1988 beliefen sich allein die auf den internationalen Märkten emittierten nachrangigen Schuldtitle der Banken auf \$ 5,5 Mrd. oder 18% ihrer gesamten Anleihebegebungen. Der Bedarf an zusätzlichem Eigenkapital hat die Banken auch dazu veranlaßt, ihre Rentabilität zu verbessern, um solche Mittel leichter aufnehmen zu können. In dieser Hinsicht werden die neuen Eigenkapitalrichtlinien wahrscheinlich eine dämpfende Wirkung auf das Gesamtwachstum der Bankbilanzen haben, besonders bei den Aktivitäten, die traditionell geringe Margen aufweisen. Die im vergangenen Jahr beobachtete Verlangsamung der Endausleihungen und des Interbankgeschäfts dürfte auf eine derartige Entwicklung hinweisen.

Eine weitere Veränderung im Geschäftsverhalten der Banken dürfte von den Auswirkungen der unterschiedlichen Risikogewichtung der verschiedenen Bankaktivitäten auf die Zusammensetzung der Bankenportefeuilles ausgehen. Es gibt Hinweise darauf, daß die Banken zunehmend bestrebt sind, ihre Aktiva von solchen mit höherem Risikogewicht zu solchen mit niedrigerem umzuschichten, gewinnträchtigere Aktiva zu erwerben und die Gewinnspannen bei bestehenden Geschäften zu vergrößern. So hat sich z.B. die Tendenz zur Ausweitung der nichtbilanzwirksamen Transaktionen und zur Herausnahme von Forderungen aus der Bilanz durch deren Verbriefung fortgesetzt und sogar beschleunigt. Mit Vermögenswerten besicherte Wertpapiere, die in den aufsichtsrechtlichen Richtlinien mit einer geringeren Risikogewichtung versehen sind und die es zuvor nur in den Vereinigten Staaten gab, sind nunmehr auch in anderen Ländern wie Japan, Frankreich und Großbritannien aufgekommen. Eine Reihe der auf den internationalen Märkten im vergangenen Jahr begebenen zinsvariablen Notes (FRN) wurde durch Hypothekarkredite spezialisierter Institute in Großbritannien abgesichert. Die neuen Kapitalstandards dürften auch einen Anreiz für die Teilnahme der Banken an der Aufbringung von \$ 27 Mrd. an internationalen Krediten für die Finanzierung von Unternehmensfusionen und -übernahmen geschaffen haben, da diese Kredite höhere Zinsmargen haben als herkömmliche Darlehen. Die für Währungswaps, ein Instrument, das nach den neuen Empfehlungen ebenfalls mit einer relativ hohen Gewichtung versehen ist, verrechneten Provisionen sollen ebenfalls neu berechnet worden sein, und Informationen über die ausstehenden Volumen lassen den Schluß zu, daß die Banken stärker daran interessiert waren, an deren Stelle Zinsswaps zu vermitteln.

Die fortgesetzte Umgestaltung der rechtlich-institutionellen Rahmenbedingungen des Finanzsektors in Japan hat ebenfalls einen starken Einfluß auf die internationalen Märkte ausgeübt. Als im letzten Jahr die kurzfristigen Zinssätze am Euro-Yen-Markt über die am heimischen Interbankmarkt stiegen, flossen Yen-Gelder aus Japan ab, und das Interbankgeschäft verlagerte sich teilweise auf den Euro-Yen-Markt. Nach der Einführung neuer

Auswirkungen auf die Bankbilanzen

Sonstige regulative und steuerliche Einflüsse

Geschäftsverordnungen für den heimischen Geldmarkt durch die Bank of Japan im November wurden diese Geschäfte weitgehend repatriert. Die Begebung von Anleihen mit Aktienbezugsoption auf den internationalen Wertpapiermärkten wurde von den Vorschriften über die Emission solcher Wertpapiere im Inland beeinflußt.

In Deutschland hat, wie unten näher ausgeführt, die Einführung der Quellensteuer im Januar 1989, die in der Folge wieder zurückgenommen wurde, eine Reihe von deutschen Unternehmen veranlaßt, DM-Wertpapiere über ihre ausländischen Niederlassungen aufzulegen. In Italien haben inländische Nichtbanken nach der weiteren Liberalisierung der Kapitalverkehrskontrollen in beträchtlichem Ausmaß Fremdwährungskredite bei italienischen Banken aufgenommen.

Während regulative Veränderungen das internationale Finanzmarktgeschehen in seiner Gesamtheit beeinflußt haben, wirkten sich andere Faktoren auf die Entwicklung einzelner Marktsegmente aus. Auf dem internationalen Zwischenbankmarkt – ausschließlich der Tätigkeit der Banken in Japan und ihrer ausländischen Niederlassungen – hat sich das Geschäftswachstum, das sich 1985 und 1986 vorübergehend verstärkt hatte, während der vergangenen beiden Jahre beträchtlich verlangsamt und sich 1988 fast ausschließlich auf bankinterne Operationen zwischen Hauptsitz und Niederlassungen beschränkt. Diese Verlangsamung kann auf drei Arten von Einflüssen zurückgeführt werden. Erstens haben der vorherige Rückgang in der Vergabe von Konsortialkrediten im Gefolge der internationalen Schuldenkrise und das faktische Darniederlegen des Marktes für zinsvariable Notes, für die die Banken große Käufer waren, die Nachfrage nach auf LIBOR basierenden Refinanzierungen am Interbankmarkt verringert. Gleichzeitig war das seit 1987 zu beobachtende Wiederaufleben des Marktes für Konsortialkredite mit einer viel breiteren Palette von Kreditoptionen verbunden, die zeitweilig die Begebung von marktfähigen Wertpapieren einschloß. Zweitens haben die Banken im Gegensatz zu den frühen achtziger Jahren in der Gestaltung ihrer Refinanzierungs- und Ausleihepolitik ein breiteres Spektrum von vor allem außerhalb der Bilanz angesiedelten Finanzinstrumenten verwendet. Im vergangenen Jahr stieg die Summe der offenen Zinspositionen im Zusammenhang mit Euro-Dollar-Terminkontrakten, dem von Banken meistgebrauchten Instrument zur Absicherung ihrer Zinsinkongruenzen, an der Chicago Mercantile Exchange um 80% auf \$ 529 Mrd. Der Markt für Zinsoptionen auf Euro-Dollar-Futures scheint in Gang gekommen zu sein, und Forward rate agreements sind offenbar im Kommen. Schließlich haben auch Änderungen in den Aufsichtsbestimmungen zu dem geringen Wachstum des Zwischenbankengeschäfts beigetragen. Obwohl die neuen internationalen Eigenkapitalempfehlungen Interbankforderungen nur ein relativ geringes Risikogewicht zugesen, sind die Banken wegen zu geringer Margen weniger als früher bereit, in diesem Markt aktiv zu werden.

Die internationalen Wertpapiermärkte waren von der Börsenkrise stark betroffen. Die Flucht in Qualitätswerte zeigte sich zuerst an großen Käufen von Staatspapieren durch ausländische Investoren und dem Auseinanderklaffen zwischen den Zinssätzen auf den Euromärkten und den Marktsätzen für

Ursachen des langsameren Wachstums des Interbankmarktes

Die internationa-
nen
Anleihemärkte
nach dem
Börsenkrach

Gründe des Umsatzrückgangs an den Sekundärmärkten

Staatspapiere. Die Befürchtungen hinsichtlich der Kreditrisiken klangen allmählich ab, aber die Umsätze an den Sekundärmärkten litten weiterhin unter dem fehlenden Interesse der Anleger. Es ist jedoch schwierig zu beurteilen, ob dieses Phänomen Ausdruck einer Verhaltensänderung als Folge der Krise der Aktienbörsen und langfristiger Strukturfaktoren war oder ob es sich dabei nur um das Ergebnis makroökonomischer Einflüsse wie der Abflachung der Renditenkurven handelte. Erstens wurde der Berufshandel nach den beträchtlichen Verlusten vieler Banken im Gefolge des Börsenkrachs eingeschränkt. Zweitens neigten, wie bereits angemerkt, die von japanischen Stellen (die 1988 die größten Kreditnehmer waren) emittierten Wertpapiere dazu, nach Japan zurückzufließen, und sie wurden danach an den internationalen Märkten nicht aktiv gehandelt. Drittens machten 1988 Privatplatzierungen, die auf spezielle Anleger zugeschnitten sind und nur einen sehr beschränkten Sekundärmarkt haben, schätzungsweise mehr als 20% der Gesamtemissionen aus. Und schließlich hat sich die Art der an den internationalen Märkten begebenen Wertpapiere sehr beträchtlich geändert. Zinsvariable Notes, die als Geldmarktinstrument verwendet wurden und daher ein relativ hohes Umsatzvolumen hatten, sind seit 1987 von kurzfristigen Commercial papers ersetzt worden, die bei den Endanlegern plaziert und daher nicht aktiv gehandelt werden.

Der Rückgang des Sekundärmarktgeschäfts hatte im abgelaufenen Jahr erhebliche Auswirkungen auf die Ertragslage der Banken und Wertpapierfirmen. Überkapazitäten in einigen Marktsegmenten zwangen mehrere Finanzinstitute, sich aus der Marktmacherfunktion zurückzuziehen, und eine Reihe von Investmentfirmen schritten zu weitgehenden Umstrukturierungen, ja selbst Massenentlassungen. Am Primärmarkt haben die Führungsbanken die Übernahmeverfahren bei Eurobonds in dem Bestreben, den übermäßigen Wettbewerb zu verringern und die Rentabilität wiederherzustellen, überprüft.

Nach dem Börsenkrach hielten sich Finanzinnovationen im Sinne der Schaffung breiter Märkte für neue Instrumente in sehr engem Rahmen. Wegen der starken Liquiditätspräferenz vieler Investoren standen einige Wertpapiere spezieller Ausprägung, die gegen Jahresende 1987 mit einem beträchtlichen Abschlag gehandelt worden waren, nicht mehr in der Gunst der Anleger. Trotzdem gewannen viele der Anfang der achtziger Jahre geschaffenen neuen Instrumente weiter an Bedeutung. Der Markt für Zins- und Währungswaps blieb sehr aktiv und erfuhr einige geringfügige Neuerungen. Wie bereits erwähnt, weitete sich der Markt für Euro-Dollar-Terminkontrakte beträchtlich aus; darüber hinaus war Terminkontrakten auf am heimischen Markt begebene Instrumente, wie dem im September 1988 an der Londoner LIFFE eingeführten, auf deutschen Staatsanleihen basierenden Kontrakt, ein beträchtlicher Erfolg beschieden.

Der internationale Bankensektor

Die Entwicklung der Gesamtaggregate

Nach zwei Jahren außerordentlich hoher Zuwachsraten schwenkte das internationale Bankgeschäft 1988 auf einen gemäßigteren Wachstumskurs ein.

Geringere Bedeutung von Finanzinnovationen

Ausgewählte Merkmale des internationalen Geschäfts der Banken

Position	Stand Ende 1985	Veränderung, bereinigt um Wechselkurseinflüsse							Stand Ende 1988	
		1986	1987	1988						
				Jahr	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.		
Milliarden US-Dollar										
A. Grenzüberschreitende Positionen:										
Forderungen insgesamt	2 574,2	510,3	597,5	419,4	76,7	94,9	212,5	35,3	4 485,3	
darunter:										
Interbankforderungen innerhalb des Berichtsgebiets	1 527,0	443,9	496,0	350,7	62,6	73,6	200,2	14,2	3 068,1	
Forderungen an Nichtbanken innerhalb des Berichtsgebiets	356,9	39,7	78,5	60,1	17,5	19,2	9,8	13,7	594,9	
Verbindlichkeiten insgesamt	2 537,7	535,4	686,5	510,7	85,9	144,0	216,3	64,5	4 620,5	
darunter:										
gegenüber Nichtbanken innerhalb des Berichtsgebiets	351,7	71,9	50,0	43,9	3,5	17,7	7,6	15,1	551,2	
darunter:										
Einlagen von Währungsinstituten	145,2	- 12,8	44,3	9,0	- 2,9	13,5	- 0,9	- 0,7	204,8	
B. Lokale Transaktionen in Fremdwährung:¹										
Inlandsforderungen insgesamt	562,8	147,7	162,6	75,0	41,1	- 45,3	76,6	2,6	1 019,7	
darunter:										
Forderungen an inländische Nichtbanken	212,2	68,4	100,2	68,1	22,4	- 0,2	21,3	24,6	477,9	
Inlandsverbindlichkeiten insgesamt	477,1	112,9	119,3	33,7	32,2	- 62,3	84,1	- 20,3	798,1	
darunter:										
Verbindlichkeiten gegenüber inländischen Nichtbanken ²	67,9	17,3	20,4	22,1	5,8	3,8	2,5	10,0	137,5	
Nachrichtlich:										
Angekündigte Konsortial-kredite insgesamt		29,9	88,7	103,8	24,6	22,6	26,5	30,2		

¹ Nur für die Banken in Europa, Kanada und Japan.

² Ohne die Positionen der Banken in Japan.

Zu laufenden Dollarkursen gerechnet stiegen die grenzüberschreitenden Forderungen der berichtenden Banken um \$ 290 Mrd. auf insgesamt \$ 4 485 Mrd. am Jahresende. 1987 hatte der Zuwachs volle \$ 927 Mrd. betragen. Die Differenz zwischen den Zuwachsraten dieser beiden Jahre erscheint jedoch aufgrund der Veränderung des verwendeten Maßstabs größer als sie wirklich war. 1987 hatten die ständigen Werteinbußen des Dollars den Dollargegenwert der auf andere Währungen lautenden Positionen

Langsameres Wachstum der internationalen Bankforderungen insgesamt

der Banken in die Höhe getrieben, während dessen Erholung 1988 die gegenteilige Wirkung hatte. Bereinigt um diese wechselkursbedingten Bewertungseffekte verlangsamte sich das Wachstum der grenzüberschreitenden Forderungen der berichtenden Banken viel weniger stark, nämlich von \$ 597 Mrd. 1987 auf \$ 419 Mrd.

Wie in den beiden vorangegangenen Jahren wiesen die grenzüberschreitenden Verbindlichkeiten der berichtenden Banken einen erheblich stärkeren Anstieg auf als die Auslandsforderungen. Die sich daraus ergebende Ausweitung ihrer Nettoschuldnerposition zum Ausland um \$ 91 Mrd. bedeutete, daß die berichtenden Banken per saldo einen sehr beträchtlichen Teil der Mittel aus dem Ausland für die Kreditvergabe im Inland – in Fremd- oder Landeswährung – verwendeten. In der Tat wiesen ihre Fremdwährungsforderungen gegenüber inländischen Nichtbanken im letzten Jahr erneut einen kräftigen Zuwachs auf (\$ 68 Mrd. oder 17%), während die identifizierten, lokal entgegengenommenen Fremdwährungseinlagen ortsansässiger Nichtbanken nur um \$ 22 Mrd. anstiegen.

Die mäßigere Ausweitung der grenzüberschreitenden Forderungen der Banken war weitgehend auf ein verlangsamtes Wachstum des Interbankgeschäfts im Berichtsgebiet zurückzuführen; es ging von \$ 496 Mrd. 1987 auf \$ 351 Mrd. zurück. Die Transaktionen der Banken in Japan, gleichviel ob als Bereitsteller oder Nehmer von Mitteln, machten den Löwenanteil dieser Expansion aus und nahmen um ein Drittel zu, während das Wachstum des Interbankgeschäfts zwischen den anderen berichtenden Banken drastisch auf bloß 2% zurückging. Die direkten grenzüberschreitenden Forderungen an Nichtbanken im Berichtsgebiet verzeichneten weiterhin ein recht kräftiges Wachstum, nämlich um 11%. Hingegen schwächte sich die Kreditvergabe an Länder außerhalb des Berichtsgebiets erneut ab; die Zunahme betrug nur noch 1%.

Alles in allem läßt sich die Zunahme der im vergangenen Jahr neu über den internationalen Bankkreditmarkt ausgereichten Kredite – nach Abzug der Doppelzählungen aus der Weitergabe von Mitteln zwischen den berichtenden Banken, aber unter Berücksichtigung der Verwendung internationaler Mittel durch die Banken selbst für die Kreditgewährung im Inland – auf rund 10% veranschlagen.

Herkunft und Verwendung internationaler Bankmittel innerhalb des Berichtsgebiets

Fast die gesamten neuen internationalen Bankkredite des vergangenen Jahres (\$ 216 Mrd. oder 96%) wurden nachweislich vom Berichtsgebiet selbst beansprucht. Die direkte Kreditvergabe an Nichtbanken belief sich auf \$ 128 Mrd., wobei Kreditnehmer in Japan (\$ 47 Mrd.), Großbritannien (\$ 17 Mrd.), den Vereinigten Staaten (\$ 16 Mrd.), Italien (\$ 12 Mrd.) und den Niederlanden (\$ 10 Mrd.) die meisten Mittel erhielten. Im Falle von japanischen und britischen Gebietsansässigen wurden diese Gelder zumeist in Form von Fremdwährungsdarlehen bei heimischen Banken aufgenommen und vermutlich weitgehend für die Finanzierung von Käufen internationaler Wertpapiere verwendet.

Ungleiches
Wachstum
des Interbank-
geschäfts

Direktkredit-
vergabe fast
vollständig auf
Berichtsgebiet
beschränkt

Herkunft und Verwendung internationaler Bankmittel (Schätzung)

Position	Veränderung, bereinigt um Wechselkurseinflüsse								Stand Ende 1988
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	
	Milliarden US-Dollar								
Verwendung									
Berichtsgebiet	92	42	52	77	77	168	277	216	1 568
Außengebiet	66	39	28	13	24	14	11	7	720
Nicht aufteilbar	7	14	5	0	4	13	12	2	102
Insgesamt	165	95	85	90	105	195	300	225	2 390
Herkunft									
Berichtsgebiet	137	93	81	60	85	166	217	153	1 655
Außengebiet	17	-12	1	31	18	- 2	49	40	518
Nicht aufteilbar	11	14	3	- 1	2	31	34	32	217
Insgesamt	165	95	85	90	105	195	300	225	2 390
Saldo									
Berichtsgebiet	-45	-51	-29	17	-8	2	60	63	- 87
Außengebiet	49	51	27	-18	6	16	-38	-33	202
Nicht aufteilbar	- 4	0	2	1	2	-18	-22	-30	-115

Die Verwendung internationaler Mittel durch die Banken selbst für die lokale Kreditvergabe in Landeswährung läßt sich auf \$ 88 Mrd. veranschlagen, wobei die Banken in den USA (\$ 22 Mrd.), Großbritannien (\$ 20 Mrd.) und Japan (\$ 17 Mrd.) netto am meisten Mittel aus dem Ausland beanspruchten.

Auf der Passivseite der Bankbilanzen stammten \$ 153 Mrd. oder etwa zwei Drittel der neu auf den Markt fließenden Mittel aus dem Berichtsgebiet selbst. Überdies dürfte der größte Teil des Zuwachses von \$ 32 Mrd. des nichtaufteilbaren Postens, der sich weitgehend aus den eigenen Wertpapieremissionen der Banken ergibt (deren Käufer in der Regel nicht identifiziert werden können), auf Anleger aus dem Berichtsgebiet entfallen. Die erfaßten Direkteinlagen von Nichtbanken beliefen sich auf \$ 66 Mrd., wobei die Nichtbanken aus den Niederlanden (\$ 13 Mrd.), den Vereinigten Staaten (\$ 10 Mrd.) und Belgien-Luxemburg (\$ 8 Mrd.) am meisten Mittel zur Verfügung stellten. Ferner sind dem Markt offenbar fast \$ 28 Mrd. über schweizerische Treuhandkonten zugeflossen. Die bedeutende Rolle der niederländischen Nichtbanken auf der Herkunfts- und der Verwendungsseite des internationalen Bankkreditmarktes erklärt sich weitgehend dadurch, daß die Niederlande oft als Domizil für die Finanzierungsgesellschaften internationaler Konzerne gewählt werden. Die Bereitstellung inländischer Mittel durch die Banken für internationale Kreditgewährungen läßt sich nahezu auf \$ 60 Mrd. schätzen, aber diese Zahl schließt auch einen gewissen Betrag von Zentralbankeinlagen ein.

Umfangreiches
Mittelaufkommen
aus dem
Berichtsgebiet

Geschäftstätigkeit mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets

Die Zunahme identifizierter Forderungen an Länder außerhalb des Berichtsgebiets verlangsamte sich im vergangenen Jahr weiter auf nur noch \$ 6,8 Mrd. Gleichzeitig setzte sich der Mittelfluß von diesen Ländern zu den Banken

Außengebiet stellt den berichtenden Banken netto Mittel zur Verfügung

Beschleunigte Abnahme der gemeldeten Forderungen an Lateinamerika

Expandierendes Kreditgeschäft mit Osteuropa und den OPEC-Ländern

weiterhin relativ stark fort und betrug insgesamt \$ 39,5 Mrd. Die bedeutendsten Einleger waren die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer mit Ausnahme von Taiwan (\$ 19,2 Mrd.), die entwickelten Länder außerhalb des Berichtsgebiets (\$ 12,7 Mrd.) und die OPEC-Länder (\$ 11 Mrd.). Hingegen zog Taiwan, das in den letzten Jahren seine Einlagen bei den berichtenden Banken beträchtlich aufgestockt hatte, 1988 Guthaben in Höhe von nahezu \$ 8 Mrd. ab.

Die insgesamt langsame Zunahme der Neuausleihungen an die Länder außerhalb des Berichtsgebiets war im wesentlichen auf Entwicklungen in Lateinamerika zurückzuführen. Nachdem die identifizierten Forderungen der berichtenden Banken an lateinamerikanische Länder 1987 um \$ 3,9 Mrd. abgenommen hatten, verzeichneten sie im vergangenen Jahr einen weiteren absoluten Rückgang um \$ 10,8 Mrd. oder fast 5%. Dieser Rückgang entfiel mehr als zur Gänze auf drei Länder, nämlich Mexiko (– \$ 5,8 Mrd.), Brasilien (–\$3,9 Mrd.) und Chile (–\$1,7 Mrd.) (s. die Tabelle auf S.151). Die Banken stellten neue Mittel im Betrag von \$ 5,6 Mrd. im Rahmen von Umschuldungspaketen zur Verfügung (wovon \$ 4 Mrd. an Brasilien gingen, \$ 1,1 Mrd. an Mexiko und \$ 0,5 Mrd. an Argentinien), aber dieser Zustrom neuer Kredite wurde durch die Abnahme ausstehender Forderungen infolge von Schuldenumwandlungen, Forderungsverkäufen mit einem Abschlag auf den Nennwert, Abschreibungen und die Ausübung von Garantien mehr als wettgemacht. Auf der Einlagenseite reduzierte Mexiko, dessen Devisenreserven letztes Jahr stark schwanden, seine Einlagen um \$ 5,2 Mrd., nachdem es sie 1987 noch um \$ 6,5 Mrd. aufgestockt hatte. Die meisten anderen lateinamerikanischen Länder erhöhten ihre Guthaben bei den berichtenden Banken, namentlich Brasilien (\$ 2,7 Mrd.) und Argentinien (\$ 1,6 Mrd.).

In Asien war China bei weitem der größte Kreditnehmer (\$ 7,2 Mrd.); es stockte überdies seine Einlagen bei den berichtenden Banken auf (\$ 5,1 Mrd.). Andererseits nahmen mehrere asiatische Länder beträchtliche Schuldentilgungen gegenüber den berichtenden Banken vor, insbesondere Südkorea und die Philippinen (je \$ 1,9 Mrd.), Taiwan (\$ 1,7 Mrd.) und Malaysia (\$ 1,3 Mrd.). Weitere bescheidene Rückgänge waren ferner bei den Forderungen der berichtenden Banken an die nicht zur OPEC gehörenden Entwicklungsländer in Afrika und dem Nahen Osten zu verzeichnen.

Bei zwei Gruppen von Außengebietsländern, nämlich Osteuropa und den OPEC-Ländern, expandierte das Kreditgeschäft der berichtenden Banken im vergangenen Jahr mit beschleunigtem Tempo. Die neuen Kredite an die OPEC-Länder beliefen sich auf \$ 5,2 Mrd., wobei die Vereinigten Arabischen Emirate (\$ 2,1 Mrd.), Libyen und Saudi-Arabien (je \$ 0,8 Mrd.) die umfangreichsten Kredite aufnahmen. Dagegen verzeichneten die Forderungen an Nigeria einen weiteren Rückgang um \$ 1,3 Mrd.; Saudi-Arabien (\$ 10,6 Mrd.) und die Vereinigten Arabischen Emirate (\$ 5,4 Mrd.) tätigten die höchsten Einlagen, während die meisten anderen Länder in dieser Gruppe ihre Einlagen abbauten. Insbesondere Libyens Einlagen schrumpften um \$ 1,8 Mrd. oder 26%.

Die Neuausleihungen an Osteuropa erholteten sich deutlich und stiegen von \$ 2,3 Mrd. 1987 auf \$ 8 Mrd., was beinahe dem bisherigen Rekord entspricht. Nach einigen Abzügen im Jahre 1987 stockten diese Länder

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

Position	Veränderung, bereinigt um Wechselkurseinflüsse								Stand Ende 1988
	1981	1982	1983	1984 ¹	1985	1986	1987	1988	
	Milliarden US-Dollar								
Kreditaufnahme bei den berichtenden Banken									
Nichtberichtende Industrieländer	16,8	16,0	7,2	5,3	6,9	6,7	5,1	2,5	130,2
Osteuropa	4,8	- 4,6	- 1,1	-0,1	5,7	3,7	2,3	8,0	87,0
OPEC ²	4,2	8,2	9,8	-2,1	0,2	0,4	2,0	5,2	129,0
Nicht-OPEC-Entwicklungsländer (ohne Taiwan)	39,4	20,0	13,1	10,6	11,6	- 0,9	-6,4	- 7,2	357,4
davon: Lateinamerika ³	30,5	12,1	8,3	5,3	1,7	1,6	-3,9	-10,8	214,9
China	-0,4	- 0,6	0,4	1,4	4,9	0,7	4,8	7,2	23,7
Übriges Asien	5,0	5,1	3,5	4,2	4,0	- 2,2	-5,6	- 1,8	80,7
Afrika	2,0	1,7	0,6	0,1	0,9	- 0,2	-0,6	- 1,0	22,7
Naher Osten	2,3	1,7	0,3	-0,4	0,2	- 0,8	-1,1	- 0,7	15,4
Taiwan	0,5	- 0,2	- 0,5	-0,8	-0,6	4,0	8,3	- 1,7	16,3
Kreditaufnahme insgesamt	65,7	39,4	28,5	12,9	23,8	13,8	11,2	6,8	719,9
Nachrichtlich:									
vierzehn hochverschuldete Länder ⁴	33,5	16,5	8,5	2,4	0,7	2,0	-5,9	-14,2	265,0
Einlagen bei den berichtenden Banken									
Nichtberichtende Industrieländer	3,8	- 0,1	1,3	3,1	3,3	7,2	6,3	12,7	68,3
Osteuropa	0,1	2,0	2,7	4,3	2,8	0,2	-0,7	4,4	34,7
OPEC ²	3,2	-18,2	-13,0	4,2	6,6	-22,1	19,3	11,0	178,5
Nicht-OPEC-Entwicklungsländer (ohne Taiwan)	8,3	3,4	8,3	13,9	-1,0	- 1,5	17,5	19,2	199,4
davon: Lateinamerika ³	4,7	- 1,9	5,8	10,1	0,4	0,8	6,7	2,3	80,7
China	2,3	2,9	1,3	1,3	-5,3	- 0,9	5,3	5,1	22,0
Übriges Asien	-0,7	1,4	1,9	3,1	1,0	- 0,3	2,1	10,3	55,2
Afrika	0,5	- 0,8	0,2	1,0	1,4	- 0,1	1,6	1,5	16,7
Naher Osten	1,5	1,8	- 0,9	-1,7	1,5	- 1,0	1,9	- 0,1	24,7
Taiwan	1,2	1,2	2,1	5,4	6,7	14,4	6,5	- 7,9	37,5
Einlagen insgesamt	16,6	-11,7	1,4	30,9	18,3	- 1,8	48,8	39,5	518,3
Nachrichtlich:									
vierzehn hochverschuldete Länder ⁴	2,5	- 9,5	7,0	13,4	2,6	- 4,7	7,1	1,5	97,0

¹ 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. ² Einschl. Brunei, Oman und Trinidad und Tobago, aber ausschl. Bahrain ab 1984. ³ Einschl. jener Länder im karibischen Raum, die nicht als Offshore-Bankplätze gelten. ⁴ „Baker-Länder“ ohne Jugoslawien.

jedoch auch ihre Einlagen bei den berichtenden Banken um \$ 4,4 Mrd. auf. Wie gewöhnlich war die Sowjetunion der größte Kreditnehmer (\$ 5,5 Mrd.) und Einleger von neuen Mitteln (\$ 1,7 Mrd.). Weitere bedeutende Beträge wurden von der DDR (\$ 2,5 Mrd.) und Bulgarien (\$ 1,8 Mrd.) aufgenommen; beide Länder stockten überdies ihre Einlagen bei den berichtenden Banken beträchtlich auf (\$ 1,6 bzw. 0,7 Mrd.).

Entwicklung in den einzelnen Marktzentren

Anhaltende gesamte Zunahme der Auslandsposition der Banken in Japan

Die gemäßigtere Expansion des internationalen Bankgeschäfts im vergangenen Jahr war nicht gleichmäßig auf die verschiedenen Finanzplätze verteilt. In Europa und in den Offshore-Zentren verlangsamte sich das Wachstum stark. Die grenzüberschreitenden Forderungen der Banken in Japan hingegen nahmen weiterhin rasant zu, nämlich um 29%, und machten zwei Fünftel des Gesamtwachstums der Auslandsforderungen der berichtenden Banken aus. Im Gegensatz zu 1987 erfolgte diese Expansion hauptsächlich in Fremdwährungen und lief vorwiegend über den Japan Offshore-Markt (JOM). Infolgedessen sprangen die Auslandsforderungen der Banken am JOM in den ersten beiden Jahren seines Bestehens auf \$ 331 Mrd. und überholten damit die Internationale Bankenfreizone in den Vereinigten Staaten (die schon im Dezember 1981 geschaffen worden war) um etwa \$ 22 Mrd. Netto gerechnet importierte das japanische Bankensystem abermals ausländische Mittel, und zwar in Höhe von

Auslandsposition der Banken in:	Veränderung, bereinigt um Wechselkurseinflüsse								Stand Ende 1988	
	Bruttoforderungen				Nettoforderungen				Bruttoforderungen	Nettoforderungen
	1985	1986	1987	1988	1985	1986	1987	1988		
	Milliarden US-Dollar									
Großbritannien	30,7	87,5	89,1	34,0	-15,1	- 9,6	- 6,2	-27,7	883,6	- 78,4
Frankreich	7,4	14,9	37,9	23,3	2,7	1,1	1,6	- 9,9	275,9	- 16,3
Deutschland (BR)	19,4	38,8	17,0	17,4	13,0	27,7	4,1	8,8	206,0	76,2
Luxemburg	9,6	15,2	19,0	19,5	0,1	- 1,4	1,1	4,6	188,6	17,1
Belgien	16,1	18,7	16,5	1,3	- 0,7	- 1,1	- 2,7	- 2,6	142,8	- 24,7
Niederlande	5,2	5,9	12,5	15,1	0,9	- 3,8	0,9	2,9	122,3	8,2
Schweiz	9,1	10,3	16,4	0,0	1,0	0,7	4,7	- 3,8	117,0	37,2
Italien	8,7	3,8	-1,5	2,7	3,0	- 4,7	- 5,1	- 7,5	62,8	- 35,2
Österreich	5,2	6,1	1,6	-0,6	- 0,4	- 0,7	- 1,9	- 1,3	50,3	- 6,2
Spanien	1,8	2,9	-0,1	-0,4	3,1	- 1,6	- 5,2	- 5,3	24,3	- 11,0
Dänemark	4,1	-1,2	4,0	3,6	- 0,7	- 0,3	0,6	0,9	19,8	1,0
Schweden	1,5	1,2	2,9	0,5	- 1,4	- 2,3	- 5,7	- 9,9	14,9	- 29,0
Finnland	-0,2	1,7	0,3	0,6	- 1,6	- 0,8	- 5,8	- 4,1	9,2	- 16,7
Irland	0,3	0,5	1,2	0,1	0,1	- 0,5	0,0	- 0,8	5,3	- 6,0
Norwegen	1,3	1,3	0,7	-1,3	- 1,9	- 2,6	- 2,6	0,0	5,1	- 13,1
Europäische berichtende Länder zusammen	120,2	207,4	217,6	115,7	2,0	0,3	-21,9	-55,8	2 128,0	- 97,0
USA	3,0	50,3	31,4	46,5	-35,3	-23,6	-48,0	-13,5	555,8	- 34,5
darunter: Bankenfreizone	11,8	35,7	31,5	32,0	- 4,4	-17,2	-18,8	1,3	309,4	- 26,5
Japan	53,4	126,6	166,5	166,7	12,0	-21,1	-24,5	-23,2	733,7	- 38,7
darunter: Offshore-Markt		88,7	89,9	138,5		0,7	- 0,2	2,7	331,0	3,0
Kanada	1,2	6,8	-0,4	-6,5	- 0,4	2,9	- 2,7	- 3,2	48,0	- 23,3
Asiatische Marktzentren*	29,7	85,6	135,7	88,7	3,4	11,9	9,2	8,1	598,3	43,1
Karibische Marktzentren	24,5	33,6	46,7	8,3	10,1	4,5	- 1,1	- 3,6	421,4	15,2
Insgesamt	232,0	510,3	597,5	419,4	- 8,1	-25,1	-89,0	-91,3	4 485,3	-135,2

* Einschl. Bahrain.

\$ 23 Mrd., trotz anhaltender Auslandsausleihungen in Yen. Nach den Banken in Japan verzeichneten im vergangenen Jahr die Banken an den asiatischen Offshore-Finanzplätzen die höchsten Wachstumsraten bei ihren Auslandsforderungen, obschon diese Expansion mit 17% nur halb so groß wie 1987 war. Hingegen verlangsamte sich das Wachstum der Auslandsforderungen der Banken an den karibischen Finanzplätzen drastisch und betrug bloß noch 2%.

Das Wachstum der Auslandsforderungen der Banken in den USA erholte sich im vergangenen Jahr und betrug 9%, während die Expansion ihrer Verbindlichkeiten von 17% im Jahr 1987 auf 11% zurückging. Wie schon auf Seite 122 erläutert, bedeutete dies, daß die Banken in den USA eine viel kleinere Rolle bei der Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits des Landes spielten als 1987. Bemerkenswert war in den USA einmal mehr die relativ starke Zunahme der auf Fremdwährung lautenden Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten der Banken. Zwar sind diese Nichtdollarpositionen immer noch viel kleiner als die Dollarpositionen, doch haben sie sich im Verlauf von zwei Jahren mehr als verdoppelt.

In Europa war die Verlangsamung des Wachstums der grenzüberschreitenden Forderungen von 1987 auf 1988 besonders ausgeprägt bei den Banken in Großbritannien (von 11% auf 4%), Belgien (von 12% auf 1%) und der Schweiz (von 14% auf null), aber das Geschäft in den Niederlanden, Luxemburg, Frankreich und Deutschland entwickelte sich weiterhin recht kräftig. Mit Ausnahme von Deutschland, Luxemburg, den Niederlanden und Dänemark importierten die Banken in den europäischen berichtenden Ländern netto ausländische Mittel. Dies galt besonders für die Banken in Großbritannien (\$ 27,7 Mrd.), Frankreich und Schweden (nahezu je \$ 10 Mrd.) und Italien (\$ 7,5 Mrd.).

Geringere
Nettöneu-
verschuldung
der Banken in
den USA im
Ausland

Abgeschwächtes
Auslandsgeschäft
der Banken
in Europa

Währungszusammensetzung des internationalen Bankgeschäfts und Wachstum des ECU-Marktes

Der Anteil des Dollars an den neuen Auslandsforderungen der Banken in den berichtenden Industrieländern ging von 48% im Jahr 1987 auf 38% zurück. Die grenzüberschreitenden Verbindlichkeiten in Dollar weiteten sich viel stärker aus, was bedeutet, daß die Nettoschuldnerposition der Banken in Dollar gegenüber dem Ausland um fast \$ 80 Mrd. stieg. Darin zeigt sich vor allem, wie stark die Banken ausländische Dollarguthaben netto für inländische Zwecke verwendeten. Als weiterer wichtiger Faktor kam hinzu, daß die Anleger trotz des Wechselkursrisikos von den hohen Dollarzinsen angezogen wurden, während die Kreditnehmer es vorzogen, sich in Währungen mit niedrigen Zinssätzen zu verschulden.

Geringerer
Anteil des Dollars
an den Auslands-
forderungen

Abgesehen vom Dollar war das stärkste Wachstum bei den Yen-Forderungen zu verzeichnen (\$ 75,9 Mrd.). Yen-Ausleihungen an das Ausland durch Banken in Japan machten den Hauptanteil dieses Zuwachses aus. Berücksichtigt man nur die Fremdwährungspositionen, so war die Expansion der grenzüberschreitenden Aktiva in anderen Währungen als dem Dollar am stärksten bei der D-Mark, dem Pfund Sterling und der ECU, und der Yen kam erst an vierter Stelle. Die Yen-Zahlen sind jedoch viel zu niedrig angesetzt,

Starkes
Wachstum der
Yen-Forderungen

Währungszusammensetzung der grenzüberschreitenden Positionen der berichtenden Banken ¹											
Währung	Veränderung, bereinigt um Wechselkurseinflüsse								Stand Ende 1988		
	Forderungen				Verbindlichkeiten				Forderungen	Verbindlichkeiten	
	1985	1986	1987	1988	1985	1986	1987	1988			
	Milliarden US-Dollar										
US-Dollar	A	52,9	188,7	184,3	93,6	41,2	209,8	193,4	161,0	1328,3	1 535,5
	B	1,4	43,1	15,1	29,9	33,5	63,1	63,4	41,9	489,7	519,3
Sonstige Währungen	A	77,9	69,2	101,4	115,6	90,6	106,8	130,8	123,3	920,2	1 018,4
	B	45,6	90,1	114,3	83,4	34,0	53,0	124,7	92,0	727,3	585,8
<i>darunter:²</i>											
D-Mark	A	13,4	0,3	31,9	31,2	15,9	28,0	41,5	41,5	293,0	340,2
	B	15,5	26,4	4,0	13,3	3,0	2,3	4,4	8,0	145,4	79,6
Schweizer Franken	A	15,3	7,9	-1,5	-4,8	18,9	17,5	10,5	-16,1	113,9	138,8
	B	2,8	3,3	3,5	-0,7	2,4	1,4	4,7	- 0,6	55,0	20,9
Japanischer Yen	A	21,0	20,8	30,8	14,0	19,4	21,3	23,8	7,5	159,3	141,3
	B	22,1	43,9	92,5	61,9	17,9	29,4	89,9	46,5	344,4	268,8
Pfund Sterling	A	4,8	8,5	5,2	22,8	7,1	10,1	13,9	21,7	69,1	86,3
	B	2,3	8,8	8,3	6,8	5,6	9,4	15,6	24,7	77,0	117,3
ECU	A	14,3	6,2	8,4	16,1	12,8	2,7	5,9	17,2	86,0	76,9

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

¹ Nur Positionen der Banken in den berichtenden Industrieländern. ² Ohne Positionen der Banken in den USA.

da für die Positionen der Banken in den asiatischen Offshore-Zentren keine Aufschlüsselung nach Währungen verfügbar ist. Betrachtet man die Wachstumsraten, war die Expansion der Euro-Pfund-Forderungen mit fast 50% besonders ausgeprägt. Hingegen gingen die Positionen im Schweizer Franken im vergangenen Jahr zurück. Namentlich die Auslandsverbindlichkeiten der berichtenden Banken in dieser Währung nahmen um über 10% ab – dies ist der erste bedeutende Rückgang, der bisher zu verzeichnen war –, und die Euromarktverbindlichkeiten in Schweizer Franken sind jetzt kleiner als jene in Yen.

Erholung des ECU-Geschäfts

Nach zwei Jahren eines eher geringen Wachstums erholte sich 1988 das ECU-Geschäft der Banken. Einschließlich der Positionen gegenüber Gebietsansässigen beschleunigte sich die Expansion der ECU-Forderungen von \$ 11,1 Mrd. im Jahr 1987 auf \$ 23,9 Mrd. Das raschere Wachstum war jedoch ausschließlich einer Belebung im Interbankengeschäft zuzuschreiben, während die Neukreditvergabe an Nichtbanken von \$ 5,2 Mrd. im Jahr 1987 auf \$ 4,6 Mrd. zurückging. Die Einlagen von Nichtbanken, die in den vorangegangenen beiden Jahren per saldo keinen Zuwachs verzeichnet hatten, stiegen ein wenig an (+\$ 1,6 Mrd.), blieben jedoch gemessen an der Gesamtgröße des Marktes klein.

Die Nationalitätenstruktur des internationalen Bankgeschäfts

Die Tabelle auf Seite 135 zeigt die Entwicklung des internationalen Bankgeschäfts (definiert als das grenzüberschreitende Geschäft, plus lokales Geschäft in

Struktur des ECU-Geschäfts der Banken

Position	Forderungen			Verbindlichkeiten				
	Veränderung, bereinigt um Wechselkurseinflüsse			Stand Ende 1988	Veränderung, bereinigt um Wechselkurseinflüsse			Stand Ende 1988
	1986	1987	1988		1986	1987	1988	
Milliarden US-Dollar								
Positionen gegenüber Nichtbanken:								
Inland	0,0	3,0	2,4	12,4	-0,5	0,1	1,0	4,8
Ausland (EG)	0,7	1,2	1,6	9,5	-0,4	0,2	0,0	2,4
Ausland (außer EG)	0,9	0,2	-0,1	2,5	0,0	0,2	0,4	1,3
Nicht aufteilbar*	0,3	0,8	0,7	4,0	0,0	0,2	0,2	1,2
Positionen gegenüber Nichtbanken zusammen	1,9	5,2	4,6	28,4	-0,9	0,7	1,6	9,7
Positionen gegenüber Banken:								
Inland	0,0	-0,2	5,4	20,2	-0,2	0,2	7,9	22,3
Ausland (EG)	0,6	2,2	9,8	46,7	1,7	1,9	9,8	48,0
Ausland (außer EG)	1,0	1,3	1,2	8,1	0,4	2,2	2,6	11,1
Nicht aufteilbar*	2,7	2,6	2,9	15,1	1,0	1,1	4,2	13,0
Interbankpositionen zusammen	4,3	5,9	19,3	90,1	2,9	5,4	24,5	94,4
Insgesamt	6,2	11,1	23,9	118,5	2,0	6,1	26,2	104,1

* Einschl. internationaler Organisationen (ohne BIZ).

Fremdwährungen außer mit eigenen Niederlassungen), klassifiziert nach der Nationalität der Eigentumsverhältnisse der berichtenden Banken. Leider können die Stromgrößen in dieser Tabelle nicht um die wechselkursbedingten Bewertungseffekte bereinigt werden. Dies bedeutet, daß angesichts des im vergangenen Jahr eingetretenen Kursanstiegs des Dollars gegenüber anderen international verwendeten Währungen, namentlich gegenüber der D-Mark und dem Schweizer Franken, die für 1988 ausgewiesenen Veränderungen die tatsächliche reale Zunahme nicht voll wiedergeben. Besonders ausgeprägt war dieser Effekt bei den kontinentaleuropäischen Banken.

Die Entwicklung im Jahr 1988 wies drei Hauptmerkmale auf. Das Auffälligste war die herausragende Rolle der japanischen Banken (d.h. der in japanischem Eigentum stehenden Banken in Japan plus deren Niederlassungen in anderen berichtenden Ländern). Beinahe 90% des Wachstums des internationalen Geschäfts der berichtenden Banken in den Industrieländern entfielen auf sie – 1987 waren es noch unter 50% gewesen. Infolgedessen nahm der Anteil der japanischen Banken an den gesamten internationalen Forderungen weiter zu, nämlich von 36% Ende 1987 auf 38%. Die internationalen Forderungen der anderen berichtenden Banken stiegen 1988 um weniger als 1%. Absolute Rückgänge des Dollarwerts der ausstehenden Forderungen verzeichneten die kanadischen (-18%), belgischen (-12%), österreichischen (-9%), schweizerischen (-7%) und britischen (-6%) Banken; allerdings beruhten bei den europäischen Banken diese Rückgänge weitgehend auf Wechselkurseinflüssen. Bei Ausklammerung der Geschäfte zwischen konzern-

Herausragende Rolle der japanischen Banken

**Art der internationalen Forderungen und Verbindlichkeiten
der Banken, nach der Nationalität der Banken¹**

Position	Veränderung zu laufenden Dollarwerten 1988						Gesamtbestand	
	Verbun- dene Nieder- lassun- gen	Andere Banken	Währ- ungs- insti- tutionen	Nicht- banken	Wert- papiere ²	Zusam- men	Ende 1985	Ende 1988
	Milliarden US-Dollar							
Japanische Banken								
Forderungen	110,7	59,0	1,2	33,1	—	204,0	706,2	1 756,4
Verbindlichkeiten	121,1	65,2	4,4	12,4	8,8	211,9	671,6	1 706,3
US-Banken								
Forderungen	40,0	—13,4	—0,2	—0,4	—	26,0	590,2	675,2
Verbindlichkeiten	49,2	—11,3	—4,6	6,8	—3,8	36,3	552,3	688,9
Französische Banken								
Forderungen	13,4	— 3,0	—0,1	—2,9	—	7,4	244,0	384,1
Verbindlichkeiten	16,0	4,5	—2,7	5,4	4,7	27,9	248,7	400,4
Deutsche Banken								
Forderungen	1,3	7,7	—0,1	—2,0	—	6,9	191,2	353,8
Verbindlichkeiten	4,6	0,5	—3,6	10,1	—1,2	10,4	157,6	275,0
Britische Banken								
Forderungen	—1,9	—12,3	1,4	—2,3	—	—15,1	192,8	238,6
Verbindlichkeiten	—2,1	— 3,8	0,4	3,5	—0,1	— 2,1	203,0	266,8
Übrige								
Forderungen	—9,5	—16,3	1,1	23,7	—	— 1,0	789,1	1 190,1
Verbindlichkeiten	—0,9	—15,5	6,9	18,9	8,8	18,2	781,6	1 226,8
Insgesamt								
Forderungen	154,0	21,7	3,3	49,2	—	228,2	2713,5	4 598,2
Verbindlichkeiten	187,9	39,6	0,8	57,1	17,2	302,6	2614,8	4 564,2

¹ Diese Tabelle enthält Angaben über die internationalen Forderungen und Verbindlichkeiten, d.h. die grenzüberschreitenden Positionen in allen Währungen zuzüglich der Fremdwährungspositionen gegenüber Ortsansässigen 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 Positionen in Landeswährung). In den Zahlen betreffend die US-Banken sind auch die grenzüberschreitenden Positionen der Filialen von US-Banken auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Panama, Hongkong und Singapur enthalten. Die internationalen Forderungen und Verbindlichkeiten in der Tabelle sind nach der Nationalität der Besitzverhältnisse bei den berichtenden Banken klassifiziert. ² Verbindlichkeiten aus CD-Emissionen und sonstigen Wertpapierbegebungen der Banken. Die Wertpapierbestände der Banken sind nicht gesondert ausgewiesen, sondern in den anderen Forderungskategorien enthalten.

verbundenen Bankniederlassungen ergab sich auch bei den US-Banken ein absoluter Rückgang der internationalen Bankforderungen. Die Abnahme der relativen Bedeutung der US-Banken in den letzten Jahren ist jedoch insofern überzeichnet, als sie in größerem Ausmaß in nichtbilanzwirksamen Geschäften engagiert sind als andere Banken.

Das zweite herausragende Merkmal im vergangenen Jahr war das kräftige Wachstum des grenzüberschreitenden Geschäfts zwischen konzernverbundenen Bankstellen, das zwei Drittel der gesamten Zunahme der internationalen Aktiva der berichtenden Banken auf sich vereinigte. Die echten Interbankausleihungen nahmen bei den japanischen Banken um \$ 59 Mrd. zu, wiesen jedoch, was die übrigen berichtenden Banken betrifft, per saldo einen

Kräftiges Wachstum des Geschäfts zwischen konzernverbundenen Bankstellen

Rückgang um \$ 37 Mrd. aus, obschon auch hier Wechselkurseffekte stark zu dem Rückgang beigetragen haben dürften. Der laufende Dollarwert der direkten Forderungen an Nichtbanken stieg um \$ 49 Mrd. oder 4%; zwei Drittel dieser Zunahme entfielen allein auf die japanischen Banken.

Drittens waren unter den größeren Banknationalitäten die japanischen Banken die einzigen, die an den Nichtbanksektor netto Mittel vergaben; die Zunahme ihrer Kredite an Nichtbanken überstieg ihren Einlagenzuwachs um nahezu \$ 21 Mrd. Die japanischen Banken refinanzierten diese Nettomittelvergabe hauptsächlich am Interbankmarkt (einschl. Kreditaufnahme bei konzernverbundenen Banken außerhalb des Berichtsgebiets) und durch Wertpapieremissionen. Die übrigen größeren Banknationalitäten erhielten beträchtliche Einlagen von Nichtbanken, während der Dollarwert ihrer Forderungen an Nichtbanken sank. Dies deutet entweder auf einen Mangel an rentablen Ausleihungsmöglichkeiten oder auf eher konservative Wachstumsstrategien hin.

Der Konsortialkreditmarkt

Im letzten Jahr erlebte der Konsortialkreditmarkt erneut eine kräftige Expansion. Die Bereitstellung neuer Kreditfazilitäten überstieg \$ 100 Mrd., ein Volumen, das mit jenem vergleichbar ist, das am Anfang dieses Jahrzehnts verzeichnet worden war. Viele Kredite wurden jedoch bloß vorsorglich bereitgestellt oder ersetzen bestehende Kreditlinien, und es wurden dabei keine neuen Mittel beansprucht. Anders als in den späten siebziger und frühen achtziger Jahren, als die Kreditaufnahme durch Regierungen – vor allem von Entwicklungsländern – die Hauptantriebskraft am Markt gewesen war, wurde 1988 der Löwenanteil der neuen Fazilitäten für Wirtschaftskonzerne in Industrieländern bereitgestellt. Der in einigen Ländern laufende Prozeß der finanziellen Umstrukturierung (s. Kapitel IV) und die Bemühungen der Unternehmen um Diversifizierung ihrer Finanzierungsquellen waren die Hauptfaktoren, die hinter dieser Entwicklung standen. Gleichzeitig bedeuteten reichliche Liquidität und der Wunsch der Banken nach Diversifizierung ihres Kreditportefeuilles, daß sie sehr gerne bereit waren, den Kreditwünschen der Unternehmen zu entsprechen, so daß der starke Wettbewerb um Aufträge Provisionen und Margen sinken ließ. Auf Konsortialkredite, die für die Finanzierung von Fusionen und Übernahmen arrangiert wurden, entfiel rund ein Viertel der neuen Fazilitäten und mehr als der gesamte Zuwachs von 1988. Der Wunsch nach Flexibilität äußerte sich in einem beträchtlichen Volumen von Fazilitäten mit Mehrfachoptionen, die es den Kreditnehmern erlauben, wahlweise die Mittel in Form von kurzfristigen Wertpapieren oder in Form von Bankkrediten zu beanspruchen.

Britische Wirtschaftsunternehmen waren die größten Kreditnehmer an den Konsortialkreditmärkten (\$ 35,6 Mrd.) und verwendeten einen bedeutenden Teil dieser Mittel für die Finanzierung von Fusionen und Übernahmen, namentlich von US-Firmen. Ein bedeutender Teil (22%) der neuen Kredite lautete auf Pfund Sterling. Beträchtliche Fazilitäten wurden ferner für Schuldner aus den USA (\$ 12,6 Mrd.), Frankreich (\$ 9,9 Mrd.) und Australien (\$ 6,8 Mrd.) bereitgestellt.

Bereitstellung großer neuer Fazilitäten für Firmenkunden teilweise im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmeaktivitäten ...

... insbesondere für britische Wirtschaftsunternehmen

Der internationale Wertpapiermarkt

Der Markt für Euronotes

Der Markt für kurz- und mittelfristige internationale Wertpapiere (Euro-Commercial papers, Euronotes mit Übernahmegarantie und mittelfristige Notes) expandierte im vergangenen Jahr weiter. Das Gesamtvolumen der umlaufenden Papiere weitete sich um \$ 19,5 Mrd. auf \$ 72 Mrd. aus, während die neu angekündigten Programme zur Ausgabe solcher Papiere beschleunigt auf \$ 77 Mrd. stiegen (s. umstehende Tabelle). Obschon viele große Programme bei weitem nicht voll genutzt werden, ist das rasche Tempo, mit dem neue Fazilitäten nach wie vor bereitgestellt werden, ein deutliches Zeichen für das wachsende Finanzierungspotential dieses Marktes. Der dynamischste Sektor war der Markt für Euro-Commercial papers, während Plazierungsvereinbarungen mit Übernahmegarantie weniger als 5% der neuen Fazilitäten ausmachten. Diese Fazilitäten werden heute von erstklassigen Schuldern als zu teuer und schwerfällig angesehen, hatten jedoch bis 1985 einen großen Marktanteil inne. Der ausstehende Betrag an Euronotes mit Übernahmegarantie ist letztes Jahr um 20% zurückgegangen. Gleichzeitig weitete sich der Markt für mittelfristige Notes, die die Laufzeitenlücke zwischen Euro-Commercial papers und Anleihen füllen, stark aus. Beinahe 20% der neuen Fazilitäten sahen die Emission solcher Papiere vor, und das umlaufende Volumen stieg auf mehr als das Doppelte, nämlich auf \$ 5,7 Mrd.

Im Gegensatz zu früheren Jahren waren Neuerungen bei den Plazierungs-techniken und Instrumenten 1988 von eher geringer Bedeutung. Überdies bewirkte die niedrige Rentabilität, die in vielen Bereichen des Wertpapiermarktes herrschte, einen weiteren Rückgang in der Zahl der marktaktiven Institute. Eine der herausragendsten Entwicklungen – die Eröffnung eines Marktes für ECU-Schatzwechsel durch die britische Regierung im Oktober 1988, der auf internationale Anleger zielt, und die Ausweitung der ECU-Emissionstätigkeit durch das italienische Schatzamt – fand in der Tat außerhalb des Euro-Note-Marktes statt. Bis Ende März 1989 hatte das umlaufende Volumen solcher Papiere den Betrag von \$ 10 Mrd. erreicht. Infolgedessen hat sich die Palette der auf ECU lautenden kurzfristigen Instrumente erweitert, und es haben sich neue Leitzinsen für diesen Währungssektor herausgebildet.

Was die Nationalität der Emittenten betrifft, blieb der Euro-Note-Markt stark auf die Industrieländer konzentriert. Die umfangreichsten Note-Plazierungen wurden 1988 für Schuldner aus Großbritannien (\$ 5,5 Mrd.), Australien (\$ 3,6 Mrd.) und den Vereinigten Staaten (\$ 3,1 Mrd.) vorgenommen. Was neue Fazilitäten betrifft, so wurden die größten Programme Schuldern aus Großbritannien (\$ 10,9 Mrd.), den Vereinigten Staaten (\$ 9,8 Mrd.) und Schweden (\$ 8,9 Mrd.) eingerichtet.

Der Euro-Note-Markt hat trotz seiner relativ bescheidenen Größe eine bedeutende Rolle bei der jüngsten Entwicklung der internationalen Finanzmarkttätigkeiten gespielt. Erstens stellen namentlich Euro-Commercial papers für Schuldner eine billigere kurzfristige internationale Finanzierungsquelle dar als Bankkredite, während sie für Anleger zu einem wahrhaft internationalen Geldmarktinstrument geworden sind. In dieser Beziehung ergänzt der

Ausweitung
der Gesamt-
aktivitäten ...

... aber weiterer
Rückgang der
Plazierungs-
vereinbarungen
mit Über-
nahmegarantie

Nationalität
der Emittenten

Rolle der Euro-
notes bei den
internationalen
Finanzmarkt-
aktivitäten ...

Hauptmerkmale des Euro-Note-Marktes

Position	Jahr		1988				Stand Ende 1988
	1986	1987	1988	1. Q.	2. Q.	3. Q.	
	Milliarden US-Dollar						
Neu angekündigte Fazilitäten							
Fazilitäten mit Übernahmегарантie	15,0	3,9	3,7	1,0	1,0	1,6	0,1
Euro-Commercial papers	50,3	56,9	58,1	16,6	13,0	15,1	13,4
Mittelfristige Notes*	5,5	12,1	15,1	5,8	1,2	6,9	1,2
Zusammen	70,8	72,9	76,9	23,4	15,2	23,6	14,7
Neuemissionen (netto)							
Euronotes mit Übernahmегарантie		1,7	-3,3	-0,8	-1,4	-0,5	-0,7
Euro-Commercial papers		19,4	19,8	9,8	5,4	5,8	-1,2
Mittelfristige Notes		2,2	3,1	0,4	0,5	0,8	1,4
Zusammen	13,0	23,3	19,5	9,4	4,5	6,1	5,7
							72,1

* Einschl. Euro-Commercial-paper-Programme mit Option zur Plazierung mittelfristiger Notes.

Quellen: Bank von England und Euroclear.

Euro-Note-Markt den langfristigen internationalen Anleihemarkt. Zweitens hat das Euro-Commercial paper wegen der bei Neuemissionen hinsichtlich der Gestaltung der Konditionen gegebenen Flexibilität – die Zinssätze können den Marktbedingungen und der jeweiligen Kreditwürdigkeit des Schuldners angepaßt werden – zur Verdrängung des Marktes für zinsvariable Notes (FRN) in der Form, in welcher er sich in den frühen achtziger Jahren entwickelt hatte, beigetragen. Drittens hat der Euro-Note-Markt eine stärkere internationale Integration der nationalen Märkte gefördert. Am offenkundigsten ist dies beim Dollarmarkt, auf dem eine wachsende Zahl von Emittenten aus den USA und Großbritannien Programme für die gleichzeitige Begebung von inländischen und Euro-Commercial papers laufen hat. Diese Entwicklung hat zur zunehmenden Konvergenz der Zinssätze am inländischen und am internationalen Markt beigetragen.

Und schließlich fiel der Aufschwung der Euronotes mit der Eröffnung von Inlandsmärkten für Commercial papers in mehreren Ländern zusammen. In Japan, wo Plazierungen erstmals im November 1987 gestattet waren, entfielen 1988 12% der gesamten Kreditaufnahme von Unternehmen auf Commercial papers, und bis zum Ende des Jahres erreichte der ausstehende Betrag solcher Wertpapiere \$ 74 Mrd. Dieses Wachstum wird wahrscheinlich anhalten, da weitere Deregulierungsmaßnahmen den Kreis der zugelassenen inländischen Unternehmen vergrößert, Begebungen durch ausländische Schuldnerinstitutionen erlaubt und das Spektrum zulässiger Laufzeiten erweitert haben. Ein bedeutendes Wachstum ihrer Inlandsmärkte verzeichneten in den letzten Jahren auch Kanada, Frankreich, Spanien und Schweden. In Großbritannien, wo die Expansion des Inlandsmarktes für Commercial papers seit seiner Eröffnung im Jahr 1986 nur langsam voranging, hat der neuste Haushaltsplan einer viel größeren Gruppe potentieller Emittenten den Zugang ermöglicht und ein breiteres Laufzeitenspektrum zugelassen.

... und Wechselwirkung mit der Entwicklung an den Inlandsmärkten für Commercial papers

Veränderte
Währungs-
struktur am
Euro-Note-
Markt

Das Wachstum der Inlandsmärkte für Commercial papers und ihre Internationalisierung könnten möglicherweise die Währungsstruktur des Euro-Note-Marktes beeinflussen. Zur Zeit lauten rund 90% der Euronotes auf US-Dollar. Eine wachsende Zahl von Emittenten swapten jedoch ihre Verbindlichkeiten in andere Währungen, und 40% der neuen Fazilitäten von 1988 enthielten eine Währungsoption, die eine Begebung in anderen Währungen als dem Dollar ermöglicht. Die Märkte für Euro-Yen- und Euro-Pfund-Commercial papers werden wahrscheinlich infolge neuester Deregulierungsmaßnahmen ebenfalls Auftrieb erhalten. Nichtsdestoweniger dürften Dollarbegebungen auch weiterhin vorherrschend sein. Darin spiegelt sich vor allem die Bedeutung des US-Marktes für Commercial papers wider, der alle anderen kurzfristigen Märkte bei weitem überragt und mit Blick auf die internationalen Märkte umfassende Arbitragemöglichkeiten bietet. Ferner dürften regulative und steuerliche Faktoren den Spielraum für die Begebungen von Inlands- und Euro-Commercial papers in anderen wichtigen Währungen wie der D-Mark und dem Schweizer Franken weiterhin einengen.

Die anhaltende Expansion der Inlandsmärkte für Commercial papers wirft die Frage auf, ob sie die internationalen Märkte für Geldmarktpapiere verdrängen werden. Das weitere Wachstum der Euro-Note-Märkte wird eindeutig von den Faktoren abhängen, die die Finanzintermediation durch die Euromärkte im allgemeinen begünstigt haben: einerseits flexible Organisation, effiziente Emissions- und Handelstechniken und günstige Abschlußkonditionen; andererseits Vorschriften und Steuergesetze, die die Transaktionen in- und ausländischer Marktteilnehmer regeln. Sollte beispielsweise die bonitätsmäßige Einstufung zur üblichen Praxis auf den internationalen Märkten und weltweit vereinheitlicht werden, könnten Kreditnehmer, die bisher von Emissionen am Inlandsmarkt abgesehen hatten, weil eine Bonitätseinstufung beantragt werden mußte, ihre Strategien überdenken. So könnte im letzten Jahr die zunehmende Verbreitung von Bonitätseinstufungen an den Euromärkten indirekt zur Ausweitung des in den USA von ausländischen Schuldnern begebenen Commercial-paper-Volumens um \$ 10 Mrd. oder fast 25% beigetragen haben. Ebenso könnte die Notwendigkeit eines gesonderten Marktes für internationale Anleger weniger zwingend sein, wenn inländische und internationale Abrechnungsmechanismen stärker integriert werden.

Grenzen
zwischen
inländischen und
internationalen
Märkten für
kurzfristige
Wertpapier-
märkte
unschärfer

Der internationale Anleihemarkt

Wiederauf-
schwung
nach dem
Börsenkrach ...

Entgegen der Anfang des Jahres weitverbreiteten Befürchtung eines weiteren Rückgangs der Neuemissionen herrschte auf dem Primärmarkt für internationale Anleihen 1988 ein überaus lebhaftes Geschäft. Mit \$ 225 Mrd. war der Betrag der angekündigten Neuemissionen 27% höher als 1987 und etwa gleich groß wie 1986, als ein Höchststand zu verzeichnen war. Die Erholung der Emissionstätigkeit war im ersten Halbjahr besonders ausgeprägt; sie folgte auf die jähre Abschwächung in den letzten Monaten von 1987 unmittelbar nach dem Börsenkrach. Im letzten Jahr wurden auch zunehmend größere Beträge an ausstehenden Anleihen eingelöst, worin sich die wachsende Zahl der zur Rückzahlung fälligen Emissionen und das nach wie vor hohe Volumen von

Kündigungen, Tilgungen und Konversionen widerspiegelt. Mit \$ 138 Mrd. überstieg somit das über die internationalen Anleihemarkte aufgenommene Nettovolume an neuen Mitteln jenes von 1987 um 25%, blieb aber unter dem 1986 erreichten Rekordbetrag von \$ 160 Mrd.

Mehrere sich gegenseitig beeinflussende Faktoren trugen zum Wiederaufschwung der Geschäftstätigkeit am internationalen Anleihemarkt bei. Erstens begünstigten nationale regulatorische Tendenzen und Steuerregelungen ein Ausweichen der Emittenten auf die Auslandsmärkte, obschon die Endkäufer der Papiere großenteils in den gleichen Ländern wie die Schuldner ansässig waren. Diese Einflüsse erklären teilweise das beträchtliche Volumen eigenkapitalorientierter Begebungen durch japanische Schuldner, das Rekordvolumen von Sterling-Begebungen und das überaus lebhafte Geschehen am Markt für ausländische DM-Anleihen. Zweitens trugen die stabileren Erwartungen für den Dollar zu einer Erholung des Geschäfts in diesem Sektor bei, der hinsichtlich seiner Breite und Liquidität gegenüber allen anderen Währungssektoren immer noch konkurrenzlos dasteht. Drittens unterstützte auch die Verwendung eines breiteren Spektrums kleinerer Währungen verbunden mit der anhaltenden Expansion des Swapmarktes die Emissionstätigkeit. In der Tat erhöhte sich der Anteil der Anleihen, die nicht auf US-Dollar, D-Mark, Schweizer Franken und Yen lauteten, an den gesamten angekündigten

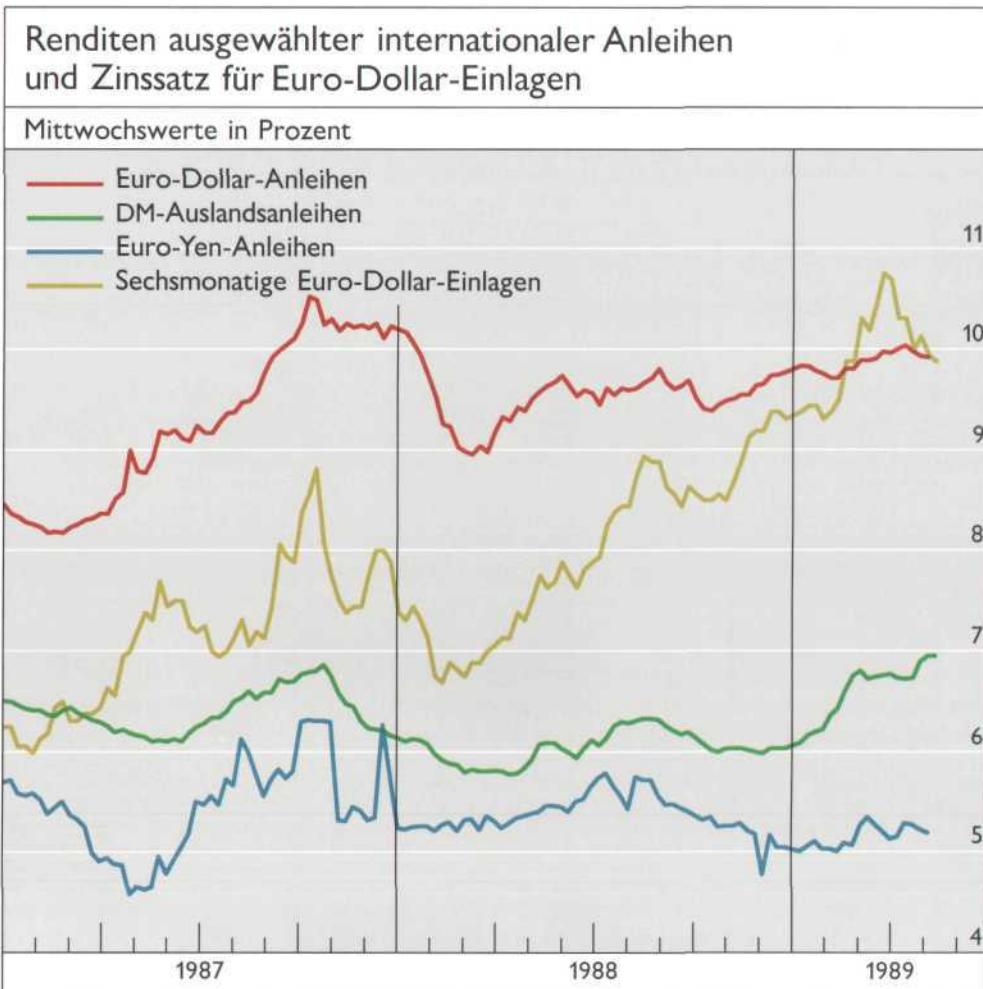
... und die dahinterstehenden Einflüsse

Merkmale der Aktivitäten am internationalen Anleihemarkt

Position	Jahr			1988				Stand Ende 1988
	1986	1987	1988	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	
	Milliarden US-Dollar							
Angekündigte Neuemissionen insgesamt (brutto) ¹	221,7	177,1	225,4	28,1	59,7	62,5	56,4	46,7
davon:								
festverzinsliche Emissionen	146,6	121,3	160,8	20,5	48,9	41,5	35,7	34,7
zinsvariable Notes	47,7	12,1	22,4	5,0	2,7	6,1	6,8	6,7
eigenkapitalbezogene Emissionen ²	27,3	43,7	42,1	2,6	8,0	14,9	14,0	5,2
Abgeschlossene Neuemissionen insgesamt (brutto) ³	219,6	181,2	219,4	35,0	47,5	56,9	61,3	53,6
abzüglich termingemäßer Rückzahlungen	22,8	34,7	41,2	8,7	11,8	7,9	7,2	14,0
abzüglich vorzeitiger Rückzahlungen	36,5	36,4	40,3	11,9	9,2	10,3	10,1	10,8
= Neuemissionen insgesamt (netto)	160,3	110,1	137,9	14,4	26,5	38,7	44,0	28,8
davon:								
festverzinsliche Emissionen	109,0	71,4	100,1	7,8	21,5	29,6	23,3	25,7
zinsvariable Notes	28,9	0,4	3,7	3,0	0,3	1,0	4,5	-2,1
eigenkapitalbezogene Emissionen ²	22,4	38,2	34,7	3,5	4,7	8,1	16,2	5,1
								1 085,4
								148,7

¹ Nichtdollaranleihen sind zu dem am Tag ihrer Ankündigung geltenden Wechselkurs in Dollar umgerechnet. ² Wandelanleihen und Anleihen mit Option zum Bezug von Aktien. ³ Umgerechnet zu den zum Zeitpunkt der Emission geltenden Wechselkursen.

Quellen: Bank von England, AIBD und BIZ.

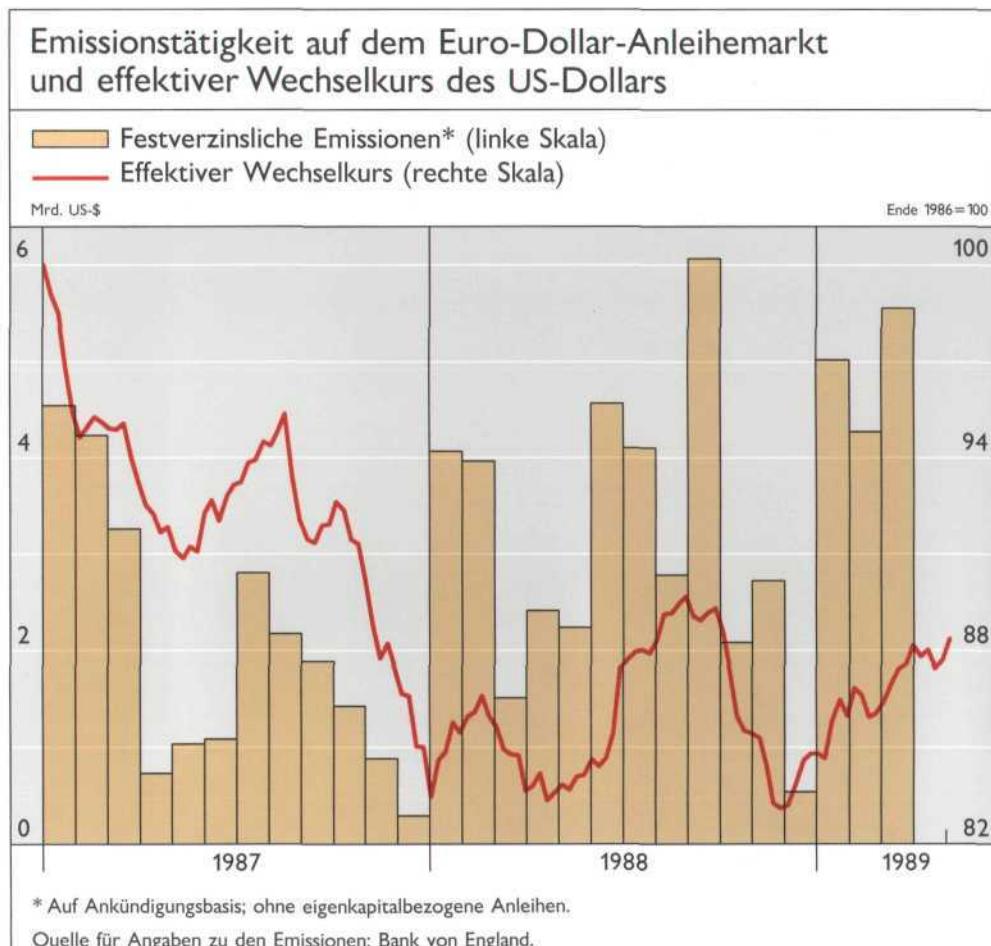


Neuemissionen auf 32%, nachdem er bereits 1987 von 17% auf 28% gestiegen war. Viertens könnten die internationalen Anleihemärkte vorübergehend von der Ernüchterung der Anleger gegenüber Aktien nach der Börsenkrise von Ende 1987 profitiert haben. Und schließlich wurden die Bruttoemissionen durch den zunehmenden Rückfluß von Mitteln aus der Tilgung umlaufender Anleihen gestützt.

Festverzinsliche klassische Anleihen. Trotz der steil ansteigenden Tendenz der kurzfristigen Zinssätze und sich abflachender Renditenkurven expandierten die Neuemissionen der klassischen festverzinslichen Anleihen kräftig, nämlich von \$ 121,3 Mrd. im Jahr 1987 auf \$ 160,8 Mrd. Die Anleger reagierten besonders sensibel auf das Geschehen am Devisenmarkt. Infolgedessen kam es zu sprungartigen Zunahmen der Emissionstätigkeiten in einzelnen Währungssegmenten, sooft sich günstige Verschuldungsmöglichkeiten auftaten; diese Entwicklung war eng mit der Expansion des Swapgeschäfts verbunden.

Der Anteil der auf Dollar lautenden Anleihen an den gesamten angekündigten Begebungen klassischer festverzinslicher Anleihen stieg von 25% 1987 auf 29% und lag damit noch immer deutlich unter dem Stand früherer Jahre. Trotz einer kräftigen Erholung unmittelbar nach dem Börsenkrach litt die Emissionstätigkeit im ersten Halbjahr 1988 nach wie vor unter der Flucht in die Qualität. Die Zinsspanne zwischen Euro-Dollar-Anleihen und US-Schatzanleihen blieb ungewöhnlich hoch, und die durchschnittliche Größe der neuen

Neuemissionen
klassischer
festverzinslicher
Dollaranleihen
auf hohem
Niveau



Begebungen war besonders groß, um der Liquiditätsvorliebe der Anleger nachzukommen. Als sich dann der Dollar im Verlauf des Sommers festigte, kehrten die US-Unternehmer als Kreditnehmer an den internationalen Markt zurück, und die Dollaremissionen schnellten in die Höhe. Nach dem Bekanntwerden von beispiellos großen Übernahmeangeboten in den USA (s. Kapitel IV) und der damit verbundenen Verschlechterung der Bonität vieler amerikanischer Firmen verzeichneten jedoch die umlaufenden Euro-Dollar-Anleihen von US-Unternehmen im vierten Quartal einen Kurssturz, und deren Emissionstätigkeit kam praktisch zum Erliegen. Die vorübergehenden Kurseinbußen des Dollars im Verlauf des vierten Quartals trugen ebenfalls zur Abschwächung der Dollaremissionen bei.

Die geplante Einführung einer Quellensteuer auf Zinserträge in Deutschland gab internationalen DM-Emissionen mächtig Auftrieb, und diese kletterten auf Rekordstände – von \$ 12,9 Mrd. 1987 auf \$ 21,2 Mrd. Viele Anleger zogen sich aus inländischen DM-Anleihen zurück, was zur Folge hatte, daß ausländische Emittenten, einschließlich der Tochtergesellschaften deutscher Unternehmen, in einigen Fällen zu günstigeren Bedingungen am internationalen Anleihemarkt Mittel aufnehmen konnten als die deutsche Bundesregierung am Inlandsmarkt. Neue festverzinsliche klassische Anleihen in Schweizer Franken nahmen im ersten Halbjahr 1988 stark zu. Als jedoch die langfristigen Zinssätze nach wie vor hinter jenen zurückblieben, die in anderen Währungen

Auswirkungen
der deutschen
Quellensteuer

erhältlich waren, und der Schweizer Franken weitere Schwächeanzeichen erkennen ließ, wurde es immer schwieriger, neue Emissionen zu plazieren. Gleichzeitig wurde ein beträchtliches Volumen ausstehender Frankenanleihen getilgt, so daß trotz der Erholung der Bruttoemissionen die Nettomittelaufnahme in Schweizer Franken von \$ 2,4 Mrd. auf \$ 1 Mrd. zurückging.

Rückläufige Yen-Emissionen

Der Yen war die einzige bedeutende Währung, in welcher die Emissionstätigkeit im vergangenen Jahr zurückging, und zwar im Falle der klassischen festverzinslichen Anleihen von \$ 21,9 Mrd. 1987 auf \$ 18,8 Mrd. Bei den netto neu aufgenommenen Mitteln war der Rückgang besonders ausgeprägt, von \$ 18,5 Mrd. auf \$ 11,6 Mrd. Der Mangel an Swapmöglichkeiten, die niedrigen Zinserträge und die Meinung einiger Anleger, der Yen habe gegenüber dem Dollar seinen Höchststand erreicht, waren vermutlich die Hauptursachen dieser Abschwächung. Unter diesen Umständen erfolgte die Neuverschuldung in Yen häufig in Form von Sonderemissionen, die an die Kursentwicklung der Börse von Tokio geknüpft waren.

Hochverzinsliche Anleihen im Vordergrund

Ein auffallendes Merkmal von 1987 und 1988 war die Beliebtheit von vergleichsweise hochverzinslichen Anleihen wie z.B. Anleihen in Pfund Sterling, kanadischen Dollars, australischen Dollars und, in mancher Hinsicht, ECU bei den Anlegern. Die Neuemissionen klassischer festverzinslicher Anleihen in Pfund Sterling stiegen von \$ 9,2 Mrd. im Jahr 1987 auf \$ 11,7 Mrd. Ein sich festigender Wechselkurs und sinkende Zinssätze trugen zu einem umfangreichen

Währungsstruktur am internationalen Anleihemarkt

Position	Neuemissionen				Stand			
	1985	1986	1987	1988	1982	1985	1987	1988
	Milliarden US-Dollar							
Neuemissionen								
insgesamt								
A	163,8	221,7	177,1	225,4				
B	123,0	160,3	110,1	137,9	259,1	556,7	990,8	1 085,4
US-Dollar								
A	98,6	121,6	63,3	83,0				
B		79,7	31,0	44,6	145,5	314,8	425,8	469,9
Schweizer								
Franken								
A	14,6	23,1	24,1	26,7				
B		15,4	7,9	5,0	42,6	78,6	157,8	139,3
Yen								
A	12,3	22,3	24,8	20,4				
B		19,7	21,3	12,7	16,5	42,8	122,2	132,7
D-Mark								
A	11,3	16,3	15,3	23,6				
B		11,5	4,3	16,0	31,4	50,6	99,2	103,7
Pfund Sterling								
A	6,4	11,4	15,2	23,4				
B		10,9	13,9	20,4	4,6	19,1	54,8	73,4
ECU*								
A	7,5	7,0	7,6	11,3				
B		5,9	7,5	9,7	3,2	16,5	41,0	46,5
Sonstige								
A	13,1	20,0	26,8	37,0				
B		17,2	24,2	29,5	15,3	34,3	90,0	119,9

Anmerkung: A = angekündigte Bruttoneuemissionen; B = abgeschlossene Neuemissionen, abzüglich Tilgungen.

* Ohne Anleihen, die auf den nationalen Märkten der Schuldner begeben wurden.

Quellen: Bank von England, AIBD und BIZ.

Geschäftsvolumen im ersten Halbjahr 1988 bei. Obschon diese günstige Faktorkonstellation im Spätfrühjahr verschwand, wurden die Aktivitäten bis zu einem gewissen Grad durch einen Mangel an langfristigen Sterling-Papieren angeregt, der sich ergab, weil sich die britische Regierung wegen des hohen Haushaltsüberschusses als Kreditnehmer vom inländischen Markt für erstklassige Schuldner zurückzog. Infolgedessen landete ein beträchtlicher Teil der auf dem internationalen Markt begebenen Sterling-Papiere in den Portefeuilles britischer institutioneller Anleger. Die Begebungen in kanadischen Dollars beliefen sich auf \$13,2 Mrd. oder 8% der gesamten Emission von klassischen festverzinslichen Anleihen im Jahr 1988. Die Emissionstätigkeit erfolgte jedoch schubweise und konzentrierte sich auf Zeiträume, in denen sich günstige Swapmöglichkeiten boten. Das Geschäft in australischem Dollar, das 1987 besonders lebhaft gewesen war, ging etwas zurück. Die ECU-Neuemissionen nahmen im Sommer 1988 stark ab; als jedoch die auf eine Leitkursanpassung im EWS gerichteten Erwartungen schwanden, verzeichneten sie gegen Jahresende einen kräftigen Aufschwung, so daß das Gesamtvolume der neugegebenen festverzinslichen Anleihen von \$7,2 Mrd. im Vorjahr auf \$10,7 Mrd. kletterte.

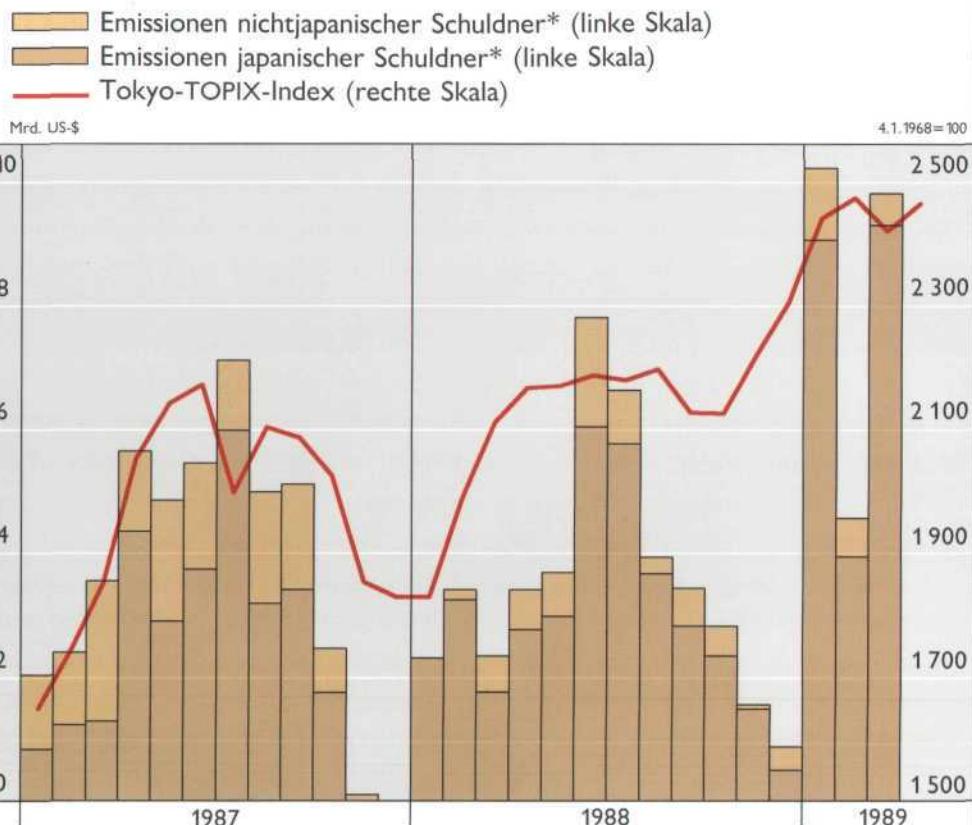
Eigenkapitalbezogene Anleihen. Nach dem Rückschlag im Gefolge des Börsenkrachs erholten sich die eigenkapitalbezogenen Emissionen im ersten Halbjahr kräftig; das Volumen der im Jahr insgesamt angekündigten Neubegebungen betrug \$42,1 Mrd. und lag damit nur \$1,6 Mrd. unter dem Wert von 1987. Auf japanische Schuldner allein entfielen fast 85% der gesamten angekündigten Neubegebungen und ein noch größerer Teil der netto auf diesem Markt aufgenommenen neuen Mittel. Meist auf US-Dollar lautende Anleihen mit Option zum Bezug von Aktien bildeten den Hauptteil der neuen Papiere. Besonders lebhaft war die Tätigkeit im zweiten und dritten Quartal, während im vierten Quartal 1988 die Neuemissionen von Optionsanleihen durch japanische Firmen trotz der Hause an der Börse von Tokio wegen der Übersättigung des Marktes stark abnahmen. Beinahe 60% der neuen Wandelanleihen lauteten auf Schweizer Franken und entfielen fast zur Gänze auf japanische Schuldner.

Zinsvariable Notes. Nach dem Tiefstand von \$12,1 Mrd. im Jahr 1987 erholten sich die angekündigten neuen FRN-Begebungen im vergangenen Jahr auf \$22,4 Mrd. Die Zusammensetzung der Emissionen unterschied sich jedoch deutlich von jener der Boomjahre 1984–86. Im Dollarsektor blieb das Geschäft flau, und der Umsatz auf dem Sekundärmarkt ging weiter zurück, da die Stimmung immer noch unter dem früheren Zusammenbruch des Marktes für „ewige“ FRN und seinen Auswirkungen auf den Markt für von Bankschuldnern begebene FRN begrenzter Laufzeit litt. Ein sinkender Finanzierungsbedarf von Regierungen sowie günstigere Konditionen bei geswapteten festverzinslichen Emissionen oder kurzfristigen Papieren dämpften die Emissionstätigkeit ebenfalls. Diese Einflüsse zeigten sich auch in ungewöhnlich hohen Tilgungen umlaufender Dollar-FRN (\$15,8 Mrd.) und im beträchtlichen Anteil privat plazierter neuer Begebungen. Andererseits schnellten die FRN-Begebungen britischer Schuldner am Euro-Sterling-Markt von \$1,5 Mrd. auf \$9,8 Mrd. hoch. Ein bedeutender Teil davon wurde von Hypothekenbanken und Bausparkassen begeben und war hypothekarisch gesichert.

Erholung
eigenkapital-
bezogener
Emissionen

Veränderte
Struktur des
FRN-Marktes

Emissionstätigkeit auf dem Markt für eigenkapitalbezogene Anleihen



* Auf Ankündigungsbasis.

Quelle für Angaben zu den Emissionen: Bank von England.

1988 traten auf dem FRN-Markt auch einige neue Instrumente auf. Insbesondere wurde ein bedeutendes Volumen an „variable rate notes“, Notes mit variierenden Zinssätzen, begeben (\$ 1,9 Mrd.); im Unterschied zu herkömmlichen variabel verzinslichen Notes sehen sie vor, daß die Spanne über dem Referenzsatz, z.B. LIBOR, für jede Kuponperiode unter Berücksichtigung der Änderungen bei der Bonität des Schuldners oder der Zinsspannen auf dem Markt neu festgelegt werden kann. Ferner begab eine Anzahl Banken nachrangige Notes mit Eigenkapitalcharakter, um den neuen bankaufsichtlichen Richtlinien nachzukommen.

Betrachtet man die sektorale Zusammensetzung der im letzten Jahr insgesamt emittierten internationalen Anleihen, so sieht man, daß die Verlagerung weg von staatlichen Schuldnehmern und internationalen Institutionen und hin zu Schuldnehmern des Privatsektors andauert. Bei den Nettoneuemissionen nahm der Anteil der staatlichen Schuldner an der gesamten Mittelaufnahme an den internationalen Anleihemärkten drastisch ab, von 17% im Jahr 1986 auf nur noch 6% 1988. Dies kann niedrigeren Haushaltsdefiziten in Ländern zugeschrieben werden, die traditionell große Kreditnehmer an den internationalen Märkten waren, und einer Abwanderung auf andere Märkte wie jene für Euronotes, wo die Finanzierung billiger zu haben war. 1988 spiegelte sich

Verlagerung bei der sektoralen Zusammensetzung der Schuldner

dieser Trend der Abwendung vom internationalen Anleihemarkt namentlich in vorzeitigen Rückzahlungen umlaufender FRN durch Regierungen im Betrag von \$ 8 Mrd. wider. Der Marktanteil der internationalen Institutionen hingegen nahm verhaltener ab und war Ausdruck eines relativ stabilen Finanzierungsvolumens in einem expandierenden Markt.

Die Emissionstätigkeit von Banken und anderen Finanzinstituten nahm im vergangenen Jahr recht kräftig zu; ihr zusammengefaßter Anteil an der Nettomittelaufnahme stieg von 37% im Jahr 1987 auf 45%. Dies war teilweise das Ergebnis der neuen internationalen Eigenkapitalrichtlinien, aber auch andere regulative Einflüsse trugen zu dieser Expansion bei, wie z.B. die geplante Einführung einer Quellensteuer in Deutschland, die die deutschen Banken dazu veranlaßte, Mittel über ihre ausländischen Töchter aufzunehmen. Der auf die nicht zum Finanzsektor gehörenden Unternehmen entfallende Anteil an den gesamten Nettoemissionen, der 1987 deutlich gestiegen war, ging im vergangenen Jahr wieder leicht zurück. Dieses war das Nettoergebnis eines drastischen Rückgangs der Mittelaufnahme von US-Unternehmen und der expandierenden Emissionstätigkeit japanischer Firmen. Alles in allem machten 1988 die Nettoegebungen japanischer Konzerne an den internationalen Anleihemärkten 10% ihrer gesamten Kreditaufnahme im In- und Ausland aus.

Hinsichtlich der *regionalen Aufteilung* der Emittenten waren japanische Schuldner 1988 mit Abstand die größten Kreditnehmer auf den internationalen Anleihemärkten, wobei auf eigenkapitalbezogene Emissionen drei Viertel ihrer Nettoneuverschuldung von \$ 40 Mrd. entfielen. Britische Schuldner erhöhten ihre Nettomittelaufnahme auf mehr als das Doppelte, von \$ 9,5 Mrd. 1987 auf \$ 19,2 Mrd. Auch die französischen, kanadischen und österreichischen Schuldner weiteten ihre Inanspruchnahme der internationalen Anleihemärkte stark aus. Die Nettomittelaufnahme von US-Schuldern, die vor einigen Jahren noch ziemlich dominiert hatten, sank weiter auf nur \$ 6,6 Mrd. und machte so gerade noch knapp 5% der Neuemissionen aus.

Im ersten Quartal 1989 schnellten die angekündigten Neuemissionen internationaler Anleihen auf einen Rekordbetrag von \$ 79,1 Mrd. Das Geschäft mit eigenkapitalbezogenen Schuldverschreibungen war am lebhaftesten; hier kletterten die Neuemissionen von \$ 5,2 Mrd. im vierten Quartal 1988 auf \$ 24,6 Mrd., was mit Abstand der höchste jemals verzeichnete Quartalsbetrag war. Die japanischen Emittenten, die von der bemerkenswerten Stärke der Tokioter Börse profitierten, beherrschten das Bild. Bei den festverzinslichen Anleihen ohne Wandlungs- oder Optionsrecht, deren Neuemissionen auf \$ 51,2 Mrd. stiegen, war das Geschäft stark von Wechselkurs- und Zinserwartungen beeinflußt. Die feste Haltung des Dollars und Swapmöglichkeiten trieben die Neubegebungen in US-Dollar von \$ 8,4 Mrd. im vierten Quartal 1988 auf \$ 19,3 Mrd. hoch; wegen Zinsunsicherheiten und der Umkehrung der Renditenkurve konzentrierte sich das Finanzierungsgeschäft stark auf das kurze Ende des Laufzeitspektrums. Bei den anderen Währungen war eine deutliche Zunahme der Emissionstätigkeit im klassischen Sektor festverzinslicher Anleihen beim Yen, Pfund Sterling, kanadischen Dollar und australischen Dollar festzustellen, während die Schweizerfranken und ECU-Emissionen abrupt zurückgingen. Eine weitere augenfällige

Nationalität
der Emittenten

Entwicklung
Anfang 1989

Volumen der
eigenkapital-
bezogenen
Emissionen auf
Rekordhöhe

Nationalität der Emittenten internationaler Anleihen									
Emittent		Neuemissionen				Stand			
		1985	1986	1987	1988	1982	1985	1987	1988
		Milliarden US-Dollar							
Japan	A	20,2	31,8	42,7	50,8				
	B		27,0	36,8	40,1	17,7	63,7	152,8	183,4
USA	A	40,2	41,7	22,6	17,1				
	B		33,9	12,2	6,6	36,0	98,5	160,8	163,7
Kanada	A	8,8	17,0	9,0	12,9				
	B		13,0	3,0	6,4	41,4	56,9	81,5	86,9
Großbritannien	A	14,4	20,2	11,1	25,9				
	B		17,5	9,5	19,2	11,1	29,8	64,2	81,8
Frankreich	A	11,9	13,4	8,5	16,4				
	B		5,6	3,3	10,1	18,4	39,0	57,9	65,4
Übrige Industrieländer ¹	A	43,0	74,9	60,5	76,8				
	B		53,6	36,6	47,9	67,3	150,0	294,6	328,1
Entwicklungs-länder ²	A	6,2	3,0	2,2	3,7				
	B		0,5	-0,9	-1,1	18,0	27,9	34,0	31,9
Osteuropa	A	0,4	0,6	0,6	1,2				
	B		0,6	0,5	1,2	0,6	1,0	2,4	3,5
Internationale Institutionen	A	18,7	19,1	19,9	20,4				
	B		8,5	9,1	7,4	48,8	89,9	142,8	140,6
Insgesamt	A	163,8	221,7	177,1	225,4				
	B	123,0	160,3	110,1	137,9	259,1	556,7	990,8	1 085,4

Anmerkung: A = angekündigte Bruttoneuemissionen; B = abgeschlossene Neuemissionen, abzüglich Rückzahlungen.

¹ Übrige der BIZ berichtende Länder zuzüglich nichtberichtender Industrieländer. ² OPEC- und Nicht-OPEC-Entwicklungslander.

Quellen: Bank von England, AIBD und BIZ.

Entwicklung im ersten Quartal war der große Anteil festverzinslicher Emissionen (etwa 20%), die mit anderen Optionen als jenen zum Bezug von Aktien ausgestattet waren; insbesondere die Option einer jederzeit möglichen Kündigung – ein Ausstattungsmerkmal, das es in den letzten Jahren selten gegeben hatte – kam häufig vor.

Die Verschuldungssituation

Fortbestehende Probleme in den stark verschuldeten Ländern

Trotz fortgesetzter wirtschaftlicher Sparprogramme, wiederholter Anstrengungen, Strukturreformen durchzuführen, und eines äußerst günstigen internationalen konjunkturellen Umfelds erlebten die unter ernsten Schuldenproblemen leidenden Entwicklungsländer im vergangenen Jahr mehrere Rückschläge. In den vierzehn stark verschuldeten Ländern mit mittlerem Einkommen (das sind die fünfzehn „Baker-Länder“ ohne Jugoslawien) hat sich das Wirtschaftswachstum weiter verlangsamt, das Pro-Kopf-Einkommen verkleinert, und die Arbeitslosigkeit ist gestiegen. Gleichzeitig beschleunigte sich die Inflation im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr auf Rekordhöhen weit über

200%. Mit der Ausnahme niedrigerer Inflationsraten war die Situation in den südlich der Sahara gelegenen afrikanischen Staaten, wo sich das starke Bevölkerungswachstum in einem besonders ausgeprägten Rückgang des Pro-Kopf-Einkommens niederschlug, gleichermaßen ungünstig. Darüber hinaus liegt, wie in vorigen Kapiteln erläutert, das Verhältnis Bruttoinvestitionen zu Bruttoinlandsprodukt weiterhin in beiden Ländergruppen weit unter dem vor 1982 vorherrschenden Niveau, und es reicht in manchen Fällen kaum aus, die bestehende Kapitalausstattung zu erhalten. Diese Tatsache lässt die Aussicht auf eine langfristige Lösung der internationalen Schuldenkrise durch verstärktes Wirtschaftswachstum nicht sehr wahrscheinlich erscheinen.

Den stark verschuldeten Ländern mit mittlerem Einkommen gelang es im vergangenen Jahr auf einigen wichtigen Gebieten wie der Exportentwicklung und der Schuldenverringerung Fortschritte zu erzielen. Dank der starken positiven Wirtschaftsentwicklung in den Industriestaaten wuchs das Exportvolumen dieser Länder mit 12% so kräftig wie in keinem Jahr seit dem Auftreten der Schuldenkrise, doch wurde ein Teil des Zuwachses durch eine weitere Verschlechterung der Terms of trade wieder zunichte gemacht. Die Gesamt-

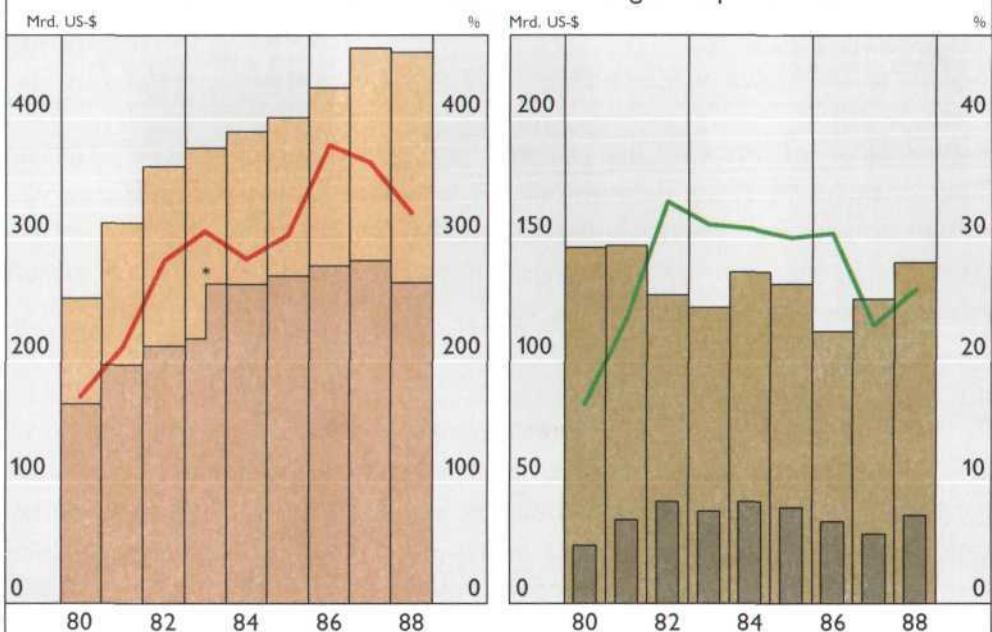
Erholung der Exporte und gewisse Schuldenverringerung in den „Baker-Ländern“

Hauptschuldnerländer: Entwicklung der Auslandsverschuldung und des Schuldendienstes¹

Linke Skala (in Milliarden US-Dollar):

 Erfaßte Bruttoverbindlichkeiten gegenüber Banken ²	 Export von Waren und Dienstleistungen
 Sonstige Verbindlichkeiten ³	 Bruttozinszahlungen ³

Rechte Skala (in Prozent): — Gesamtverschuldung/Exporterlöse⁴
— Bruttozinszahlungen³/Exporterlöse⁴



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

¹ Von der Baker-Initiative anvisierte Länder mit Ausnahme Jugoslawiens. ² Gegenüber Banken in den der BIZ berichtenden Ländern, zu jeweiligen Wechselkursen. ³ Schätzungen auf der Basis von IWF-Quellen, zu jeweiligen Wechselkursen. ⁴ Einnahmen aus dem Waren- und Dienstleistungsverkehr.

verschuldung der stark verschuldeten Länder mittleren Einkommens fiel zum ersten Mal in diesem Jahrzehnt. Obwohl die Verringerung nur weniger als 1% erreichte, trug der starke Anstieg der Exporterlöse dazu bei, das Verhältnis der Gesamtschulden zu den Exporten von 364% im Jahr 1987 auf 323% im Jahr 1988 zu verringern. Diese Zahl liegt aber noch immer 50% über dem Wert bei Ausbruch der Schuldenkrise (s. gegenüberstehende Grafik). Gleichzeitig bewirkte jedoch der starke Anstieg der kurzfristigen Dollarzinsen im letzten Jahr eine Wiederzunahme der Relation Zinsdienst zu Exporten von 23% auf 26%. Der schon 1987 stark angestiegene Abschlag, mit dem die Schulden dieser Länder auf dem Sekundärmarkt gehandelt werden, erhöhte sich weiter.

Die Entwicklung des Außenhandels und der Schuldensituation in den afrikanischen Ländern südlich der Sahara bot wenig Grund zur Freude. Nach ansehnlichen Zuwächsen in den vorangegangenen zwei Jahren verringerte sich das Ausfuhrvolumen 1988 um 0,5%. Dieser Rückgang wurde durch eine 2prozentige Verschlechterung der Terms of trade dieser Länder, die einer solchen von über 8% im vorhergehenden Jahr folgte, noch verschärft. Darüber hinaus stieg die gesamte Auslandsverschuldung der südlich der Sahara gelegenen afrikanischen Länder im Gegensatz zu der Entwicklung in den stark verschuldeten Ländern mit mittlerem Einkommen um fast 5% auf \$ 97 Mrd. an, und zwar ausschließlich infolge einer Ausweitung der Verbindlichkeiten gegenüber öffentlichen und privaten Nichtbankgläubigern. Die Verbindlichkeiten gegenüber den der BIZ berichtenden Banken, die weniger als ein Sechstel der Gesamtschulden dieser Länder ausmachen, verringerten sich um \$ 1,7 Mrd. auf \$ 14,9 Mrd. Als Ergebnis dieser Entwicklungen stieg im südlich der Sahara gelegenen Afrika das Verhältnis von gesamter Auslandsverschuldung zu Exporten weiter an und erreichte 331%, verglichen mit 179% im Jahr 1981.

Die 1988 verzeichnete Verringerung der gesamten Auslandsverschuldung der hoch verschuldeten Länder mit mittlerem Einkommen war auf die Verbindlichkeiten gegenüber den der BIZ berichtenden Banken konzentriert, die um \$ 19 Mrd. oder fast 7% auf \$ 265 Mrd. zurückgingen. Ein Teil dieses Rückgangs war jedoch die Folge der Aufwertung des US-Dollars. Sieht man von den Wechselkurseffekten ab, dann betrug der Rückgang \$ 14 Mrd. oder 5%, wobei der größte Teil auf Mexiko und Brasilien entfiel. Einer der Gründe für diese Verringerung war die deutliche Zunahme der Schuldenumwandlungen. Der Nominalwert der umgewandelten Schulden erreichte mit \$ 21 Mrd. mehr als das Doppelte des Vorjahreswerts. Da jedoch einige Formen der Umwandlungen, wie z.B. Schulden-für-Schulden-Swaps („debt-for-debt swaps“), zwar Schulden verringern, jedoch nicht beseitigen, war der durch Konversionen erreichte Nettorückgang in der Verschuldung etwas geringer. Diese Transaktionen waren auf vier Länder konzentriert, die für über 90% der Gesamtsumme verantwortlich waren, nämlich Mexiko, Brasilien, Chile und Argentinien. Immerhin wurden in letzter Zeit auch in anderen Ländern, namentlich in Nigeria und mehreren kleineren Ländern, Schuldenkonversionsprogramme aufgestellt.

Die Anzahl der mit Geschäftsbanken unterzeichneten Umschuldungsabkommen fiel von siebzehn im Jahr 1987 auf acht im abgelaufenen Jahr. Infolge

Stagnierende Exporte und wachsende Schuldenlast in Afrika südlich der Sahara

Abnahme der Verbindlichkeiten gegenüber Banken konzentriert sich auf einige große Länder

des im Falle Brasiliens involvierten großen Betrags verringerte sich jedoch das Gesamtvolumen der Umschuldungen nur um \$ 10 Mrd. auf \$ 83 Mrd., während die im Rahmen von konzertierten Kreditabkommen gewährten Neufinanzierungen auf etwa \$ 6 Mrd. stiegen. Gleichzeitig setzte sich die Erleichterung in den Konditionen der Umschuldungsabkommen, die bereits in den vorangegangenen Jahren festgestellt werden konnte, weiter fort. Die durchschnittliche Laufzeit der umgeschuldeten Verbindlichkeiten erhöhte sich um vier auf neunzehn Jahre, und der Zinsaufschlag auf LIBOR ging weiter zurück, von ungefähr 1% 1987 auf nunmehr 0,8%.

Das im Juni 1988 zwischen Brasilien und seinen Gläubigerbanken unterzeichnete Abkommen war die erste große Umschuldungsaktion nach der vielbeachteten Entscheidung der Citicorp-Bank von Mai 1987, ihre Rückstellungen für Forderungen gegenüber der dritten Welt um \$ 3 Mrd. zu erhöhen, was eine weitgestreute und starke Erhöhung der Rückstellungen der Banken in den USA, Großbritannien und Kanada für Länderrisikos nach sich gezogen hatte. Das Abkommen mit Brasilien stellte eine Weiterentwicklung im Verhältnis zwischen den stark verschuldeten Ländern mit mittlerem Einkommen und deren Gläubigerbanken dar. Es sah die Umschuldung von ausstehenden mittel- und langfristigen Bankkrediten in Höhe von \$ 61 Mrd., \$ 5,2 Mrd. an mittelfristigen Neukrediten und ungefähr \$ 15 Mrd. an kurzfristigen Zwischenbankkreditlinien und Handelskrediten vor. Darüber hinaus wurde in diesem Abkommen die Notwendigkeit anerkannt, größere Anreize für eine Teilnahme der Banken zu schaffen, und die seit 1982 erfolgten Veränderungen im relativen Engagement der einzelnen Banken wurden ausdrücklich in Rechnung gestellt. Die wichtigste Neuerung im Finanzierungspaket Brasiliens war die weitreichende Verwendung attraktiver Schuldenumwandlungsmöglichkeiten. So tauschten mehr als 100 der 700 Gläubigerbanken Brasiliens Forderungen in Höhe von über \$ 1 Mrd. gegen 6prozentige Exit-Bonds, die wiederum zum Nominalwert in durch Indexierung gegen Inflation abgesicherte, in Brasilien unbeschränkt veräußerbare Cruzado-Obligationen des Schatzamtes konvertiert werden können. Ungefähr fünfzig kleinere Banken haben auf diese Weise alle ihre mittel- und langfristigen Forderungen an Brasilien umgewandelt. Diese Ausstiegsmöglichkeiten und die Verwendung des März 1987 als Bezugszeitpunkt für die Festlegung der Beiträge zu den Neukrediten haben die Anteile der Banken aus den unterschiedlichen Ländern dahingehend verändert, daß die Quote der japanischen Banken stieg.

Ein zweites bedeutendes Ereignis des Jahres 1988 war anlässlich des Gipfeltreffens in Toronto die Ankündigung der Absicht der Siebenergruppe, den ärmsten afrikanischen Ländern südlich der Sahara Schuldenerleichterungen zu gewähren. Obwohl der Plan nur eine geringfügige Verringerung der Schuldenlast dieser Länder vorsieht, stellte die Erklärung von Toronto insofern einen Wendepunkt dar, als es das erste von den Regierungen einer Ländergruppe gemeinsam vereinbarte Programm zur Erleichterung der gegenüber Regierungen bestehenden Schulden darstellte. Es wurde dabei, wie im Falle von Verhandlungen mit Geschäftsbanken, den Gläubigern eine Palette von Optionen angeboten. Den einzelnen Gläubigerregierungen steht es offen, einen Teil des Schuldendienstes abzuschreiben, die Fälligkeiten zu strecken

Erleichterung in den Konditionen der Umschuldungsabkommen setzt sich fort

Das Brasilien-Paket ...

... und seine Exit-Möglichkeiten

Schuldenerleichterungen öffentlicher Gläubiger für Afrika südlich der Sahara

Auslandsverschuldung ausgewählter Entwicklungsländer

Position	Stand					Veränderung, ohne Wechsel- kurseinflüsse	
	1983	1985	1986	1987	1988	1987	1988
	Milliarden US-Dollar						
Brasilien							
Gesamtschulden	97,5	106,5	112,8	123,9	120,1	-2,8	-3,9
darunter: gegenüber Banken	71,3	76,9	81,1	81,0	75,9		
Forderungen gegenüber Banken	11,4	16,6	16,8	13,5	16,2	-3,4	2,7
Mexiko							
Gesamtschulden	93,1	96,9	101,1	107,9	106,2		
darunter: gegenüber Banken	72,1	74,5	74,2	75,8	69,3	-0,5	-5,8
Forderungen gegenüber Banken	18,0	21,9	23,0	30,1	24,5	6,5	-5,2
Argentinien							
Gesamtschulden	45,9	49,3	49,7	56,8	59,6		
darunter: gegenüber Banken	27,4	28,9	32,4	35,3	35,1	1,6	0,4
Forderungen gegenüber Banken	8,7	9,2	8,5	10,2	11,7	1,5	1,6
Chile							
Gesamtschulden	18,1	20,4	20,2	21,2	20,7		
darunter: gegenüber Banken	13,1	14,3	14,0	12,9	11,0	-1,6	-1,7
Forderungen gegenüber Banken	3,7	3,4	3,1	3,5	4,3	0,4	0,8
Venezuela							
Gesamtschulden	37,4	34,7	34,7	36,5	35,0		
darunter: gegenüber Banken	28,3	25,8	25,1	25,0	25,5	-0,5	0,7
Forderungen gegenüber Banken	17,1	22,0	16,6	16,2	15,9	-0,6	-0,2
Nigeria							
Gesamtschulden	18,6	19,5	24,5	28,7	28,5		
darunter: gegenüber Banken	9,3	9,1	10,0	10,7	8,9	-0,5	-1,3
Forderungen gegenüber Banken	1,4	1,9	2,4	3,7	3,0	1,0	-0,6
Philippinen							
Gesamtschulden	24,1	26,2	28,9	30,0	29,9		
darunter: gegenüber Banken	13,7	13,4	14,1	14,4	12,3	-0,4	-1,9
	2,4	3,1	3,3	4,3	4,0	0,7	-0,2

Anmerkung: Die Bezeichnung „Banken“ bezieht sich nur auf die im BIZ-Meldesystem erfassten Institute.

Quellen: BIZ und Weltbank.

oder die Zinssätze für ihre nichtbegünstigten offiziellen bilateralen Forderungen herabzusetzen.

In den Jahren seit der Verkündigung einer Strategie zur Lösung der Schuldenkrise durch den damaligen US-Finanzminister James Baker, die teilweise auf zusätzlichen Krediten der Geschäftsbanken an Schuldner mit Problemen basierte, haben sich bedeutende Veränderungen in der Einstellung

und in den Umständen ergeben. Was die Geschäftsbanken betrifft, so sind diese zunehmend abgeneigt, diesen Ländern neues Geld zur Verfügung zu stellen, da sich die ursprüngliche Prämisse für die Vergabe von Neukrediten, daß sich nämlich dadurch die Qualität der ausstehenden Forderungen verbessern würde, durch die nachfolgenden Entwicklungen in vielen Fällen als anscheinend nicht richtig erwiesen hat. Von einigen der größten internationalen Banken abgesehen, die längerfristiges Interesse an den Entwicklungsländern haben, zogen es daher die Geschäftsbanken vor, ihr Engagement in den stark verschuldeten Ländern zu verringern. Darüber hinaus hat sich die Verwundbarkeit der Banken durch erhöhte Rückstellungen und höheres Eigenkapital verringert, und sie sind dadurch besser in der Lage, Forderungen der Schuldnerländer nach zusätzlichen Krediten zu widerstehen. Infolgedessen sind die vom Baker-Plan vorgesehenen zusätzlichen Bankkredite weitgehend nicht zustande gekommen.

Wachsende
Abneigung der
Banken, neue
Gelder
bereitzustellen

Die Fähigkeit der Entwicklungsländer, noch mehr Schulden aufzuhäufen und zu bedienen, wurde ebenfalls in Zweifel gezogen. Viele dieser Länder haben seit 1982 große Anpassungsbemühungen unternommen und vor allem durch eine Verringerung der Importe und der Investitionen hohe Handelsbilanzüberschüsse erzielt. Unter Ausklammerung der Zinszahlungen belief sich Ende 1988 der seit Ausbruch der Schuldenkrise kumulierte Leistungsbilanzüberschuß der vierzehn Schuldner mit mittlerem Einkommen auf \$ 155 Mrd., was der Hälfte ihrer Schulden zum Jahresende 1981 entspricht. Diese Einkünfte sind jedoch durch die Zinszahlungen mehr als aufgebraucht worden, und die Schulden der Länder sind weiter gestiegen, während die Investitionen, die für eine Beschleunigung des Wirtschaftswachstums und des Außenhandels notwendig wären, nicht verwirklicht wurden. Die Aufnahme zusätzlicher Auslandskredite könnte kurzfristig die wirtschaftspolitischen Beschränkungen lockern, doch ist ohne eine begleitende tiefgreifende Strukturreform keineswegs sichergestellt, daß sie das Wachstum der Exportkapazität genug fördern würde, um die damit einhergehende Ausweitung des Schuldendienstes zu rechtfertigen.

Anpassungs-
probleme der
Schuldnerländer

Daß es in den Schuldnerländern Widerstand gegen eine uneingeschränkte Aufrechterhaltung des Schuldendienstes gibt, ist nicht schwer zu verstehen. Die Kosten sind hoch, unmittelbar und für alle leicht ersichtlich, während der Nutzen als etwas in die Ferne gerückt erscheint. Es herrscht auch die Meinung vor, daß die Vorteile der binnengewirtschaftlichen Reformen hauptsächlich den ausländischen Gläubigern in Form höherer Nettotransfers ins Ausland zugute kämen. Rückläufige Lebensstandards und zunehmende soziale und politische Unruhen als Reaktionen auf Anpassungsmaßnahmen lassen vermuten, daß die Spielräume für die notwendigen fundamentalen wirtschaftspolitischen Reformen geringer geworden sind. Ein Ausdruck der verzweifelten Lage einiger Schuldnerländer und der damit verbundenen Verschlechterung der Schuldenbedienungsmoral ist das beträchtliche Anwachsen der Zahlungsrückstände, das nicht nur auf Schulden gegenüber Staaten und Geschäftsbanken beschränkt geblieben ist. Obwohl sich die Anzahl der säumigen Schuldner verringert hat, sind die Zahlungsrückstände (Kapital und Zinsen) gegenüber dem IWF im vergangenen Jahr stark gestiegen

Brady-Vorschläge
über eine
Änderung der
derzeitigen
Schuldenstrategie

und erreichen nunmehr ungefähr 10% des Volumens der ausstehenden Fonds-kredite.

Nach der Ankündigung einer weitgehenden Überprüfung der Strategie zur Lösung der Schuldenprobleme der Entwicklungsländer durch Präsident Bush hat der US-Finanzminister, Nicholas Brady, mehrere Ideen für eine Erweiterung und Abänderung des gegenwärtigen Ansatzes präsentiert. Viele der Ideen, die auf früheren japanischen und französischen Vorschlägen aufbauen, wurden in der Folge von den großen Industrieländern bei ihrem Treffen in Washington unterstützt. Das Herzstück des neuen Ansatzes ist die von Fall zu Fall zu beurteilende Verwendung von Schulden- und Schuldendienstverringerungen, die zusammen mit Neukrediten als finanzielle Unterstützung für solche Schuldnerländer zur Verfügung stehen sollen, die tiefgreifende und überzeugende Wirtschaftsreformen unternehmen. Der grundsätzliche Unterschied zu der bisherigen Schuldenverringerung auf Ad-hoc-Basis liegt in der vorgeschlagenen Verwendung von IWF- und Weltbank-mitteln für diesen Zweck. Zusätzlich wurde angeregt, über einen vorüberge-henden Verzicht auf Klauseln in den bestehenden Kreditverträgen, die Schulden- und Schuldendienstverringerungen im Wege stehen, zu verhandeln. Die Regierungen der großen Industrieländer haben sich darüber hinaus verpflichtet, ihre Bankenaufsichts-, Steuer- und Buchführungsregeln dahinge-hend zu prüfen, ob sie unnötigerweise die Möglichkeiten der Banken beschränken, Schulden- und Schuldendiensterleichterungen zu gewähren.

Da noch viele Details näher ausgearbeitet werden müssen und der Plan freiwillige Verhandlungen zwischen den souveränen Schuldern und deren Bankgläubigern auf einer Fall-zu-Fall-Basis vorsieht, kann die Gesamtsumme des Schulden- und Schuldendiensterlasses, der dabei erreicht werden kann, nicht genau bestimmt werden. Schätzungen des US-Finanzministeriums deu-ten an, daß die 39 Länder, die seit 1982 ihre Bankverbindlichkeiten um-ge-schuldet haben, ihre Schulden innerhalb von drei Jahren um ungefähr \$ 70 Mrd. oder 20% und ihre Zinszahlungen um \$ 20 Mrd. verringern könnten. Diese Zahlen hängen jedoch entscheidend von den Annahmen ab, die man bezüglich der Abschläge, zu denen die Schuldenreduzierungen stattfänden, und bezüglich der Mittel trifft, die die multilateralen Institutionen für Schulden- und Schuldendienstverringerungen zur Verfügung stellen wür-den. Das US-Finanzministerium hat die Ansicht vertreten, daß zwischen \$ 20 Mrd. und \$ 25 Mrd. der von IWF und Weltbank während einer Dreijah-resperiode vergebenen Mittel für diesen Zweck verwendet werden könnten. Japan hat sein früheres Angebot wiederholt, Gelder zu günstigen Bedingungen parallel zu denen der internationalen Institute bereitzustellen.

Denkbare
Größenordnung
der Schulden-
verringerung

Rolle der
Bretton-Woods-
Institute

Die Bretton-Woods-Institute könnten ihre Mittel auf mehrere Arten verwenden, um die Schuldenlast zu verringern und Anreize für die Teilnahme der Banken an der Umstrukturierung der Schulden zu schaffen. Sie könnten Rückkäufe mit beträchtlichen Abschlägen finanzieren, die sowohl die Schulden wie auch die Schuldendienstverpflichtungen verringern würden. Andererseits könnten die Kreditmittel dazu verwendet werden, entweder Sicherheiten für neue Schuldinstrumente mit gegenüber den alten reduzierten Nominalwerten zu kaufen oder verringerte Zinszahlungen auf unveränderte Schulden zu

garantieren. Ähnliche Techniken könnten auf zusätzliche Kredite der Banken angewandt werden.

Der IWF überdenkt im Einklang mit den Empfehlungen des US-Finanzministers sein Konzept in bezug auf das Verhältnis zwischen seiner Kreditgewährung und den Umschuldungsabkommen der Geschäftsbanken. In der Vergangenheit war der IWF so lange nicht bereit, Mittel zur Verfügung zu stellen, bis eine „kritische Masse“ für die Finanzierung der erwarteten Zahlungsbilanzlücke des Schuldnerlandes sichergestellt war. Das lief darauf hinaus, daß Fondsprogramme so lange nicht abgeschlossen wurden, bis die Umstrukturierungsabkommen mit den Banken weitgehend ausgehandelt waren. Im April 1989 hingegen gab der IWF zu verstehen, daß er Mexiko \$ 3,6 Mrd. leihen werde, zu einem Zeitpunkt also, als das Land noch nicht einmal formelle Verhandlungen mit seinen Gläubigerbanken aufgenommen hatte. Mexikos Absichtserklärung gegenüber dem IWF beinhaltete Annahmen bezüglich der Höhe, aber nicht der Art der Refinanzierung, über die es mit den Geschäftsbanken zu verhandeln beabsichtigte. Die Grundidee dieses neuartigen Ansatzes ist, kostspielige Verzögerungen bei der Durchführung der notwendigen Anpassungsprogramme in den Schuldnerländern zu verhindern, und es wird stillschweigend angenommen, daß die Banken in der Folge gleichartige Zugeständnisse machen werden.

Ein von öffentlichen Stellen unterstützter Schuldennachlaß wird bestimmt Rückwirkungen auf die Bereitschaft der Geschäftsbanken haben, neue Gelder an Problemschuldner zu vergeben. In dem Ausmaß, in dem sich dadurch die Fähigkeit der Entwicklungsländer, ihren Verpflichtungen nachzukommen, verbessert und keine Zahlungsrückstände entstehen, wird eine Schuldenverringerung dahingehend wirken, den Widerstand der Banken gegen eine Erhöhung ihres Engagements zu mindern. Hingegen werden Schuldennachlässe, die von den Banken aufgrund einer Aufforderung ihrer Regierungen gewährt werden, eher dazu beitragen, die Zurückhaltung bei der Vergabe zusätzlicher Mittel ohne ausdrückliche öffentliche Garantien noch zu verstärken. Wie könnte die Leitung einer Bank ihren Aktionären gegenüber die Vergabe von neuen Krediten zu grundsätzlich unveränderten Bedingungen rechtfertigen, wenn gleichartige Forderungen auf dem Sekundärmarkt mit einem beträchtlichen Abschlag gekauft werden können?

Durch eine Verringerung der Schulden und der Schuldendienstverpflichtungen könnte die neue Strategie den Schuldnerländern die Atempause verschaffen, die sie benötigen, um wachstumsorientierte wirtschaftspolitische Anpassungen vorzunehmen, die sonst zu schmerzvoll wären, um politisch durchsetzbar zu sein. Wird sie erfolgreich umgesetzt, könnte sie dem ungeordneten Aufbau von Zahlungsrückständen und dem gewöhnlich damit einhergehenden Klima der Konfrontation vorbeugen.

Andererseits enthalten die neuen Vorschläge für eine Verringerung der Schuldenlast einige Gefahren. Indem sie übertriebene Erwartungen wecken, können sie dazu führen, daß der Abschluß von Abkommen verzögert wird und daß Staaten ihre derzeitigen Schuldenumwandlungsprogramme aussetzen. Darüber hinaus können generelle Schuldenverringerungsprojekte, die sich an den Preisen auf dem Sekundärmarkt orientieren, leicht falsche Anreize

Änderung der Ausleihestrategie des IWF

Mögliche Auswirkungen der neuen Strategie auf das Verhalten der Banken

Die Vorteile ...

... und Risiken einer Schuldenverringerung

Konditionalität
weiterhin
erforderlich

Die Rolle des
„Fluchtkapitals“

Verknüpfung
der Schulden-
erleichterungen
mit grund-
legendem
Wirtschafts-
reformen von
entscheidender
Bedeutung

schaffen. Die Länder könnten versucht sein, statt notwendige Reformmaßnahmen durchzuführen, den Marktwert ihrer Schulden nach unten zu drücken, um den größtmöglichen Nutzen aus dem Schuldennachlaßprogramm zu ziehen. Schließlich läuft eine Strategie, die nur den Problemländern Erleichterungen bietet, Gefahr, als unfair gegenüber den Ländern eingestuft zu werden, die sehr belastende und letztlich erfolgreiche Anpassungsprogramme durchgeführt und ihre Schulden vollständig bedient haben.

Der Kern des Problems ist, wie man die notwendigen wachstumsorientierten Reformen und wirtschaftspolitischen Maßnahmen fördern kann. Bisher hatte der Prozeß wiederholter Umschuldungen eine ständige Überwachung durch den IWF und die Weltbank sichergestellt. Eine Schuldenverminderung, die nicht umkehrbar ist, läßt eine solche anhaltende Überwachung nicht zu, es sei denn, sie erfolgt in Schritten. Darüber hinaus müßte sie durch die Vergabe von Neukrediten untermauert werden, damit ein dauerhaft höherer Nettokapitalfluss in die Schuldnerländer sichergestellt wird.

Eine zusätzliche und möglicherweise sehr große Kapitalquelle für die Länder in Schwierigkeiten, die die unbedingte Notwendigkeit vernünftiger Wirtschaftspolitik unterstreicht, sind die großen Vermögenswerte, die von deren Gebietsansässigen im Ausland gehalten werden. Genaue Zahlen über diese Bestände sind nicht vorhanden, doch dürfte ihr Anstieg, wie die umstehende Tabelle andeutet, während der zehn Jahre bis 1987 in einer Reihe von lateinamerikanischen Staaten im Verhältnis zu deren derzeitigen Bankschulden sehr bedeutend gewesen sein und diese in manchen Fällen sogar übertrffen haben.

Doch ist der Großteil dieser Forderungen in den Händen des privaten Sektors, und es ist unwahrscheinlich, daß die privaten Ansässigen dieser Länder unter den gegebenen Umständen eher bereit wären, in ihren Heimatländern Anlagen zu tätigen als ausländische Banken oder andere Gläubiger. Die Repatriierung von „Fluchtkapital“ pflegt eher die Folge einer grundlegenden Verbesserung der Bedingungen in der Heimat zu sein als ein Mittel, solche Bedingungen hervorzubringen. Es kann sogar sein, daß einige Methoden zum Erreichen einer Schuldenverringerung wie z.B. Schuldenumwandlungsprogramme, die letztlich Kapitalimporte subventionieren, zeitweilige Kapitalabflüsse einleiten, wenn die einheimischen Investoren versuchen, von dem bevorzugten Wechselkurs, der oft in Verbindung mit Schuldenumwandlungen verwendet wird, zu profitieren.

Kurz gesagt, es kann kaum Zweifel darüber bestehen, daß Schuldennachlässe, sofern sie richtig durchgeführt werden, einen entscheidenden Beitrag zur Lösung der Probleme der stark verschuldeten Länder zu leisten vermögen. Verringerungen im Schuldendienst, begleitet von zusätzlichen Krediten und einer Rückkehr der „Fluchtgelder“, könnten den Nettokapitalfluss wesentlich verbessern und eine Rückkehr zu höheren Investitionsraten und zu zufriedenstellenderem Wirtschaftswachstum ermöglichen. Jedoch wird es nur dann neue freiwillige Bankkredite und eine Repatriierung des „Fluchtkapitals“ geben, wenn es eine klare Aussicht auf eine dauerhafte wirtschaftliche Wiedergenesung der betroffenen Länder gibt. Eine bleibende Lösung für das Problem der Schuldnerländer kann nur dann erreicht werden, wenn der durch

**Kumulative Veränderung der Außenposition
ausgewählter Entwicklungsländer 1978–87**

Position	Kumulierter Leistungsbilanzsaldo	Nettodirekt- investitionen und Veränderung der Reserven	Veränderung der Auslands- schuld ¹	Restposten ²	Verbindlich- keiten gegen- über den der BIZ berich- tenden Banken per Ende 1988
	(1)	(2)	(3)	(4) = (1)+(2)+(3)	(5)
Milliarden US-Dollar					
Argentinien	–23,5	9,5	45,4	31,4	35,1
Bolivien	– 2,8	0,3	3,8	1,3	0,4
Brasilien	–71,4	21,0	82,5	32,1	75,9
Chile	–17,7	0,8	15,4	–1,5	11,0
Costa Rica	– 3,7	0,3	3,4	0,0	0,9
Ecuador	– 6,0	1,2	8,1	3,3	4,9
Kolumbien	–10,1	2,2	12,0	4,1	6,9
Mexiko	–28,8	8,2	76,7	56,1	69,3
Peru	– 6,5	0,2	8,9	2,6	4,6
Uruguay	– 2,2	0,6	3,1	1,5	2,0
Venezuela	9,2	3,7	25,8	38,7	25,5

¹ Veränderung der Auslandsschuld zu laufenden Dollarwerten und Verwendung von IWF-Krediten. ² Da der Leistungsbilanzsaldo der Veränderung der Nettoauslandsposition entspricht, repräsentiert Spalte 4 die Veränderung des Bestands an Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten, die nicht in der zweiten und dritten Spalte enthalten ist. Die wichtigste fehlende Position im Restposten ist die Zunahme der privaten Forderungen im Ausland. Kapitalabflüsse durch eine zu geringe Rechnungsstellung für Exporte und eine überhöhte Rechnungsstellung für Importe, die in einigen dieser Länder eine vertraute Praxis darstellen, sind in diesen Schätzungen nicht erfaßt.

Quellen: IWF und Weltbank.

Schuldenerlaß geschaffene Spielraum dazu verwendet wird, stabile gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen zu schaffen und die notwendigen wachstumsorientierten Strukturreformen durchzuführen. In dieser Hinsicht sind die Grundideen des Baker-Plans weiterhin unvermindert gültig.

VI. Monetäre Entwicklung und Geldpolitik

Schwerpunkte

Angesichts der unerwarteten Belebung des Wirtschaftswachstums im letzten Jahr mußte die Geldpolitik in vielen Ländern in zunehmendem Maße die Gefahr von Produktionsengpässen in ihr Kalkül einbeziehen. In den größten Ländern sanken Anfang 1988 unter dem noch fortbestehenden Eindruck des Börsenkrachs und der Dollarschwäche die kurzfristigen Zinsen, danach aber erhöhten sich die Geldmarktsätze kontinuierlich. Fast das ganze letzte Jahr hindurch stiegen die langfristigen Zinsen im Gegensatz zu 1987 nur geringfügig oder blieben stabil, so daß sich die Renditenkurve abflachte oder sogar invers wurde.

Die Märkte betrachteten zunehmend die offiziellen Wechselkursvereinbarungen als wirksam; dies erklärt teilweise die massiven Kapitalströme in Länder mit relativ hohen Nominalzinsen. Da die amerikanische Notenbank versuchte, das rasche Tempo der Inlandsexpansion zu bremsen, verstärkten steigende kurzfristige Zinsen in den USA den Kursauftrieb des US-Dollars gegenüber anderen wichtigen Währungen. In Japan, wo das Preisniveau praktisch unverändert blieb, wurde die Geldpolitik weiterhin auf die internationale Anpassung der Leistungsbilanzen ausgerichtet, und die kurzfristigen Zinsen nahmen nur wenig zu. In Deutschland hingegen reagierte die Wechselkurs- und die Zinspolitik am kurzen Ende auf die stabilitätsgefährdende Abwertung der D-Mark sowie auf den wachsenden Druck auf die Produktionskapazitäten.

Der Kapitalverkehr, der die D-Mark gegenüber dem Dollar schwächte, trug zur Stabilisierung der Wechselkurse im EWS bei, nachdem die Behörden den Markt erfolgreich davon überzeugt hatten, daß eine Leitkursanpassung nicht in Betracht gezogen würde. Frankreich, Belgien und die Niederlande profitierten im letzten Jahr von der zunehmend an Fahrt gewinnenden Wirtschaftsexpansion und ließen die Zinssteigerungen im kurzfristigen Bereich zu, die aus binnengesellschaftlicher Sicht angemessen schienen. In Italien, das sich eines relativ starken Wirtschaftswachstums erfreute, behinderten Kapitalzuflüsse die Bemühungen um einen angemessenen, restriktiven geldpolitischen Kurs. Durch Kapitalzuflüsse werteten auch Währungen vieler anderer Länder mit relativ hohen Inflationsraten und schwachen Leistungsbilanzpositionen auf, da diese die geldpolitischen Zügel anzogen, um einer sich aufschaukelnden Inflation entgegenzuwirken. Einer solchen Situation sahen sich zeitweise vor allem Großbritannien, Kanada, Spanien, Portugal, Schweden, Norwegen, Finnland und Australien ausgesetzt.

In Anbetracht der Tatsache, daß die Beziehungen zwischen Geldmengenwachstum, Wirtschaftsaktivität und Inflationsraten erheblich durch

Wechselkursänderungen und Sonderfaktoren beeinflußt werden, war die Geldpolitik in den großen Ländern nicht strikt auf die Steuerung der Wachstumsraten der Geldmengenaggregate ausgerichtet. Im vergangenen Jahr verlangsamte sich in den USA das stark auf Zinsbewegungen reagierende Wachstum der wichtigsten Geldmengenaggregate, während es sich in Japan und Deutschland zügig fortsetzte. In Großbritannien und Kanada beschleunigte sich das Geldmengenwachstum. Da sich die Währungsbehörden der größeren Länder nicht auf die Geldmenge als Angelpunkt ihrer Politik verließen, haben sie sich durch eine Vielzahl von Finanzmarkt- und Wirtschaftsindikatoren leiten lassen und so versucht, Aufschluß darüber zu erhalten, ob sie auf dem richtigen Weg waren.

Während die Inflation 1988 im allgemeinen schwach war und die ergriffenen wirtschaftspolitischen Maßnahmen zum Abklingen der Inflationsängste der Märkte beitrugen, ist es derzeit ungewiß, ob die bereits vollzogenen Änderungen in der Geldpolitik die wirtschaftliche Expansion ausreichend dämpfen werden, um der jetzt wieder auflebenden Inflation entgegenzuwirken.

Geldpolitik in den wichtigsten Industrieländern

Binnen- und außenwirtschaftliche Aspekte der Geldpolitik

Die Währungsbehörden der größten Industrieländer führten vom Frühjahr letzten Jahres an einen Anstieg der Geldmarktsätze herbei. Damit reagierten sie auf Anzeichen einer zunehmend kräftigeren Wirtschaftsaktivität sowie vielerorts auf einen sich abzeichnenden beschleunigten Produktionskostenanstieg, der auch eine Belebung der Inflation auf der Ebene der Verbraucherpreise ankündigen könnte. Im Gegensatz zu 1987 blieben ungünstige Reaktionen der Anleihe- und Aktienmärkte auf steigende kurzfristige Zinsen aus – vielmehr flachte sich die Renditenstruktur im Sommer und Herbst ab oder kehrte sich sogar um, was im großen und ganzen als ein Zeichen des Vertrauens der Märkte in eine prompte restriktivere Geldpolitik gewertet wurde, welche die Inflation erfolgreich in Schach halten würde.

Allgemein steigende kurzfristige Zinsen

Angesichts grundsätzlich veränderter Wechselkurserwartungen, in denen ein gestärktes Vertrauen in die offiziellen Vereinbarungen, einem weiteren Kursrückgang des US-Dollars entgegenzuwirken, sowie eine Verbesserung der amerikanischen Handelsbilanz zum Ausdruck kommen mochte, floß wieder sehr viel mehr privates Kapital in die USA. Umfangreiche Dollarkäufe der Währungsbehörden waren zur Stützung des US-Dollars nicht mehr notwendig. Die deutschen Währungsreserven schmolzen im letzten Jahr sogar erheblich ab, und zwar hauptsächlich wegen Devisenmarktinterventionen, die den Kursanstieg des US-Dollars bremsen sollten. Die Reaktionen der internationalen Kapitalanleger auf das relativ hohe Nominalzinsniveau bereiteten den Währungsbehörden Großbritanniens, Kanadas und Italiens von Zeit zu Zeit akute Schwierigkeiten. Um den für diese Länder als notwendig erachteten Grad monetärer Anspannung zu erreichen, schien es notwendig, eine Aufwertung der Inlandswährung zuzulassen. Diese erleichterte unmittelbar die Dämpfung des wachsenden Kosten- und Nachfragedrucks, allerdings unter

Kapitalzuflüsse in Länder mit relativ hohen Zinsen

Verhinderung der Inflationsbeschleunigung erhält verstärkte Priorität

Inkaufnahme einer weiteren Verschlechterung der Leistungsbilanz. Eine Höherbewertung der Währung könnte sich allerdings auf mittlere Sicht als nicht haltbar erweisen, wenn ein gewisser Anstieg der Inflationsrate eintreten sollte.

In einer solchen Lage hingen die Maßnahmen der Währungsbehörden von dem Gewicht ab, das sie der Wechselkursstabilität als Angelpunkt für die Geldpolitik und die längerfristigen Inflationserwartungen zuschrieben. Eine Leitkursanpassung im Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems wurde vermieden, allgemein war aber 1988 in vielen Ländern eine klare Verlagerung der Prioritäten der Geldpolitik hin zu dem Versuch festzustellen, eine Überhitzung der inländischen Wirtschaft und ein Wiederaufleben der Inflation zu verhindern. Dies bedeutet nicht notwendigerweise einen Rückzug aus der internationalen wirtschaftspolitischen Kooperation, die sich in gemeinsamen Interventionen zur Begrenzung der Dollaraufwertung und in regelmäßigen Konsultationen manifestierte. Ernsthaft Anspannungen an den Finanz- und Devisenmärkten hat es nicht gegeben, was die erhöhte Glaubwürdigkeit der praktischen Kooperation auf den Devisenmärkten zu bestätigen scheint. Mit lebhafterem Wirtschaftswachstum, auch in Ländern mit zuvor gedämpfter Konjunktur, nahmen allerdings binnen- und außenwirtschaftliche Zielkonflikte eher ab, und Inflationsrisiken wurden allgemein als das dringendste Problem erkannt.

Restriktivere Geldpolitik in den USA und Aufwertung des Dollars

In den USA stieg die Federal-funds-Rate zwischen März und August 1988 stetig an, da die Notenbank als Antwort auf das immer offensichtlicher werdende kräftige Wirtschaftswachstum die Reserveposition der Banken verengte. Wegen der Sorge, ein Absehen von einer restriktiveren Geldpolitik münde in zunehmende Preissteigerungsraten, nahm man eine gewisse Dollaraufwertung in Kauf. Es spricht in der Tat einiges für das Argument, daß die Anpassung der Leistungsbilanz längerfristig verhindert wird, wenn ein Auseinanderdriften der amerikanischen und der ausländischen Preis- und Kostenentwicklung zugelassen wird. Im Herbst schien sich das Wirtschaftswachstum vorübergehend zu verlangsamen, und die Rendite auf den Anleihemärkten ging zurück. Im Spätherbst jedoch mußte die Notenbank einen sich fortsetzenden Inflationsschub feststellen, und sie sorgte ab November für einen weiteren Anstieg der kurzfristigen Zinsen. Um die Richtung der amerikanischen Geldpolitik weiter zu verdeutlichen, erhöhte die Zentralbank ihren Diskontsatz im August 1988 und noch einmal im Februar 1989.

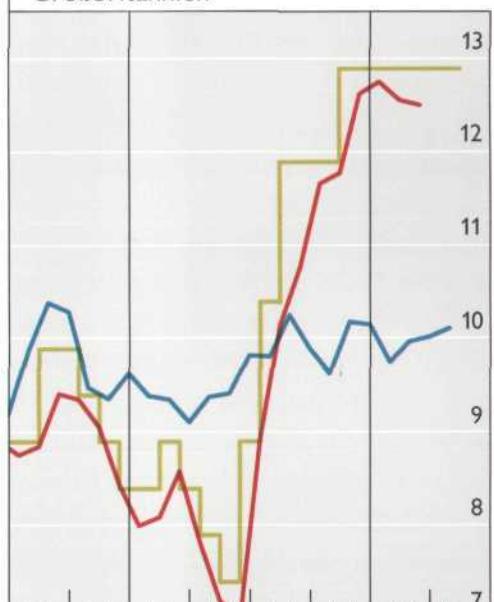
In Japan geringfügige Anspannung der Geldpolitik

Obwohl das Wirtschaftswachstum Japans weiter sehr robust war, blieben die Verbraucherpreise 1988 stabil, und die Großhandelspreise gaben sogar nach, wozu Kosteneffekte und der Importwettbewerb – beides Folgen der vorhergehenden kräftigen Aufwertung des Yen – und eine Zunahme des Angebots der Wirtschaft beitrugen. Auch blieb der Abwertungsdruck auf den Yen im Frühjahr und im Sommer gering und rief keine offiziellen Devisenmarktinterventionen hervor. Eine gewisse Festigung der kurzfristigen Zinsen wurde hingenommen, der Anstieg fiel aber weit geringer aus als in den anderen größeren Ländern. Die Tatsache, daß sich die vorherige Abwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar ab Oktober weitgehend umkehrte, sprach gegen eine restriktivere Geldpolitik, weshalb die Bank von Japan den Diskontsatz nicht veränderte.

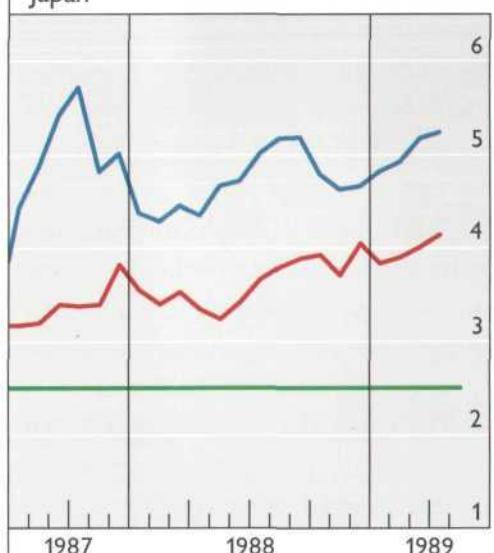
Amtliche Sätze und Marktzinssätze

- Satz für Wertpapiertendergeschäfte der Zentralbank¹
- Diskontsatz
- Oberster Ausleihesatz der Zentralbank²
- Tagesgeldsatz
- Rendite von Staatsanleihen

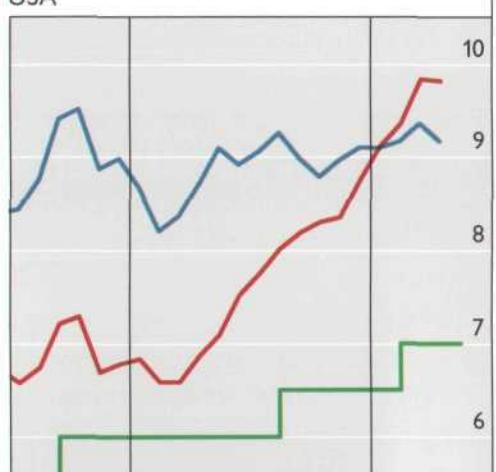
Großbritannien



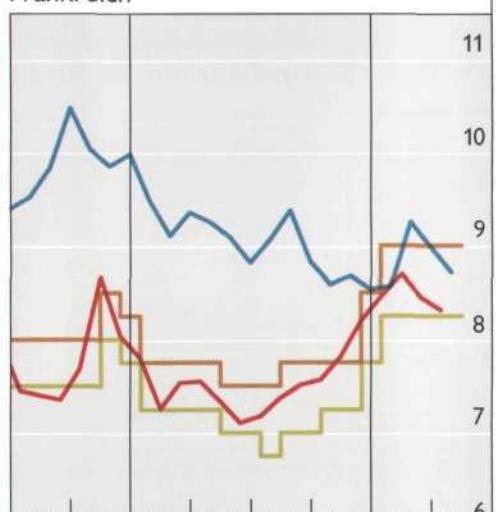
Japan



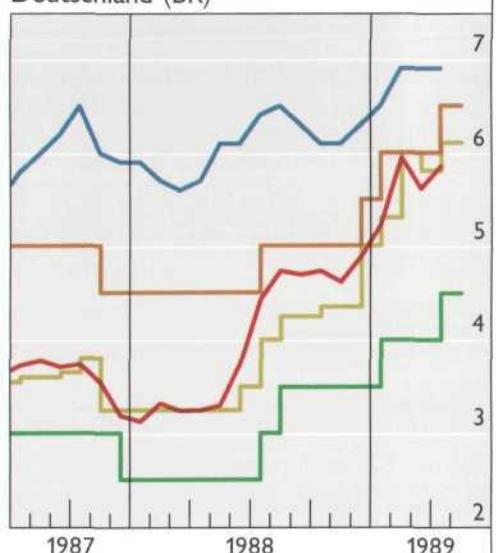
USA



Frankreich



Deutschland (BR)



¹ Großbritannien: Ankauf sehr kurzfristiger Bankwechsel. ² Deutschland: Lombardsatz; Frankreich: laufende Fazilität für Wertpapierverkäufe mit Rückkaufvereinbarung.

Reaktion auf die Schwäche der D-Mark und kräftiges Wirtschaftswachstum in Deutschland

In Deutschland hingegen, wo sich die Produktion an der Grenze der Vollauslastung bewegte, drückten sowohl die Abwertung der D-Mark gegenüber dem US-Dollar von über 20% in der Zeit von Januar bis August 1988 als auch die DM-Schwäche gegenüber einer Reihe anderer Nicht-EWS-Währungen tendenziell das inländische Preisniveau nach oben. Zwischen Juni und August erhöhte die Bundesbank im Zusammenhang mit beträchtlichen Devisenmarktinterventionen schrittweise die Wertpapierpensionssätze sowie den Diskont- und den Lombardsatz. Die kurzfristigen Zinssätze stiegen in dieser Zeit kräftig an und erhöhten sich ab Dezember gleichzeitig mit der Entwicklung der Wertpapierpensionssätze weiter. Zu diesem Zeitpunkt war die Wirtschaftsentwicklung in Deutschland, ebenso wie in den meisten anderen Partnerländern des EWS, deutlich in Fahrt gekommen. Zwischen Dezember 1988 und April 1989 erhöhten die Notenbanken Belgiens, der Niederlande, der Schweiz und Österreichs im Verein mit der Bundesbank mehrmals ihre amtlichen Zinssätze. Hier wie in Japan stiegen Ende 1988 und Anfang 1989 auch die Renditen der festverzinslichen Wertpapiere.

In Frankreich gaben die Marktzinsen ausgehend von dem hohen Niveau von Ende 1987 bis zum Juni 1988 weiter nach, wobei der französische Franc innerhalb der Bandbreite im EWS noch leicht aufwertete. Obwohl unter der Voraussetzung einer weiterhin moderaten Lohnentwicklung kein unangemessenen starker Inflationsdruck erwartet wurde, hielt man das geringe Leistungsbilanzdefizit für Grund genug, das Zinsniveau so festzulegen, daß die private Ersparnis angeregt würde. Ab August begleiteten Anhebungen des Satzes für Tendergeschäfte der Bank von Frankreich die Entwicklung immer stärker steigender Geldmarktsätze, und zu Beginn des Jahres 1989 zogen auch die Anleiherenditen kräftig an.

In Großbritannien wurde die Lage, die spät im Frühjahr 1988 als klassischer Fall eines Nachfrageüberschusses, der in ein Zahlungsbilanzdefizit und einen wachsenden Lohndruck mündet, erkannt wurde, auf zu niedrige kurzfristige Zinsen zurückgeführt, die eine Höherbewertung des Pfund Sterling gegenüber der D-Mark hatten abwenden sollen. Während die Sorge um die Wettbewerbsfähigkeit der britischen Industrie das Hauptargument für die Wahl des informellen Wechselkursziels gewesen war, deuteten seit einiger Zeit eine Reihe von Finanz- und Wirtschaftsindikatoren auf die Notwendigkeit einer restriktiveren Geldpolitik hin. Nach dem Abgehen von der Obergrenze für den Wechselkurs wurden eine schrittweise Anhebung der kurzfristigen Zinsen zwischen Mai und August und ein stärkerer Anstieg im Oktober angeregt. Die langfristigen Zinsen zeigten eine bemerkenswert schwache Reaktion. Schwer zu beurteilen ist, wieviel Einfluß – zusätzlich zu den Kapitalbewegungen – die Finanzierungspolitik der Regierung ausgeübt hat. Diese war durch erhebliche Nettotilgungen der öffentlichen Verschuldung gekennzeichnet, und zwar in einer Größenordnung, die ungefähr dem Finanzierungsüberschuß der Zentralregierung entsprach, welcher in dem Ende März 1989 abgeschlossenen Finanzjahr fast £ 7 Mrd. betrug, verglichen mit einer Nettoneuverschuldung von £ 0,9 Mrd. im Haushaltsjahr 1987/88.

In Italien spiegelten sich ein kräftiger Nachfragedruck, angeheizt durch das große Budgetdefizit, und steigende Produktionskosten Ende des letzten

Auch in Frankreich Rückkehr zu restriktiver Geldpolitik

Wirtschaftspolitisches Dilemma in Großbritannien ...

Jahres in einer deutlichen Beschleunigung der Verbraucherpreise wider. Die bereits relativ hohen kurzfristigen Zinsen stiegen ab Juli weiter, und die Lira wertete sich innerhalb ihrer erweiterten Bandbreite im EWS schrittweise auf. Im Februar 1989 wurden – vor dem Hintergrund einer kräftigen Expansion der Bankkredite an die Privatwirtschaft, insbesondere der im Ausland refinanzierten Fremdwährungskredite – die Reserveanforderungen an die Banken auf deren Nettowährungsverbindlichkeiten ausgedehnt. In der Absicht, ein deutliches Signal zu setzen, erhöhte die Bank von Italien im März den Diskontsatz um einen ganzen Prozentpunkt.

... Italien ...

In Kanada wurden zwar die Prognosen über die Stärke der Konjunktur im Jahresverlauf immer wieder nach oben korrigiert, dennoch war Ende 1988 klar, daß der Nachfrage- und Kostendruck systematisch unterschätzt worden war. Sowohl die kurz- als auch die langfristigen Zinsen stiegen immer stärker, und zwar in einem Ausmaß, daß ihr Vorsprung gegenüber den entsprechenden US-Zinsen ungefähr erhalten blieb.

... und Kanada

Der Rahmen für Geldmengenziele

Die Geldpolitik der Industrieländer war im letzten Jahr abermals nicht eng auf die Steuerung der Geldmenge ausgerichtet, aber das Argument, fehlender Inflationsdruck mache dies überflüssig, entbehrte immer mehr einer Grundlage. Die Vorstellung, daß sich das Geldmengenwachstum langfristig in der Inflationsrate niederschlägt, veranlaßte immer noch viele Länder zur Veröffentlichung jährlicher, auf repräsentative Aggregate bezogener Geldmengenziele. Diese basieren in der Regel auf der geschätzten Zunahme des Produktionspotentials zu laufenden Preisen und einer geschätzten Trendveränderung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes oder auf normativen Projektionen für das Produktionswachstum und den kurzfristigen Inflationsverlauf. In den letzten Jahren haben allerdings solche Normen aus verschiedenen Gründen in der Praxis nicht als Hauptrichtschnur der Geldpolitik gedient.

Geldpolitik
nicht eng auf die
Steuerung
der Geldmenge
ausgerichtet

Die Umlaufgeschwindigkeit einiger Aggregate war im letzten Jahr offensichtlich durch unvorhersehbare Störungen oder strukturelle Veränderungen auf den Finanzmärkten, deren Auswirkung schwer prognostizierbar war, beeinflußt. Ersteres konnte man in Deutschland beobachten, wo ein stark beschleunigter Anstieg des Bargeldumlaufs, der zum Teil mit der Ungewißheit im Zusammenhang mit der beabsichtigten Einführung der Quellensteuer auf Zinseinkünfte verknüpft war, akkommodiert werden mußte. In Frankreich und Italien förderten strukturelle Änderungen am Finanzsystem eine kräftige Bestandszunahme von Marktinstrumenten in der Hand von Nichtbanken, die in M_3 , nicht aber in den Zielgrößen enthalten sind. In der Schweiz ermöglichen Änderungen an den Interbank-Clearingvereinbarungen und den Liquiditätsvorschriften den Banken, ihre Guthaben bei der Nationalbank um ein unerwartet großes Ausmaß zu senken.

Einfluß von
Störungen und
strukturellen
Veränderungen
auf den Finanz-
märkten auf
die Umlaufs-
geschwindigkeit

In Großbritannien hatte die Auswirkung des Wettbewerbs zwischen Banken und Bausparkassen auf M_3 vor einigen Jahren zu einer Abschaffung der Ziele für weit abgegrenzte Aggregate geführt, aber die letztjährige kräftige Expansion von M_0 und M_4 mag als Indiz dafür angesehen worden sein, daß

Geldmengen- und Kreditaggregate: Zielvorgaben und Zuwachsraten

Land und Aggregat ¹		Zielvorgabe ² für			Geldmengen- bzw. Kreditwachstum			
		Zielperiode ⁴		Veränderung gegen Vorjahr ⁵				
		1987 ³	1988 ³	1989 ³	1987	1988	1988 1. Q.	1989 1. Q.
Prozent								
USA	M ₂	5½–8½	4–8	3–7	4,2	5,2	4,2	4,1
	M ₃	5½–8½	4–8	3½–7½	5,7	6,3	5,8	5,5
	TDND	8–11	7–11	6½–10½	9,8	8,7	9,1	8,8
Japan	M ₂ +CD	11–12	10–11	10–11	11,8	10,6	12,0	10,3
Deutsch- land (BR)	ZBG	3–6	–	–	8,0	8,5	8,3	9,2
	M ₃	–	3–6	ca. 5	6,0	6,8	6,0	6,8
Frankreich	M ₂	4–6	4–6	4–6	4,0	3,9	3,0	3,8
	M ₃	3–5	–	–	9,1	6,9	8,2	7,3
Groß- britannien	M ₀	2–6	1–5	1–5	5,8 ⁶	6,2 ⁶	5,2	6,7
Italien	CPS	5–9	6–10	7–10	10,3	15,7	9,4	18,1
	M ₂	6–9	6–9	6–9	8,3	8,4	7,1	9,1
Spanien	ALP	6½–9½	8–11	6½–9½	14,0	11,1	13,8	11,4
Schweiz	NBGB	2	3	2	3,0	–3,9	1,3	n.v.
Portugal	L–	–	10–13	7½–10½	16,8	14,8	17,6	n.v.
Griechenland	M ₃	–	14–16	18–20	25,2	22,4	25,3	n.v.

¹ TDND = gesamte Inlandsverschuldung der nichtfinanziellen Sektoren; ZBG = Zentralbankgeldmenge; M₀ = weit abgegrenzte monetäre Basis; CPS = Kredit an den nichtöffentlichen Sektor; ALP = liquide Mittel in der Hand privater Nichtbanken; NBGB = bereinigte Notenbankgeldmenge; L– = Gesamtliquidität der inländischen Nichtbanken. ² TDND in den USA: nur angestrebter Bereich; M₂+CD in Japan: Projektion. ³ USA, Japan (außer im Jahr 1989: zweites Quartal gegen zweites Quartal des Vorjahrs), Deutschland und Frankreich: viertes Quartal gegen viertes Quartal des Vorjahrs; Italien, Spanien, Griechenland und Portugal: Dezember gegen Dezember des Vorjahrs; Großbritannien: Zwölfmonatszeiträume, die im März enden; Schweiz: Jahresdurchschnitte (für 1989: saisonbereinigtes durchschnittliches Wachstum auf Jahresbasis gegenüber dem vierten Quartal 1988). ⁴ Gleiche Berechnung wie bei den Zielvorgaben. ⁵ Auf der Basis von Quartalsdurchschnittswerten. ⁶ Zwölf Monate bis März 1988 und 1989.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder.

eine restriktivere Geldpolitik notwendig sei. In Portugal und Griechenland unterstrich im letzten Jahr ein gemessen an den Zielvorgaben rasches Geldmengenwachstum die Notwendigkeit einer strengeren Geldpolitik.

Zinseffekte

Andere große Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit spiegelten vor allem Zinseffekte wider. Stark expansive Einflüsse auf das Geldmengenwachstum ergaben sich wiederum insbesondere aus den noch zu Beginn des Jahres historisch niedrigen kurzfristigen Zinsen in Japan und Deutschland, aber Zinssteigerungen dämpften im Jahresverlauf das Geldmengenwachstum, vor allem in den USA, in einem geringeren Ausmaß auch in Großbritannien, Japan und Frankreich. Andererseits regte die Erwartung weiterer Zinssteigerungen im langfristigen Bereich zeitweise die Nachfrage nach geldnahen Titeln in Deutschland, Frankreich und Italien an. Im Niveau der kurzfristigen Zinsen

schlugen sich natürlich die gewählten wirtschaftspolitischen Optionen nieder, die insbesondere in Deutschland durch das Bewußtsein über die direkten Effekte der Wechselkursentwicklung auf die Wirtschaftstätigkeit und das allgemeine Preisniveau beeinflußt wurden. Die starken kurzfristigen Reaktionen von M₁ und, in geringerem Maße, auch von M₂ auf Änderungen der Relation der Geldmarktsätze zu den weniger flexiblen Zinsen auf Bank- und Sparbankeneinlagen in den Vereinigten Staaten sind mittlerweile bekannt und weitgehend vorhersehbar. Die Verlangsamung des Wachstums von M₂ infolge steigender Geldmarktsätze im letzten Jahr machte es schwierig, die Notwendigkeit einer restriktiveren Geldpolitik aus dem laufenden Verhalten der Aggregate heraus zu verdeutlichen.

Zwar variierte die Sensibilität der Geldnachfrage auf das Zinsniveau infolge einer erhöhten Substituierbarkeit zwischen neuen zinstragenden Einlageninstrumenten und marktfähigen Finanztiteln gelegentlich merklich, gleichwohl sind die durch Finanzinnovationen entstehenden Schwierigkeiten bei der Interpretation der Geldmengenaggregate normalerweise nicht unüberwindbar. Vieles wandelt sich allmählich, andere Faktoren verschieben die Geldnachfrage nur einmalig. In den Vereinigten Staaten, wo sich die Aufmerksamkeit mittlerweile hauptsächlich auf weiter abgegrenzte Geldmengengrößen ähnlich den in Japan und Deutschland seit langem gebräuchlichen konzentriert, hat die Deregulierung möglicherweise die Brauchbarkeit der Geldmengenaggregate als langfristige geldpolitische Richtschnur verbessert. Auch wenn dadurch deren kurzfristige Zinselastizität gestiegen ist, scheint die Zinselastizität und damit auch der Anreiz zu Finanzinnovationen, die darauf abzielen, die Geldbestände niedrig zu halten, auf längere Sicht abgenommen zu haben. Der Hauptgrund hierfür ist, daß sich auf längere Sicht die Renditen der meisten Geldformen dem allgemeinen Marktzinsniveau anpassen werden. In Kanada, wo M₁ als Zielgröße 1982 abgeschafft worden ist, hat sich für Perioden von ein bis zwei Jahren wieder eine Beziehung zwischen dem Verlauf der breit abgegrenzten Aggregate M₂ und M₂₊ und den nominalen Ausgaben herauskristallisiert. Auch wenn diese Aggregate nicht strikt gesteuert werden können, sind sie bei der Darlegung der Geldpolitik für die Öffentlichkeit hilfreich, um zu zeigen, daß Wachstumsraten von M₂ und M₂₊ von regelmäßig mehr als 10% im gesamten Vorjahr Anlaß zu Besorgnis geben sollten.

Über mehrere Jahre andauernde Veränderungen in den Relationen von Geldmengenaggregaten und der realen Wirtschaftstätigkeit, so wie sie anscheinend durch große Pendelbewegungen der Wechselkurse in Japan und in Deutschland hervorgerufen wurden, gefährden offensichtlich die Glaubwürdigkeit der Politik einer Geldmengenzieleinstellung. Situationen dieser Art mögen aber letztendlich mit der Einsicht in Einklang stehen, daß im Transmissionsprozeß zwischen Geldmengenverlauf und Wirtschaftsaktivität sowie Inflation mit langen und variablen Verzögerungen gerechnet werden muß.

Die Notenbanken haben immer wieder auf die Gefahren hingewiesen, die der in den letzten Jahren starken monetären Expansion in vielen Ländern innewohnen. Dies schlug sich mehrere Jahre lang deutlich in steigenden Preisen für Vermögenswerte nieder und hat 1988 möglicherweise zusammen

Aus Finanzinnovationen entstehende Schwierigkeiten oft überwindbar

Gefahren der in den letzten Jahren starken monetären Expansion

mit den in den meisten Ländern Ende 1987 und Anfang 1988 weiter gesunkenen kurzfristigen Zinsen zu dem kräftigen Konjunkturaufschwung beigetragen. Die Inflation ist bisher hauptsächlich durch eine gemäßigte Lohnentwicklung im Zaum gehalten worden, aber nun gibt es in einigen Ländern Anzeichen für höhere Lohnabschlüsse, in anderen droht das gleiche. Sollte sich ein signifikanter Anstieg der Basisinflation in einer Zunahme der Preissteigerungserwartungen niederschlagen, so könnte es schwierig werden, ein durch die Aktivierung der in den vergangenen Jahren angeschwollenen Geldbestände bedingtes Wiederaufleben der Lohn-Preis-Spirale aufzuhalten.

Weiterhin Geldmengenziele

Die Währungsbehörden Großbritanniens, Frankreichs und Italiens haben für dieses Jahr ein ähnliches Geldmengenziel wie im letzten Jahr gesetzt, um ihren Willen zur Nichtakkomodierung der zunehmenden Inflation zu demonstrieren. In Deutschland wurde ein Zielwert gesetzt, nachdem das Geldmengenwachstum drei Jahre hintereinander oberhalb der von der Bundesbank gesetzten Zielzone gelegen hatte. In den USA, in Spanien sowie in Portugal sind die Grenzen aller publizierten Zielzonen für 1989 niedriger als diejenigen vom letzten Jahr. In Griechenland sind die Zielvorgaben erheblich niedriger gesetzt als die im Jahr 1988 realisierten Geldmengenzuwachsraten. In der Schweiz impliziert der Wechsel der Referenzperiode für die Messung der Geldmengenentwicklung im Jahr 1989 auf das vierte Quartal, daß eine Umkehrung des Rückgangs der bereinigten Notenbankgeldmenge von 1988 nicht ins Auge gefaßt wurde.

Andere Indikatoren der monetären Entwicklung

Kreditaggregate

In den letzten Jahren wurden von den Notenbanken als geldpolitische Orientierungsgrößen zwar hauptsächlich Geldmengenaggregate oder Wechselkurse verwendet, aber in einigen Ländern werden Richtwerte für Kreditaggregate verkündet. Allgemein haben viele Währungsbehörden die Kreditentwicklung immer als wichtiges Element des monetären Transmissionsmechanismus und als hilfreichen Indikator zur Analyse der monetären Lage angesehen.

Kräftige Ausweitung der Bankkredite an den Privatsektor

Die in den meisten Industrieländern kräftige Ausweitung der Bankkredite an den Privatsektor im letzten Jahr war offensichtlich mit der Erstarkung der Wirtschaftsaktivität verbunden. In vielen Ländern folgte sie einem bereits stattlichen Zuwachs im Jahr zuvor, der in manchen Fällen als Vorbote der Notwendigkeit einer restriktiveren Geldpolitik angesehen wurde. Wohnbau- und Konsumentenkredite waren eine der am stärksten zunehmenden Komponenten der Kreditnachfrage. Die Kreditvergabe an die privaten Haushalte stieg im letzten Jahr in Großbritannien, Kanada, Frankreich, Italien, den Niederlanden und Schweden besonders steil an. Zwar vergrößerte die verbesserte Ertragssituation die internen Finanzierungsspielräume der Unternehmen, doch in vielen Ländern wurden höhere Anlageinvestitionen (ohne Wohnungsbau) durch eine vermehrte Kreditvergabe der Banken an die Unternehmen unterstützt. In den Vereinigten Staaten halfen umfangreiche Wertpapieremissionen die Nachfrage nach Bankkrediten zu dämpfen; letztere wurde allerdings in beträchtlichem Umfang für

**Beitrag ausgewählter Bilanzgegenposten
zur Veränderung der Geldmenge in weiter Abgrenzung**

Land	1982–85	1986	1987	1988	1982–85	1986	1987	1988
	Veränderung im Dezember gegen Vorjahr in Prozent der Geldmenge in weiter Abgrenzung							
	Kredite an den Privatsektor ¹				Kredite an den öffentlichen Sektor ²			
	USA	7,5	9,4	7,5	7,6	2,1	-0,1	0,1
	Japan	9,2	9,6	11,3	11,1	0,7	1,3	0,0
	Deutschland (BR)	9,7	7,5	5,8	8,6	2,8	0,8	2,5
	Frankreich	13,4	9,6	14,9	13,6	3,2	1,2	-0,7
	Großbritannien	17,0	20,9	20,4	27,0	-0,6	-1,6	-2,2
	Italien	6,1	5,3	4,2	7,5	12,7	5,6	10,3
	Kanada	2,9	5,0	13,6	14,5	1,0	1,4	0,5
	Spanien	8,7	8,4	11,1	12,5	8,0	6,5	4,7
	Niederlande	7,0	13,7	6,5	15,5	5,2	4,5	1,0
	Belgien	2,7	5,7	6,8	10,3	18,9	16,5	11,6
	Schweden	6,1	12,1	8,5	17,4	1,3	1,7	-3,0
	Nettoauslandsaktiva ³				Geldmenge in weiter Abgrenzung ⁴			
	USA	-0,8	-2,2	-2,5	-2,0	9,4	9,2	5,2
	Japan	-0,6	-2,3	-0,9	-0,5	7,8	9,2	10,8
	Deutschland (BR)	1,0	5,7	5,1	-0,5	5,5	6,7	5,8
	Frankreich	-1,1	2,3	-0,5	-1,4	9,6	4,7	9,0
	Großbritannien	-1,7	-1,3	0,9	-2,6	12,8	15,4	16,3
	Italien	-0,4	-0,5	0,2	0,1	13,4	9,4	8,3
	Kanada	0,6	1,1	-5,1	-0,9	7,3	9,6	6,2
	Spanien	1,3	0,9	2,9	0,9	14,7	12,2	13,6
	Niederlande	4,2	-5,6	1,9	4,6	9,2	5,1	6,0
	Belgien	-7,2	-4,6	-5,2	-7,5	6,6	12,8	10,1
	Schweden	1,7	-1,2	-0,9	-2,2	5,6	10,9	4,0

¹ USA: Kredite der Geschäftsbanken und Sparkassen ohne Erwerb steuerbefreiter und vom Schatzamt begebener Wertpapiere; Großbritannien: Kreditvergabe der Banken und Bausparkassen in Inlandswährung; Kanada: jederzeit kündbare und kurzfristige Kredite der Geschäftsbanken sowie weniger liquide in kanadischen Dollar denominierte Aktiva außer Forderungen gegenüber Provinzen und Gemeinden; Schweden: Kreditvergabe in Inlandswährung. ² USA: Erwerb steuerbefreiter und vom Schatzamt begebener Wertpapiere durch die Zentralbank, die Geschäftsbanken und Sparkassen; Frankreich und Schweden: nur Zentralregierung; Kanada: Staatsanleihen und Forderung gegenüber Provinzen und Gemeinden im Bestand der Bank von Kanada und der Geschäftsbanken. ³ Bankensystem; USA: einschl. amtlicher Währungsreserven und Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen öffentlichen Stellen zuzüglich der übrigen Nettobankforderungen an Gebietsfremde; Kanada: Nettoauslandsaktiva der Geschäftsbanken. ⁴ Japan: M₂+CD; Großbritannien: M₄; Italien, Kanada und Niederlande: M₂; Spanien: ALP; Belgien: M₂ (in der Abgrenzung der EG); übrige Länder: M₃.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder.

Unternehmensübernahmen und Leveraged Buy-outs in Anspruch genommen. In vielen Ländern nahm die Kreditvergabe der Banken an den öffentlichen Sektor nur geringfügig zu oder sogar ab, da entweder die Banken ihren Bestand an öffentlichen Wertpapieren reduzierten, oder weil die Regierung Maßnahmen zur Rückführung ihres Neuverschuldungsbedarfs und/oder zur Begrenzung ihrer Inanspruchnahme von Krediten zur Finanzierung ihrer Defizite ergriff.

Schwierigkeiten bei der Interpretation der Kreditentwicklung

Bei einigen dieser Entwicklungen traten ähnliche Schwierigkeiten zutage wie schon bei der Interpretation der Geldmengenaggregate im Lichte von Deregulierung und Finanzinnovationen. In Italien beispielsweise wurden Anfang letzten Jahres die Kreditplafonds, die zur Abwehr der Krise am Devisenmarkt 1987 eingeführt worden waren, abgeschafft. In Frankreich, Großbritannien und Schweden war die kräftige Ausweitung der Wohnbau- und kurzfristigen Konsumentenkredite hauptsächlich auf Deregulierungseffekte und den intensiveren Wettbewerb zwischen den Finanzinstituten um verbesserte Zugangsmöglichkeiten der privaten Haushalte zu Krediten zurückzuführen. Ihren wahrscheinlichen Beitrag zur Wirtschaftstätigkeit zu ermessen, war schwierig. In manchen Fällen schlug sich die Zunahme in einem Anschwellen der Geldbestände in der Wirtschaft nieder, in anderen ging sie mit einem langsamem Anstieg der Bankkredite an die öffentliche Hand oder den Unternehmenssektor einher. Die Verschuldung der privaten Haushalte hat aber jedenfalls in den drei Ländern den Konsum und die Wohnungsbauinvestitionen stimuliert.

Weit gefaßte Kreditaggregate

In den USA und in Italien wurden Richtwerte für weit gefaßte Kreditaggregate veröffentlicht, in denen gewisse Arten der Wertpapierfinanzierung von Nichtbanken ebenso enthalten sind wie die Ausleihungen der Kreditinstitute, und auch in Frankreich wird der Verlauf eines breit definierten Kreditaggregats verfolgt. In den Vereinigten Staaten ist die früher ausgesprochen stabile Umlaufgeschwindigkeit des weit gefaßten Kreditvolumens in den achtziger Jahren im Zusammenhang mit der sehr umfangreichen Schuldenaufnahme des Staates und des privaten Sektors drastisch gefallen. Im letzten Jahr verlangsamte sich das weit abgegrenzte Kreditwachstum in den USA, blieb aber höher als das des nominalen Bruttonsozialprodukts. In Frankreich weitete sich das Kreditvolumen insgesamt etwas stärker aus. In Italien sind Kredite an den Staat, die durch die Geldpolitik nicht kontrolliert werden können, nicht in dem Zielaggregat enthalten. Das Überschießen der Kreditvergabe an den nichtöffentlichen Sektor, obwohl von einer Verringerung der Wertpapiere des Schatzamts in den Portefeuilles der Banken beeinflußt, zeigte die Notwendigkeit einer Korrektur der Geldpolitik an.

Inländische Kreditexpansion und internationaler Kapitalverkehr

Im Zusammenhang mit der Steuerung von Wechselkursen kann eine inländische Kreditexpansion zu einem Leistungsbilanzdefizit oder zu einem Nettokapitalexport der Nichtbanken (d.h. zu einer Verschlechterung des Auslandsstatus des Bankensystems) führen und schlägt sich dann nicht in der Geldmenge nieder. Im letzten Jahr wirkte jedoch die Tendenz des privaten Kapitals, in die Länder zu fließen, in denen der Nachfragedruck am stärksten und die Nominalzinsen relativ hoch waren, solchen möglicherweise mit Leistungsbilanzdefiziten verknüpften Effekten entgegen. In diesem Zusammenhang dürften daher z.B. in Italien und Spanien die Raten der inländischen Kreditexpansion niedriger und in Deutschland und Japan höher gewesen sein, als sie sonst gewesen wären. In einigen Ländern mag der Zusammenhang zwischen Bankkrediten und Geldmenge in weiter Abgrenzung in signifikantem Maß durch Änderungen der Expansionsrate der nichtmonetären Verbindlichkeiten der Banken (nicht in der Tabelle ausgewiesen) beeinflußt sein. In Deutschland verlangsamte sich das Wachstum der langfristigen

Verbindlichkeiten der Banken im letzten Jahr merklich unter dem Einfluß von Zinssteigerungserwartungen der Anleger und der bevorstehenden Einführung der Quellensteuer auf Zinseinkünfte.

Die kurzfristigen Zinsen, das Hauptinstrument der Geldpolitik, werden zur Einschätzung der Geldpolitik häufig mit der laufenden Inflationsrate verglichen. In einigen Ländern war die beschleunigte Verbraucherpreisentwicklung hauptsächlich auf vorübergehende Faktoren wie Änderungen der indirekten Besteuerung und der Erhöhung der Hypothekarzinsen zurückzuführen. Dennoch mag festgestellt werden, daß in realer Betrachtung der Anstieg der kurzfristigen Zinsen in den USA, Kanada, Großbritannien und Italien beträchtlich niedriger war als in nominaler Rechnung. Darüber hinaus wird häufig gemutmaßt, daß zumindest in den Vereinigten Staaten Deregulierung und Finanzinnovationen in den letzten Jahren den Zusammenhang zwischen Zinsen, Produktion und Nachfrage in einem solchen Umfang verändert haben, daß nun höhere Real- und Nominalzinsniveaus erforderlich sind, um denselben Grad monetärer Anspannung wie in der Vergangenheit zu erreichen.

In den letzten zwei Jahren wurde der Vorschlag aufmerksamer verfolgt, daß sich den Notenbanken vermutlich eine nützliche Richtschnur für die Angemessenheit ihrer Politik bietet, wenn sie den Zusammenhang zwischen den von ihnen selbst stark beeinflußten Geldmarktsätzen und den vom Markt bestimmten Zinsen am langen Ende des Laufzeitenspektrums analysieren. In der Tat verändern sich die grundlegenden Arbitragebeziehungen zwischen den langfristigen Zinsen und den aktuellen sowie zukünftig erwarteten kurzfristigen Sätzen oder zwischen den kurzfristigen Sätzen und der Periodenrendite eines langfristigen Wertpapiers im Zeitablauf auf eine schwer zu erklärende Art. Die Volatilität und die mittelfristigen Schwankungen auf den Renten-, Aktien- und Devisenmärkten lassen die Annahme zunehmend als zweifelhaft erscheinen, daß die Märkte keine systematischen Prognosefehler machen. Möglicherweise sind Änderungen in der Risikoeinschätzung auf diesen Märkten auf komplexe Weise miteinander verknüpft. Verschiebungen in den Präferenzen der Anleger weg von Aktien haben im letzten Jahr möglicherweise die Renditen festverzinslicher Wertpapiere gedrückt, und in mehreren maßgebenden Ländern nahm das Angebot langfristiger öffentlicher Anleihen infolge der Konsolidierungsmaßnahmen oder des Schuldenmanagements ab, oder ein Rückgang war in Sicht. Auch der internationale Kapitalverkehr muß in einigen Ländern, die USA eingeschlossen, einen Einfluß auf das Nachgeben der langfristigen Zinsen gehabt haben, während er einen geringeren Effekt auf die Renditen in den kapitalexportierenden Ländern ausgeübt haben dürfte. In der Abflachung oder Umkehrung der Renditenkurve könnten sich auch in gewissem Umfang Erwartungen niedergeschlagen haben, daß sich das Tempo des Wirtschaftswachstums verlangsamen oder sogar die Geldpolitik im Gefolge nachlassender Preissteigerungen lockerer werde.

Zwar haben die langfristigen Zinssätze in den achtziger Jahren die Bewegungen der kurzfristigen Sätze tendenziell stärker nachvollzogen, doch war ein Abflachen oder eine Umkehrung der Renditenkurve, wie sie in der jüngsten Vergangenheit eingetreten ist, in weiter zurückliegenden Jahren nicht unüblich (s. Grafik). Vor allem in Deutschland schien die Geldpolitik in den

Zinssätze

Kurzfristige Zinsen schwierig zu beurteilen

Verschiedene Interpretationen der Renditenstruktur

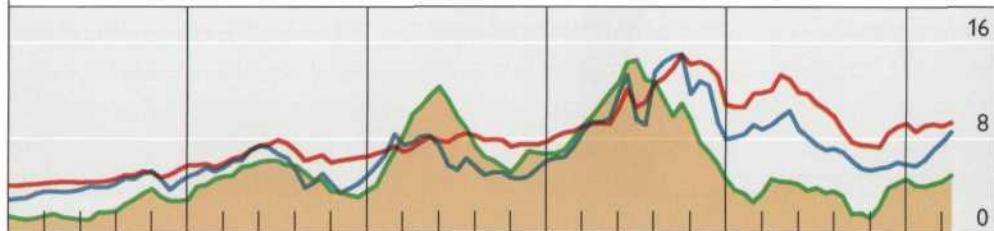
Zinsen und Inflation in langfristiger Sicht

Lang- und kurzfristige Zinssätze und Inflationsraten*

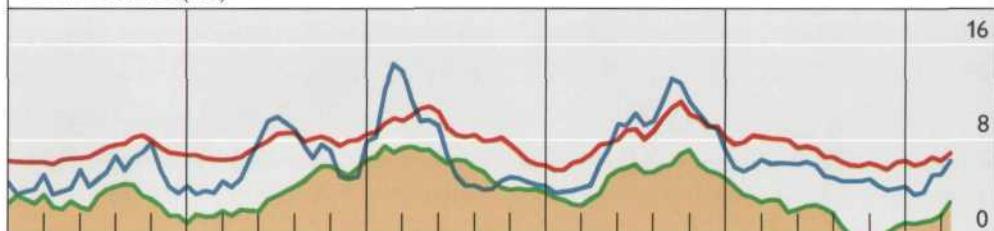
Quartalsdurchschnitte in Prozent

- Langfristiger Zinssatz
- Kurzfristiger Zinssatz
- Verbraucherpreisinflation

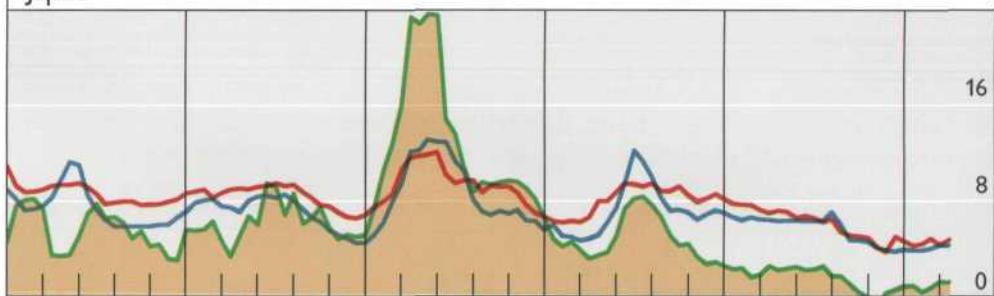
USA



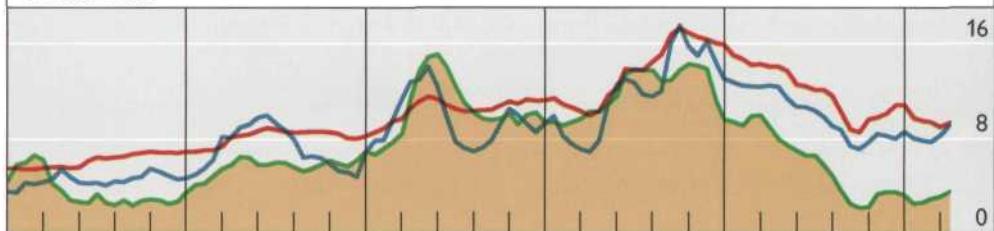
Deutschland (BR)



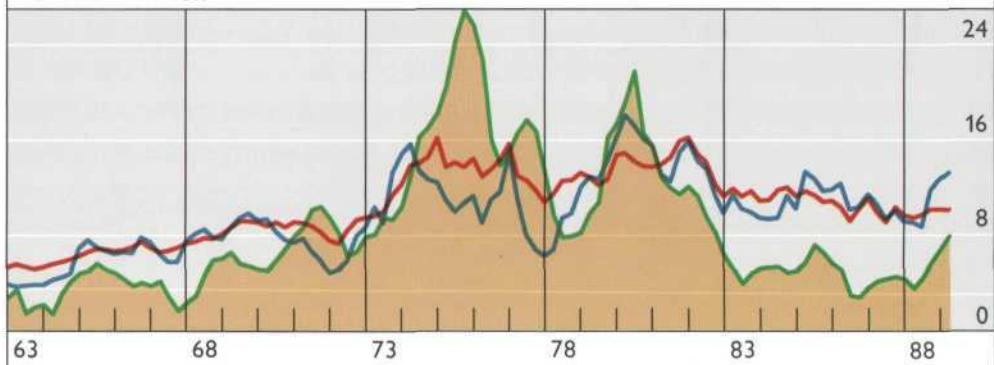
Japan



Frankreich



Großbritannien



* Repräsentative langfristige Anleiherenditen und Geldmarktsätze; Inflation gemessen an der prozentualen Veränderung der Verbraucherpreise über vier Quartale.

letzten zwei bis drei Jahrzehnten immer dann die Zügel anzuziehen, wenn die Inflation langsam zu steigen anfing. Die kurzfristigen Zinsen zogen regelmäßig kräftig an und stiegen deutlich über das Niveau der langfristigen Sätze hinaus, während die Anleiherenditen stets auf einem Niveau oberhalb der Inflationsraten blieben. Das Verhalten der deutschen Zinsstruktur in der jüngsten Vergangenheit, als die kurzfristigen Zinsen stiegen, stimmt im großen und ganzen mit den Erfahrungen früherer Jahre überein. Im Falle Japans muß man die vergleichsweise geringen Inflationsraten des letzten Jahrzehnts heranziehen, um das bemerkenswert niedrige Niveau sowohl der kurz- als auch der langfristigen Zinsen zu erklären. In anderen Ländern ging das Abflachen der Renditenstrukturkurve oft mit einer Belebung der Inflation einher. Die kurzfristigen Zinsen reagierten stärker als die Anleiherenditen, aber die Preiszuwächse erreichten Werte, die sowohl die kurz- als auch die langfristigen Zinssätze erheblich überschritten. Wenn auch die Ölpreisseigerungen 1974 und 1978/79 vermutlich schwer vorherzusehen waren, so erscheint es doch klar, daß auch sonst die Beschleunigung der Inflation nicht immer richtig von den Märkten prognostiziert wurde. Diese Erfahrung mag teilweise erklären, warum in den achtziger Jahren die langfristigen Zinsen in vielen Ländern in Relation zu den aktuellen Inflationsraten verhältnismäßig hoch blieben, sogar in Zeiten sinkender kurzfristiger Zinsen. In der jüngeren Vergangenheit haben die Bemühungen vieler Länder einschließlich der USA, die realen kurzfristigen Zinssätze nicht negativ werden zu lassen, sicherlich dazu beigetragen, die Inflationserwartungen für eine gewisse Zeit in Schach zu halten. Aber die langfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten und vielen kontinentaleuropäischen Ländern zogen Anfang 1989 kräftig an.

Die Geldpolitik der meisten Länder mußte schon lange die Preisentwicklung bei Öl und anderen Rohstoffen, die einen starken Einfluß auf das Verbraucherpreisniveau haben, in ihr Kalkül miteinbeziehen. Läßt man die Vorschläge für Gold- und allgemeine Rohstoffstandards einmal beiseite, so konzentrierte sich das jüngste Interesse an Rohstoffpreisindizes, wie es sich z.B. durch die Aufnahme in die Indikatorenliste bei den Konsultationen der Länder der Siebenergruppe ausdrückte, auf deren potentielle Brauchbarkeit als Frühindikatoren für weltweite Nachfrage- und Inflationsentwicklung auf der Ebene der Verbraucherpreise. Zwar beeinflussen die Preise vieler Rohstoffe die Produktionskosten auf direktem Weg nur in geringem Umfang, aber Kassa- und Terminnotierungen, die schnell auf Änderungen der Nachfrage- und Angebotsbedingungen reagieren, sind auf den Warenbörsen in hoher Frequenz verfügbar. In gewissem Umfang spiegeln sie daher möglicherweise auch Erwartungen über internationale Nachfragerendenzen wider. Auf der anderen Seite können Rohstoffpreise schnell auf Veränderungen der kurzfristigen Zinsen, welche die Lagerhaltungskosten beeinflussen, reagieren, während andere Preise langsamer auf eine Verschärfung oder Lockerung der Geldpolitik ansprechen.

Außerdem weisen Rohstoffpreisindizes häufig erratische Schwankungen als Folge von Erwartungsänderungen in bezug auf die Angebots- und Nachfragedaten für einzelne Komponenten oder die Marktstrukturen insgesamt auf. Die längerfristigen Trends und die mittelfristigen Zyklen der

Rohstoffpreise:

Ihre Vor- und Nachteile als Indikatoren für Nachfrage- und Verbraucherpreisentwicklung

Rohstoffpreise sind erkennbar von denen der Verbraucherpreise abgewichen, und auch wenn sich mit gewissen Einschränkungen nachweisen läßt, daß Preisänderungen bei bestimmten Rohstoffen wie z.B. Industrierohstoffen häufig Änderungen des allgemeinen Preisniveaus vorangehen, so ist dieser Zusammenhang nicht zuverlässig. Nichtsdestotrotz können Rohstoffpreise, auch wenn sie wahrscheinlich nicht als Hauptorientierung der Geldpolitik angewandt werden, eine nützliche Ergänzung anderer Indikatoren sein, die zur Einschätzung des Nachfragezustands in der Weltwirtschaft eingesetzt werden. Angebotsfaktoren haben zwar eine Rolle gespielt, und die Preise fingen von einem historischen Tiefststand aus an zu steigen, doch der ausgeprägte, wenn auch unregelmäßige Anstieg der Nichtölrohstoffpreise seit Mitte 1987 sollte vielleicht bis zu einem gewissen Punkt als Anzeichen des Wiedererstarkens der aggregierten Weltnachfrage und auch eines potentiellen Aufwärts-trends der allgemeinen Angebotspreise interpretiert werden. Die Preise für Nichtölrohstoffe haben allerdings im allgemeinen nicht den Einfluß auf das allgemeine Preisniveau, den die Ölpreise ausüben; dies erklärt teilweise, warum sich die Entwicklung der Verbraucherpreise bis vor kurzem in einem besseren Licht darstellte, als man es bei der Kraft des Konjunkturaufschwungs eigentlich hätte erwarten können. Von Dezember 1988 bis Ende April 1989 stiegen jedoch die Ölpreise beschleunigt, da es dem OPEC-Kartell gelungen ist, seinen Einfluß auf die sich verschlechternden Angebotsbedingungen an den Märkten wieder geltend zu machen.

Die Gestaltung und Ausführung der Geldpolitik ist in den großen Industrieländern immer diskretionär gewesen, aber in der zurückliegenden Periode geringer Preissteigerungen, als die Zwischenziele der Geldmengenaggregate eine vermeintlich wenig zuverlässige Leitlinie für die Ausrichtung der Instrumente darstellten, wurde offensichtlich verstärkt von Fall zu Fall entschieden. Mit Blick auf die großen Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft und die beträchtlichen Wechselkursschwankungen orientierte sich die Geldpolitik eher an der laufenden und zukünftigen Wirtschaftsentwicklung. Möglicherweise ist der Prozeß, durch den die Geldpolitik die Inflation beeinflußt, im Zeitablauf nicht stabil und durch lange Wirkungsverzögerungen gekennzeichnet. Selbst wenn die Erwartungen des Marktes über den Verlauf der Produktion und der Preissteigerung richtig aus den verfügbaren Finanzindikatoren herausgefiltert werden könnten, so ist dennoch offen, wie zuverlässig sich mit ihnen die Angemessenheit der Geldpolitik einschätzen läßt. Zusätzlich können verschiedene Vorlaufsindikatoren über die Entwicklung von Produktion, Inflation und Löhnen in die Betrachtung einbezogen werden, im allgemeinen kann man allerdings den Signalen eines einzelnen Maßes nicht viel Vertrauen schenken. Die Gefahr, die darin besteht, daß der Entwicklung der Produktion in Relation zu den Produktionskapazitäten eine zu große Bedeutung beigemessen wird, mag in den letzten Jahren infolge der Unsicherheit über ein schnelleres Wachstum des Produktionspotentials zugenommen haben. Der weit verbreitete Trend zu höheren kurzfristigen Zinsen im letzten Jahr weist auf die Wachsamkeit der Währungsbehörden gegenüber diesen Risiken hin, auch wenn sie dann ohne einen verlässlichen Anker für die voraussichtliche Inflationsentwicklung auskommen müssen, woraus folgt, daß die Maßnahmen

Indikatoren
der laufenden
Wirtschaftsent-
wicklung

Ohne zuver-
lässige Leit-
linien wirt-
schaftspolitische
Gefahren

sowohl in der zeitlichen wie auch in der quantitativen Abstimmung unzulänglich sein können.

Geldpolitik in kleinen und mittleren Industrieländern

Am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligte Länder

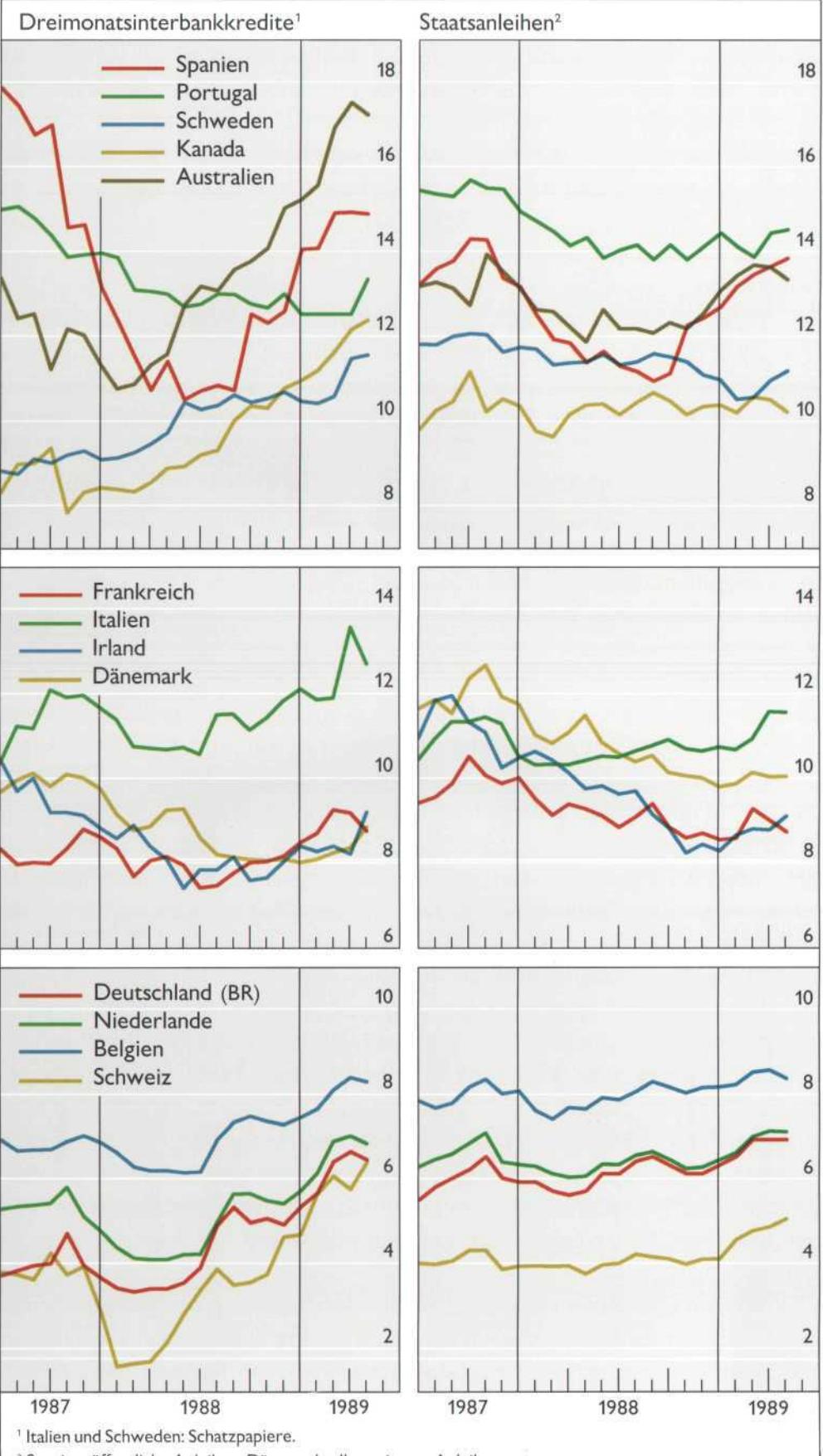
In den am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligten Ländern wurden die Anhebungen der kurzfristigen Zinsen nach Mitte 1988 eng koordiniert, obgleich die Abstände zwischen den Geldmarktsätzen in Deutschland und denen der anderen Länder tendenziell abnahmen. Die Anhebung der Geldmarktinterventionssätze der Bank von Frankreich war häufig mit Erhöhungen der Pensionssätze der Bundesbank abgestimmt, ebenso wie die Heraufsetzung des Sonderkreditzinssatzes der Niederländischen Bank und des Satzes für dreimonatige Schatzwechsel der Belgischen Nationalbank. Obwohl in allen vier Ländern die Inflationsrisiken höher eingeschätzt wurden, blieben in Frankreich die sich aus dem Fehlen einer kräftigen Leistungsbilanzposition ergebenden Zwänge die Hauptsorge, während die Wirtschaftspolitiker in Belgien weiter ihren Willen zum Ausdruck brachten, die Inlandskonjunktur soweit wie möglich zu fördern. In Italien war das Nachfragewachstum stärker und die fundamentale Leistungsbilanzposition schwächer als in allen anderen am Wechselkursverbund teilnehmenden Ländern und damit das Dilemma akuter. Die Bank von Italien leitete mit Hilfe ihrer Schatzwechseltransaktionen mit Rückkaufvereinbarung einen steilen Anstieg der Geldmarktsätze ein. Eine gewisse Neutralisierung von Kapitalzuflüssen wurde erreicht durch Devisenmarktinterventionen, die Hinnahme eines Aufwärtsdriftens der Lira in das enge EWS-Band hinein und eine Ausweitung der Mindestreservebestimmungen auf den Kapitalimport der Banken Anfang 1989. In der Folge schwächte sich die Lira leicht ab. In Dänemark und Irland blieb hingegen die Konjunktur im letzten Jahr relativ schwach, und zwar teilweise als Folge der in den letzten Jahren von der Regierung intensiv eingeleiteten Konsolidierung des öffentlichen Haushalts. In Dänemark kam eine relativ schwache Außenwirtschaftsposition hinzu, welche die Geldpolitik zeitweise vorsichtig operieren ließ. Unter diesen Umständen waren beide Länder nicht geneigt, so erhebliche Steigerungen der Geldmarktsätze mitzumachen, wie sie in den anderen am Wechselkursmechanismus beteiligten Ländern auftraten. In Irland wurden die kurzfristigen Zinsen so weit angehoben, daß das irische Pfund nahe an der Obergrenze des EWS-Bandes notierte, was wiederum dem Effekt der Aufwertung des Pfund Sterling auf den effektiven Wechselkurs entgegenwirkte. Die dänische Krone ließ man Anfang 1989 im Kursband abgleiten, doch im April erhöhte Dänemark gemeinsam mit anderen EWS-Partnerländern die kurzfristigen Zinsen.

Die langfristigen Zinssätze der im Wechselkursverbund zusammengeschlossenen Länder näherten sich 1988 und Anfang 1989 weiter einander an. Ein Faktor hierfür war bekanntlich das relativ starke Ansteigen der Anleiherenditen in Deutschland, in dem teilweise Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Einführung der Quellensteuer auf Zinseinkünfte zum Ausdruck kamen. Auch wenn Ungleichgewichte bei den inländischen Finanzierungssalden

Koordinierte Zinspolitik im Wechselkursmechanismus des EWS

Einflüsse auf die langfristigen Zinsen

Zinssätze in ausgewählten Ländern



in den letzten Jahren keinen größeren direkten Einfluß auf die Anleiherenditen gehabt zu haben scheinen, beeinflussen vermutlich strukturelle Budgetungleichgewichte langfristig das Vertrauen der Märkte in die Wechselkursvereinbarungen. Die Korrektur des staatlichen Budgetdefizits mag – vor allem in Irland – zu dem Rückgang der langfristigen Zinsen im vergangenen Jahr beigetragen haben; allerdings haben die Niederlande und Belgien die Chance, die ihnen die Erstarkung der Wirtschaftsexpansion geboten hat, nur unvollständig für eine weitere Rückführung der beträchtlichen Defizite genutzt. In Italien hat vermutlich das enttäuschende Mißlingen, geordnetere öffentliche Finanzen herzustellen, zu dem relativ steilen Anstieg der langfristigen Zinsen beigetragen.

In den ersten Jahren nach dem Inkrafttreten des Wechselkursmechanismus des EWS waren Leitkursanpassungen noch relativ häufig, danach jedoch wurden die Intervalle dazwischen erstaunlich lang. In den zurückliegenden Jahren hat die gefestigte Glaubwürdigkeit der Wechselkursverpflichtungen einen Beitrag zur Stabilisierung der Markterwartungen geleistet. In bezug auf einige technische Aspekte hat das System nicht so funktioniert, wie man sich das ursprünglich vorgestellt hatte: Das Interesse richtete sich immer auf die bilateralen Paritäten innerhalb der Bandbreite; die ECU spielte nur eine untergeordnete Rolle im Ablauf des EWS-Mechanismus; am Devisenmarkt wurde im allgemeinen vor Erreichen der Interventionspunkte interveniert; die Kreditfazilitäten, die den Zentralbanken zur Verfügung stehen, wurden selten genutzt. Die Interventionsverpflichtungen haben von sich aus den Spielraum der Geldpolitik bei keiner Zentralbank eingeengt. Die institutionalisierte Kooperation der Zentralbanken hat aber unzweifelhaft zur politischen Akzeptanz der Wechselkursverpflichtungen beigetragen, die als Stütze der Geldpolitik der Mitgliedsländer dienten und eine Abschottung des beträchtlichen regionalen Anteils ihres internationalen Handels von Wechselkursschwankungen möglich machten. In den am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Ländern herrscht weitgehende Übereinstimmung, daß die anderen EG-Länder von einer Vollmitgliedschaft im System, welche die Übernahme der Verpflichtungen mit einschließt, profitieren würden.

Die von der Europäischen Gemeinschaft geplante Verwirklichung eines einzigen großen Finanzraums bis 1993 und der Entschluß, die Liberalisierung des Kapitalverkehrs bis 1990 weiter voranzubringen, haben die Frage aufgeworfen, ob neue geldpolitische Abkommen zur Unterstützung der Kooperation der Zentralbanken in der Gemeinschaft notwendig sind. Hierüber gehen freilich die Meinungen auseinander, doch einig ist man sich, daß weiterhin eine glaubwürdige Wirtschaftspolitik im Inland gebraucht wird, um die Märkte von der Unwiderruflichkeit der Liberalisierungsmaßnahmen im Kapitalverkehr zu überzeugen.

Bei der Diskussion um die zukünftige Ausgestaltung der geldpolitischen Kooperation in einem finanziell integrierten Europa wurden mehrere Themen zur Sprache gebracht. Eine häufig diskutierte Frage im Kontext des EWS ist, ob zukünftige Vereinbarungen in dem Sinne symmetrischer sein sollten, daß sich die Schwach- und die Hartwährungsländer die Anpassungslasten teilen müssen. Die gewachsene Akzeptanz der Notwendigkeit einer zu allererst auf

Erfahrungen mit der Funktionsweise des EWS

Aspekte der vertieften Finanzintegration

Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik hat mit zu der Erkenntnis geführt, daß Vereinbarungen, welche den antiinflationären Inhalt der Wechselkursverpflichtungen schwächen würden, weder im Interesse einzelner Länder noch im Interesse der Gruppe der EG-Länder insgesamt seien. Eine andere Frage ist, wie Preisstabilität am ehesten garantiert werden kann, wenn auf Dauer festgeschriebene Wechselkurse die Autonomie der Zentralbanken in den meisten Teilnehmerstaaten erheblich reduzieren. Soweit im Hinblick auf eine stärker zentralisiert gestaltete Geldpolitik die Notwendigkeit gesehen wird, neue Institutionen ins Leben zu rufen, sollten die Anstrengungen auf die Sicherstellung einer Geldpolitik gerichtet sein, die so unabhängig wie möglich von kurzfristig orientierten politischen Einflüssen ist. Ähnlich wichtig ist die Frage, ob der Weg in die Währungsunion ohne engere Koordination in anderen Bereichen, z.B. in der öffentlichen Budgetpolitik, gegangen werden kann.

Zur Zeit sind die Voraussetzungen für rasche Schritte in Richtung Währungs- und Wirtschaftsunion weit davon entfernt, erfüllt zu sein. Das Fortbestehen von Zinsdifferenzen zwischen den am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligten Währungen trotz einer verhältnismäßig langen Zeit stabiler Leitkurse im System deutet darauf hin, daß die Verwirklichung der Währungsunion selbst in diesen Ländern kein leichtes Unterfangen ist. Die Inflationsraten in den EG-Ländern klaffen immer noch weit auseinander und werden in diesem Jahr möglicherweise noch stärker divergieren. Auch die Erfolge bei der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte weichen von einem Land zum anderen erheblich ab. Die Leistungsbilanzungleichgewichte verschärften sich im letzten Jahr, und zwar auch, wenn man den deutschen Überschuß um den mit dem europäischen Investitionsboom zusammenhängenden Faktor bereinigt. Es ist fraglich, ob das bisher erreichte Ausmaß der Integration der Arbeits- und Gütermärkte ausreicht, um eine Rückführung der Leistungsbilanzungleichgewichte auf ein tragbares Niveau zu erreichen, ohne auf Wechselkursanpassungen zurückgreifen zu müssen. Zwar kann im Prinzip die Finanzpolitik oder ein Lohn- und Produktivitätsgefälle als Alternative zu Wechselkursänderungen fungieren, doch wird der Beitrag budget- und strukturpolitischer Maßnahmen zum außenwirtschaftlichen Anpassungsprozeß kurzfristig zweifellos beschränkt bleiben.

Geldpolitik in anderen Industrieländern

Österreich erlebte im letzten Jahr eine ausgewogene Wirtschaftsexpansion; dies unter dem Einfluß der „Hartwährungspolitik“, mit der in den letzten Jahren der Schilling in Relation zur D-Mark stabiler gehalten wurde als irgendeine EWS-Partnerwährung, indem die Geldmarktoperationen eng an diese einseitige Wechselkursorientierung geknüpft waren. In der Schweiz hat eine an der bereinigten Notenbankgeldmenge orientierte Geldpolitik in den letzten Jahren im allgemeinen zu einer ähnlichen monetären und wirtschaftlichen Entwicklung wie in Deutschland und einem einigermaßen stabilen Kurs des Schweizer Frankens gegenüber der D-Mark geführt. Schwierigkeiten bei der Schätzung der Zwischenziele für die Bankreserven in Verbindung mit Verschiebungen bei der Nachfrage der Banken nach Liquidität (s. S. 181)

Immer noch Divergenzen in der wirtschaftlichen Entwicklung der EG-Länder

Wechselkurs-orientierung in Österreich

mündeten in kurzfristige Zinssätze, die deutlich unterhalb des deutschen Zinsniveaus lagen. Die nachfolgende Schwächung des Schweizer Frankens hat offenbar zu dem relativ kräftigen Nachfragedruck in der Wirtschaft beigetragen.

Binnenwirtschaftliche Zwischenziele in der Schweiz

In den meisten anderen europäischen Ländern spielte der effektive Wechselkurs bei der Festlegung der Geldpolitik eine Rolle, auch wenn ihre Währungen im ganzen betrachtet gegenüber der D-Mark tendenziell abwerteten. Im letzten Jahr erlebten jedoch viele dieser Länder durch den Versuch einer restriktiveren Geldpolitik eine Aufwertungstendenz ihrer Währungen. In vielen Fällen war die Leistungsbilanz im Minus oder fing an, sich unter dem Einfluß einer kraftvollen Inlandsnachfrage zu verschlechtern.

Geldpolitisches Dilemma durch Kapitalzuflüsse ...

In Schweden und Finnland waren die der Geldpolitik als Orientierungspunkte dienenden effektiven Wechselkursstandards in früheren Jahren durch die Abwertung der US-Dollar-Komponente beeinflußt; 1988 und Anfang 1989 wurde hingenommen, daß sich die Währungen innerhalb der publizierten Schwankungsbreiten festigten, da die Geldpolitik ein Anziehen der Inflation zu verhindern suchte. In Finnland wurde die Bandbreite im November 1988 und März 1989 adjustiert, um so den Aufwertungsspielraum der Finnmark zu erhöhen. In Norwegen, wo die Leistungsbilanz unter den Folgen von Ölpreisrückgängen litt, sollte die Geldpolitik im Prinzip restriktiv sein, aber Phasen eines relativ starken Außenwerts wurden benutzt, um das Zinsgefälle gegenüber den Haupthandelspartnern abzusenken.

... in Schweden, Finnland und Norwegen ...

In Spanien führten die Anstrengungen aus dem Jahr 1987, den Anstieg des Wechselkurses gegenüber einem mit Handelsanteilen gewogenen Korb von EG-Währungen zu bremsen, schließlich trotz umfangreicher Devisenmarktinterventionen und strengerer Kapitalverkehrskontrollen zu einem ausgeprägten Zinsrückgang. Im letzten Jahr hingegen ließ man eine starke Aufwertung zu, um einen signifikanten Anstieg der kurzfristigen Zinsen zu ermöglichen, zu dem eine konsistente Geldpolitik und ein entsprechendes öffentliches Schuldenmanagement beitrugen. In gewissem Umfang waren Kapitalzuflüsse und ein relativ starkes Wirtschaftswachstum willkommen, doch machten eine Beschleunigung der Inflation und die Aussicht auf schwierige Lohnverhandlungen die Gefahr deutlich, daß das Wirtschaftswachstum nicht durchzuhalten sei und das Ziel, die Preissteigerungsrate enger an das Niveau in den anderen EG-Ländern heranzubringen, in weite Ferne rücke. In Portugal, wo die Kapitalmärkte sehr viel weniger offen sind, vertraute man Ende 1988 und Anfang 1989 hauptsächlich auf eine Senkung der Kreditplafonds und eine Verschärfung der Kreditkontrollverfahren, um den inländischen Nachfragedruck zu mildern. Das Zinsinstrument wurde kaum genutzt; lediglich der Diskontsatz wurde im März 1989 erhöht. Eine kontrollierte kontinuierliche Abwertung des Escudo glich über Jahre hinweg die Disparitäten in den Preissteigerungsraten zwischen Portugal und anderen Ländern im wesentlichen aus. Im letzten Jahr wurde die vorher geübte Praxis, die Abwertungsraten des Escudo stetig zu verringern, wegen des zunehmenden Inflationsgefälles ausgesetzt.

... Spanien ...

... Portugal ...

In Australien orientiert sich die Geldpolitik an einer Indikatorenliste, seitdem Ziele für den effektiven Wechselkurs und das Geldvolumen vor

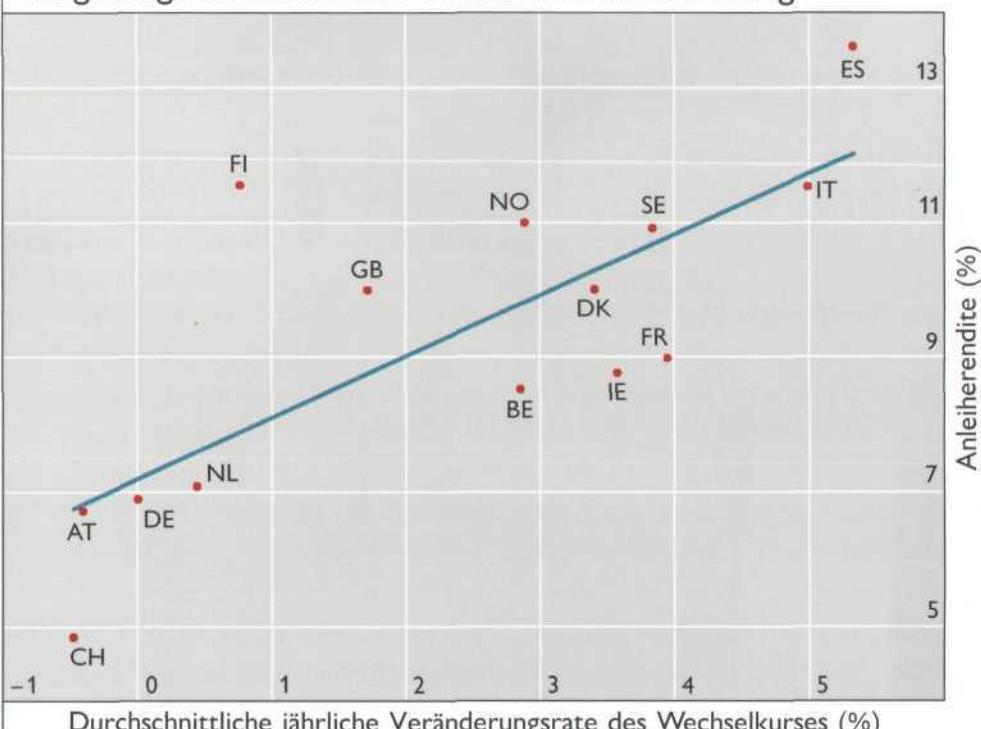
... und Australien

einigen Jahren aufgehoben wurden. Der australische Dollar hatte in den letzten Jahren unter anderem als Reaktion auf die Markteinschätzung der Rohstoffpreiseffekte auf Zahlungsbilanz und Wirtschaft stark geschwankt. 1988 wertete er sich unter dem Einfluß einer restriktiveren Geldpolitik kräftig auf, um dann Anfang 1989 plötzlich, aber begrenzt zu fallen. Trotz eines deutlich reduzierten Finanzierungsbedarfs der öffentlichen Hand entwickelte sich die Nachfrage sehr dynamisch, und das Risiko, daß die Verbraucherpreisinflation, die noch immer 7% ausmachte, wieder anziehen würde, war nicht von der Hand zu weisen. Anfang 1989 lag der Satz für Dreimonatsgelder bei ca. 17% und zeigte als Reaktion auf eine unerwartete weitere Passivierung der Leistungsbilanz eine steigende Tendenz.

Ähnlich wie in den großen Ländern wich im letzten Jahr die Entwicklung der langfristigen Zinsen auch in den kleinen und mittleren Ländern erheblich von jener der kurzfristigen Zinsen ab. Die langfristigen Zinsen reflektierten noch deutlich den vorangegangenen Prozeß der Währungsabwertung. Man würde freilich nichts anderes erwarten, als daß die Märkte bei der Beurteilung der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik in den einzelnen Ländern und der langfristigen Aussichten für die Wechselkurse eine langfristige Perspektive haben. Wie aus der Grafik zu ersehen ist, scheinen Unterschiede der Niveaus der Anleiherenditen in den einzelnen Ländern eng mit der Abwertung der entsprechenden Währung gegenüber der D-Mark bezogen auf die letzten

Langfristige Zinsen und Glaubwürdigkeit der Geldpolitik

Langfristige Zinssätze und Wechselkursveränderung



AT: Österreich; BE: Belgien; CH: Schweiz; DE: Deutschland (BR); DK: Dänemark; ES: Spanien; FI: Finnland; FR: Frankreich; GB: Großbritannien; IE: Irland; IT: Italien; NL: Niederlande; NO: Norwegen; SE: Schweden.

Bemerkung: Die Gerade erhält man durch Regression der repräsentativen Renditen der Anleihen der Zentralregierung oder des öffentlichen Sektors im März 1989 auf die durchschnittliche jährliche Veränderung der bilateralen nominalen Wechselkurse gegenüber der D-Mark in der Periode von März 1979 bis März 1989.

zehn Jahre verknüpft zu sein. Die langfristigen Zinsen aller am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Länder und Österreichs liegen unterhalb der Geraden, die den geschätzten durchschnittlichen Zusammenhang zwischen langfristigen Zinsen und den vorausgegangenen Wechselkursveränderungen darstellt, während die Sätze der meisten anderen europäischen Länder darüber liegen. Hierin spiegelt sich das gewachsene Vertrauen in die Wechselkursverpflichtungen wider.

Änderungen in der Implementierung der Geldpolitik und im Transmissionsmechanismus

Im letzten Jahr mußten sich viele Zentralbanken wiederum auf flexible Geldmarktoperationen stützen, um die Auswirkungen der Devisenmarktinterventionen auf die Reservepositionen der Banken zu neutralisieren. Die Notwendigkeit einer restriktiveren Geldpolitik förderte die weitere Entwicklung von Zentralbankinstrumenten und -operationen, die unter Ausnutzung der Marktmechanismen die Zinsen lenken. Ein dieser Änderungen mit beeinflussender Faktor ist die wachsende nationale und internationale Integration der Finanzmärkte.

Geldmarktgeschäfte der Zentralbanken

Die Wirkung der beträchtlichen Änderung in der Struktur der internationalen Kapitalströme auf die Geschäftstätigkeit der Zentralbanken im letzten Jahr bekamen vor allem die Länder zu spüren, die 1987 in großem Umfang Währungsreserven akkumuliert hatten. Inländische Geldmarktoperationen der Notenbank trugen die Hauptanpassungslast des mächtigen Rückgangs der Währungsreserven in Deutschland und des geringeren Zuwachses als im Vorjahr in den Niederlanden. In Deutschland wurden die Rediskontkontingente im November erhöht. In Japan, Belgien und Großbritannien, wo sich die Zunahme der Währungsreserven im letzten Jahr deutlich verlangsamte, trugen Bewegungen auf den Konten des Schatzamtes, die zum Teil das öffentliche Schuldenmanagement reflektierten, dazu bei, die Auswirkungen auf die Bankreserven zu begrenzen. In Japan und in Deutschland wurde der Reservebedarf, der sich aus der weiterhin kräftigen Bargeldnachfrage und der Zunahme des Mindestreservesolls der Banken ergab, zu Zinssätzen befriedigt, die der allgemeinen Zielsetzung der Geldpolitik entsprachen.

In Frankreich bildeten die Geldmarktgeschäfte der Zentralbank den Hauptgegenposten zu der Veränderung des Saldos amtlicher Devisengeschäfte nach den hohen Nettoabgaben von Devisen im Jahr 1987. In den meisten Ländern, die im letzten Jahr einen Zahlungsbilanzüberschuß, so wie er sich in der Devisenbilanz niederschlägt, aufwiesen, war jedoch jegliche Auswirkung auf die Zentralbankbilanz für die Geldpolitik nur von untergeordneter Bedeutung. In Italien blieb die Akkumulation von öffentlichen Nettoauslandsaktiva relativ gering in Relation zu der absoluten Größe und der Zunahme des Zentralbankgeldes im Jahresverlauf, das eine erheblich größere Mindestreservekomponente enthält als in den anderen Ländern. Die Kredite der Bank

Kompensation der Auswirkungen der Devisenmarktinterventionen auf die Bankreserven

In einigen Ländern sogar umfangreiche Interventionen in Relation zu den Bankreserven gering

Einflüsse auf die Notenbankgeldmenge

Land	Notenbank- geldmenge ¹		Netto- auslandsaktiva der Zentralbank ²		Kredite und Marktgeschäfte der Zentralbank ³		Andere Inlandseinflüsse ⁴	
	1987	1988	1987	1988	1987	1988	1987	1988
	Dezember gegenüber Dezember des Vorjahrs, Veränderung in Prozent der Notenbankgeldmenge ⁵							
USA	7,6	6,3	- 3,5	0,4	8,1	5,8	3,0	0,2
Japan	9,1	13,7	18,4	1,8	3,0	7,9	-12,3	4,0
Deutschland (BR)	12,5	9,8	23,1	-16,2	- 5,8	28,3	- 4,8	- 2,3
Frankreich	8,1	4,7	-20,7	1,8	29,2	0,2	- 0,4	2,7
Großbritannien	4,2	8,5	75,6	24,1	-48,9	- 6,0	-22,5	- 9,6
Italien	9,9	8,4	4,9	7,2	- 3,5	- 0,7	8,6	2,0
Kanada	9,2	4,2	26,2	53,1	9,3	4,0	-26,3	-53,0
Niederlande	11,9	4,1	16,9	8,5	- 9,6	- 1,0	4,5	- 3,4
Belgien	2,6	1,1	19,5	4,4	- 0,4	0,1	-16,5	- 3,4
Schweden	2,9	11,0	16,1	24,6	13,8	2,9	-27,2	-16,6
Schweiz	6,0	-14,2	- 1,7	- 4,3	0,7	-14,4	6,9	4,4

¹ Deutschland: zu jeweiligen Reservesätzen, aber ohne die Auswirkungen von Änderungen der Sätze; Großbritannien: M0; übrige Länder: Bargeld und Bankreserven. ² Ohne Devisengeschäfte zur Beeinflussung der Bankenliquidität; USA: Devisengeschäfte des Schatzamtes und der Zentralbank; Japan, Großbritannien und Kanada: Geschäfte des staatlichen Devisenfonds. ³ Lombard- und (abgesehen von Deutschland) Diskontkredite; Outright-Offenmarktkäufe und -verkäufe von Wechseln und Wertpapieren, spezielle Kredite zu Marktzinsen, Devisengeschäfte und die Verlagerung öffentlicher Einlagen in den Markt. ⁴ Einschl. Bewegungen auf Regierungskonten und, im Falle Deutschlands, des Ergebnisses der Änderung der Mindestreservesätze und Rediskontkontingente. ⁵ Um Bewertungsänderungen bereinigte Stromgrößen, zum Teil Schätzungen der BIZ. USA, Deutschland, Frankreich, Kanada und die Niederlande: auf der Basis monatlicher Durchschnitte von Tages- oder Wochenwerten; übrige Länder: Monatsendstände.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder.

von Italien an die Regierung, die üblicherweise den Hauptgegenposten zum Wachstum des Zentralbankgeldes ausmachen, konnten im letzten Jahr einigermaßen unter Kontrolle gehalten werden, da die Bedingungen für den Absatz von Schatzwechseln günstig waren. In Kanada werden die amtlichen Devisenreserven von einem Fonds des Schatzamtes verwaltet, und Aufstockungen wurden wie gewöhnlich hauptsächlich mit Kreditaufnahmen des Schatzamtes außerhalb der Bank von Kanada finanziert. In den Vereinigten Staaten sind die Devisentransaktionen der Notenbank in Relation zu deren Inlandsgeschäften minimal, und der Anteil der Währungsreserven ausländischer Zentralbanken, der bei der Federal Reserve gehalten wird, ist ebenfalls sehr klein und stabil. Die Beobachter aus den Ländern, in denen die Bankreserven hauptsächlich Binneneinflüssen unterliegen, wissen häufig nicht richtig einzuschätzen, daß in anderen Ländern Bewegungen in den Devisenreserven im Vergleich zum Zentralbankgeldbestand und zur geringen Zinselastizität der Zentralbankgeldnachfrage oft sehr groß sind. In einer solchen Situation muß die Auswirkung von Devisenmarktinterventionen auf die Reserveposition der Banken selbst über Zeiträume von einem Jahr und mehr neutralisiert werden.

Während die Zentralbanken in vielen Ländern einen Anstieg der Geldmarktzinsen durch eine knappere Bereitstellung von Bankreserven förderten, setzten sie im letzten Jahr ihren Diskont- und ihren Lombardsatz im allgemeinen nur dann hinauf, wenn ein klares Signal für notwendig gehalten wurde.

In den Vereinigten Staaten hat die ungewöhnlich große Spanne, die sich zwischen Diskontsatz und Federal-funds-Rate herausgebildet hat, den Zusammenhang zwischen diesen Zinsen und den „geborgten Bankreserven“ tendenziell aufgeweicht. Diese Relation war bei der seit 1982 gebräuchlichen Vorgehensweise der Federal Reserve die Basis des Mechanismus, der normalerweise sicherstellt, daß die Maßnahmen zur Erfüllung eines Zwischenziels für die geborgten Bankreserven einen einigermaßen vorhersehbaren Effekt auf die Geldmarktzinsen haben. Im letzten Jahr wurde diese Relation anscheinend zusätzlich durch die Schwierigkeiten der Sparinstitute beeinträchtigt. Die im Einlagengeschäft tätigen Institute haben nur zögernd auf den Zentralbankkredit zurückgegriffen, entweder weil sie sich die Rückgriffsmöglichkeiten aufsparen wollten, oder weil sie befürchteten, daß ein Rückgriff auf die Federal Reserve, sobald dieser bekannt würde, als Zeichen finanzieller Schwäche des Schuldners aufgefaßt werden könnte. Unter diesen Umständen schenkte die Federal Reserve bei der Durchführung ihrer Offenmarktgeschäfte verstärkt der Federal-funds-Rate Beachtung.

Stärkerer Anstieg bei den offiziellen Geldmarktsätzen als bei den amtlich festgelegten Sätzen

Im November kam es bei den Geldmarktoperationen der Bank von Japan zu einer einschneidenden Änderung im Gefolge einer Phase, in der die Zinssätze am Euromarkt und am inländischen für Nichtbanken offenen Geldmarkt beträchtlich über die Zinsen für Tagesgeld und Wechsel im Interbankhandel stiegen und der relative Umfang des Interbankhandels tendenziell abnahm. Die Zinsen für Wechsel bestimmter Fristigkeiten, welche die Bank von Japan stark beeinflußte, wurden verstärkt als Indikator für die Grundlinie der Geldpolitik angesehen und konnten nicht flexibel variiert werden. Um den Einfluß der japanischen Notenbank auf die Zinsbildung am offenen Markt zu erhöhen, wurde der Markt für Handelswechsel auf kürzere Laufzeiten erweitert, um so einen Handel mit Wechseln ein- und zweiwöchiger Laufzeit zu schaffen, bei dem offizielle Geschäfte abgewickelt würden. Gleichzeitig wurde die maximale Laufzeit bei gesicherten Tagesgeldern auf sechs Tage verkürzt und die längste Laufzeit am Markt für ungesicherte Tagesgelder von drei Wochen auf sechs Monate angehoben. Anfang 1989 wurde der Handel mit Wechseln und ungesicherten Tagesgeldern bis zu zwölfmonatiger Fristigkeit erweitert, und die Bestimmungen über Einschränkungen der Bankenaktivität wie die über Obergrenzen für deren Bestand an Einlagenzertifikaten wurden gelockert, um die Arbitrage zwischen verschiedenen Geldmarktsegmenten zu ermöglichen. Das Finanzministerium plant für das laufende Finanzjahr, das im März 1990 endet, die öffentliche Plazierung dreimonatiger Schatzanweisungen (zusätzlich zu den bereits seit 1986 herausgegebenen sechsmontatigen Schatzanweisungen). Damit wird ein für Offenmarktgeschäfte der Zentralbank besonders geeignetes Instrument geschaffen.

Veränderte Technik der Geldpolitik in den USA ...

... Japan ...

In Deutschland führte die Bundesbank im September 1988 eine neue Form des Zinstenders mit „amerikanischer“ Zuteilungsmethode für zweimonatige Wertpapierpensionsgeschäfte ein. Bei diesem Verfahren, das im Oktober auch auf die Standardtransaktionen mit einmonatiger Laufzeit übertragen wurde, wird nicht mehr wie früher ein einheitlicher Zuteilungssatz angewandt, sondern erfolgreiche Zuteilungen werden zum individuellen Bietungssatz vorgenommen. In einer Zeit, in der die Marktzinsen in Relation zu dem

... und Deutschland

einheitlichen Tendersatz allgemein hoch waren, hatten die Banken allen Grund, in sehr großen Beträgen zu bieten. Wichtiger noch, der Wechsel von einem festen Satz zu einer Bandbreite von Bietungssätzen der Banken implizierte potentiell eine weniger auffällige Zinsfestlegung bei Zentralbankgeschäften. Wenn eine klare offizielle Leitlinie für die Zinsentwicklung am Markt besonders im Lichte des Geschehens am Devisenmarkt angemessen erschien, so benutzte die Bundesbank nach wie vor den Mengentender, bei dem sie zu einem von ihr festgesetzten Zinssatz bereit ist, Gebote anzunehmen, um dann den von ihr festgesetzten Gesamtbetrag proportional zu den jeweiligen Geboten auf die einzelnen Bieter zu verteilen. Im November schuf die Bundesbank mit dem „Schnelltender“ ein weiteres Feinsteueringinstrument, das in erster Linie für geldmarktaktive Banken gedacht ist und zur Bereitstellung von Reserven für so kurze Phasen wie einige Tage eingesetzt werden kann.

Neuerungen
in der Durch-
führung von
Geldmarkt-
operationen und
im Mindest-
reservesystem
in Belgien ...

... Italien ...

... der
Schweiz ...

... Kanada ...

Die belgische Nationalbank führte Anfang 1989 ein Tenderverfahren zur Bereitstellung von Bankreserven mit einer Laufzeit von fünfzehn Tagen ein. Im Dezember 1988 wurde ein neues Gesetz zur Einführung eines Systems von Mindestreserven verabschiedet (auf die zuvor nur in Notfällen unter bestimmten Voraussetzungen zurückgegriffen werden konnte). Langfristig könnte die Durchführung dieser Neuerungen das Verfahren der Nationalbank zur Beeinflussung der Geldmarktsätze näher an das in Deutschland, Frankreich und den Niederlanden gebräuchliche heranbringen.

Die Bank von Italien schlug im Oktober 1988 vor, bei der Überwachung der Erfüllung der Mindestreservevorschriften bis zu einem gewissen Grad eine monatliche Durchschnittsbildung zuzulassen, den normalen Zentralbankkredit der Banken zu beschneiden und die amtlichen Sätze für ihre Festzinskredite häufiger zu ändern, damit sie unter gewöhnlichen Bedingungen über dem kurzfristigen Geldmarktsatz gehalten werden können. Solche Reformen könnten die amtlichen Geldmarktoperationen in Italien jenen annähern, die in anderen dem Wechselkursmechanismus des EWS angehörenden Ländern üblich sind. Vor allem die Möglichkeit, das Mindestreservesoll nur im Periodendurchschnitt erfüllen zu müssen, wie sie in den meisten Ländern der Zehnergruppe besteht, trägt normalerweise dazu bei, erratische Schwankungen der kurzfristigen Geldmarktsätze während einer Reserveperiode zu vermeiden. Ein anschauliches Beispiel hierfür liefert das praktische Verschwinden der früher zum Monatsende häufig hochschnellenden kurzfristigen Geldmarktsätze, die vordem für den Schweizer Markt so charakteristisch waren, bevor Anfang 1988 eine neue Liquiditätsanforderung für Banken eingeführt wurde, welche die Möglichkeit der Mittelung umfaßte. Im Gegensatz zu den Mindestreservevorschriften in vielen anderen Ländern erfordern die neuen Liquiditätsvorschriften einen so niedrigen Kontenstand bei der Nationalbank, daß die meisten Banken normalerweise Überschußreserven zu Verrechnungszwecken halten müssen. Die Reservennachfrage der Banken ging 1988 viel stärker als erwartet zurück, aber die Nationalbank ist zuversichtlich, daß sie in Zukunft stabil bleiben wird.

In Kanada, wo die Regierung die Abschaffung des gegenwärtigen Mindestreservesystems beabsichtigt, sehen kürzlich veröffentlichte Vorschläge unter anderem Änderungen bei den Kosten für Liquiditätshilfen der Bank von

Kanada vor. Diese sind so gestaltet, daß sie einer größeren Anzahl von Clearingbanken den Anreiz geben, ihre Position gegenüber der Bank von Kanada im Wochenablauf so zu verwalten, daß davon ein stabilisierender Einfluß auf die kurzfristigen Zinsen ausgeht. In den Niederlanden tragen Vorkehrungen zur Durchschnittsbildung bei der Quotenregelung für Zentralbankkredite zu einer Glättung der Geldmarktsätze bei. Im März 1989 kündigte die Niederländische Bank an, daß sie nunmehr auch mit öffentlichen Wertpapieren handeln wird, um die langfristigen Zinsen zu erhöhen, wenn dies angebracht erscheint.

... und den Niederlanden ...

Zwar fördern die meisten dieser Maßnahmen die Konvergenz der Funktionsweisen der Zentralbankinstrumente der verschiedenen Länder, in der Tendenz sind sie aber überwiegend auf die inländischen Zinsen als Zielvariablen ausgerichtet und nicht primär auf die Stabilisierung der Wechselkurse. Schweden ist das einzige Land der Zehnergruppe, das Regelungen – darunter eine Zinsstaffelung für Zentralbankkredite – erlassen hat, die genutzt werden können, um den Effekt von Veränderungen der amtlichen Währungsreserven auf die Bankreserven über seine Auswirkungen auf die Geldmarktsätze in die Dienste einer Stabilisierung des Wechselkurses zu stellen, und zwar ohne explizites Eingreifen der Zentralbank. Anfang 1988 wurde die Staffelung der Sätze in kleinere Einheiten unterteilt.

... überwiegend auf die inländischen Zinsen als Zielvariablen ausgerichtet

Unsicherheiten im geldpolitischen Transmissionsmechanismus

In vielen Ländern beruhte in den letzten Jahren die Wirkung der Geldpolitik auf die Wirtschaft weniger auf Kreditrationierung und Liquiditätsverengung als auf dem Zinsmechanismus. Im Zeichen einer verstärkten Integration der internationalen Finanzmärkte haben die Wechselkurse nun auch in den größeren Ländern an Bedeutung gewonnen. Im letzten Jahr zeigte sich wiederum, daß die Reaktion der Marktzinsen und Wechselkurse auf die Geldpolitik durch Erwartungsbildung und durch außen- sowie binnengesetzliche Einflüsse erheblich beeinflußt werden kann. Änderungen im Transmissionsmechanismus schlügen in einigen Ländern mehr zu Buche als in anderen und bedeuten nicht notwendigerweise, daß die Geldpolitik in ihrer Kontrolle über die Inflation auf lange Sicht allgemein weniger effektiv geworden ist. Sie haben allerdings in vielen Fällen die Unsicherheit über den unmittelbaren Effekt von Maßnahmen erhöht, was die Einschätzung der laufenden Geldpolitik im Lichte der aktuellen Wirtschaftsentwicklung erschwert.

Auswirkungen verstärkter Integration der Märkte

Am auffälligsten war der Wandel im Transmissionsmechanismus der Geldpolitik in Japan und in den europäischen Ländern, in denen Kredit- und/oder Devisenkontrollen in den zurückliegenden Jahren aufgehoben wurden. Die Abschaffung der Zinsobergrenzen in den USA in den frühen achtziger Jahren und die Entstehung neuer Finanzierungsinstrumente und Sekundärmärkte in vielen Ländern haben mit zu einer Erosion der Liquiditätsbegrenzung und der Wirkungen der Kreditrationierung geführt. Informations- und Transaktionstechnologien haben den Unternehmen den Weg geöffnet, ihre niedrig verzinsten Transaktionsguthaben im Vergleich zu vorher geringer zu halten, und in immer mehr Ländern geben neue Einlageformen und Geldmarktfonds

Erosion der Liquiditätsbegrenzungen und der Kreditrationierung

auch dem Kleinanleger zusätzliche Möglichkeiten, marktnahe Renditen zu erzielen und sein Portefeuille zu geringeren Kosten umzuschichten. In vielen europäischen Ländern wurde den Spezialkreditinstituten die Diversifizierung ihrer Geschäftstätigkeit und der Zugang zu neuen Märkten erlaubt. Ein intensivierter Wettbewerb förderte den Abbau überkommener Kreditzugangsbeschränkungen für private Haushalte (z.B. in Frankreich, Großbritannien und Schweden) und für Unternehmen ohne erstklassige Bonität (insbesondere in den USA).

Verschiebungen im Transmissionsmechanismus der Zinsen

In einigen Ländern wurde in den letzten Jahren der herkömmliche Transmissionsmechanismus über die Zinsen durch Änderungen in der Zinsfestsetzungspraxis der Finanzinstitute maßgeblich beeinflußt. In Japan flexibilisierte sich im vergangenen Jahr die Festlegung der Prime rate der Banken, die durch neue Vereinbarungen nunmehr an den Marktzins und nicht an den Diskontsatz der Bank of Japan geknüpft ist. Solche in den letzten Jahren auch in anderen Ländern durchgeführten Reformen fördern das Tempo der Transmission geldpolitischer Impulse durch das gesamte Finanzsystem. Dennoch zeigt die Erfahrung des letzten Jahres, daß Verzögerungen, mit denen Kreditinstitute insbesondere ihre variablen Hypothekarzinsen erhöhen, gelegentlich immer noch sehr lang sein können.

Die Reaktionen der Marktzinsen, so wird immer klarer, können erheblich durch Erwartungseinflüsse geformt werden. Unstabile Erwartungen der Märkte haben eine Unsicherheit hervorgerufen, die Voraussagen über die Auswirkungen von Änderungen der kurzfristigen Zinssätze auf die langfristigen Zinsen erschwert haben. Darüber hinaus haben die internationalen Kapitalströme, die sowohl von inländischen als auch von ausländischen Erwartungen beeinflußt werden, zu einer Abschwächung der Sensitivität der Anleiherenditen auf veränderte inländische Geldmarktsätze in den einzelnen Ländern beigetragen. Die verhaltene Reaktion der langfristigen Zinsen auf Änderungen der kurzfristigen Sätze im letzten Jahr mag in dem Maße ermutigend gewesen sein, in dem sich hierin eine Stabilisierung der Inflationserwartungen widerspiegeln, aber sie warf auch Fragen über die Fähigkeit der Geldpolitik auf, eine fühlbare Verlangsamung der Wirtschaftsaktivität zu bewirken.

Die Prognose einzelner Vermögens-, Substitutions- und Einkommenseffekte der Zinsen auf die Wirtschaft ist schwieriger geworden. Die Erfahrungen seit dem Börsenkrach lassen vermuten, daß der Vermögenseffekt einer Änderung der Wertpapierkurse auf die Konsumausgaben und der Bewertungseffekt beim Betriebsvermögen auf die Unternehmensinvestitionen weniger nachhaltig sind, als zunächst angenommen wurde. Dennoch muß der Anstieg der Aktienkurse und der Preise für Immobilien sowie anderer Vermögenswerte über einen langen Zeitraum hinweg einen Einfluß auf den Konjunkturaufschwung im letzten Jahr gehabt haben. In einigen Ländern scheinen Zinsanhebungen wenig effektiv gewesen zu sein, um die lebhafte Kreditnachfrage zur Finanzierung von Leveraged Buy-outs oder Konsumausgaben zu zügeln, aber die daraus resultierende Verschuldung von Teilen des Unternehmenssektors, insbesondere in den Vereinigten Staaten, und der Haushalte, vor allem in Großbritannien, mag auf erhebliche Einkommens- und Liquiditätseffekte von Zinsänderungen in der Zukunft

Unsicherheiten in Verbindung mit Erwartungseinflüssen

Auswirkungen der gestiegenen Verschuldung

hindeuten. Das könnte sich freilich als zweischneidiges Schwert erweisen, wenn Rücksichtnahme auf schwache Finanzpositionen oder politischer Druck gegen Zinserhöhungen den Spielraum der Geldpolitik einengen sollte.

Der wachsende Einfluß der Wechselkurse auf das Wirtschaftsgeschehen mag tendenziell den geldpolitischen Transmissionsmechanismus stärken. Die Währungsbehörden einiger Länder nutzten, indem sie im letzten Jahr die geldpolitischen Zügel anzogen, den Effekt einer Währungsaufwertung zur Dämpfung der Importkosten und der Intensivierung des Wettbewerbs für die im Export tätigen bzw. zu Importen in Konkurrenz stehenden Industriezweige. Wechselkursbewegungen verteilen aber den Inflationsdruck zwischen den Ländern tendenziell um. Darüber hinaus kann man erwarten, daß Wechselkurse nach einiger Zeit wieder verstärkt durch nichtmonetäre Einflüsse wie die relativen Zahlungsbilanzpositionen beeinflußt werden.

Probleme im Zusammenhang mit Wechselkurseffekten

Aktuelle Risiken

Im letzten Jahr mußte sich die Geldpolitik in den meisten Industrieländern auf ein neues Ziel, nämlich das der Inflationsbekämpfung, einstellen, nachdem sie zuvor versucht hatte, die Wirtschaftstätigkeit zu stärken. Die Inflationserwartungen an den Finanzmärkten mögen in Schach gehalten worden sein, die Konjunktur scheint aber auf die Bestrebungen, eine restriktivere Geldpolitik zu betreiben, nur langsam reagiert zu haben. Im Frühjahr 1989 warteten die Zentralbanken, immer noch auf eine „sanfte Landung“ hoffend, auf die Auswirkungen ihrer restriktiveren Politik. Mittlerweile sind die Anzeichen eines verstärkten Preis- und Lohnauftriebs deutlicher geworden, und man muß abwarten, wie erfolgreich die Geldpolitik bei der Inflationsbekämpfung sein wird.

Auswirkungen der restriktiveren Geldpolitik bleiben abzuwarten

Viele Länder mit einer schwachen Grundtendenz in der Leistungsbilanz erlebten im letzten Jahr eine kräftige Nachfrageentwicklung; als Konsequenz einer nicht mehr aufschiebbaren Verschärfung der Geldpolitik mußten Wechselkursverschiebungen hingenommen werden, die nicht zur Zahlungsbilanzstruktur dieser Länder paßten, auch auf die Gefahr hin, damit die Probleme vor sich her zu schieben. Eine grundsätzliche Schwierigkeit sind die ungleichgewichtigen Finanzierungssalden, woran die öffentlichen Haushaltsdefizite, auch wenn sie das Ergebnis mannigfacher Faktoren sein mögen, vielerorts einen nicht unerheblichen Anteil haben. In Anbetracht des robusten Wachstums der Weltwirtschaft müssen die Bemühungen zur Rückführung der großen Budgetdefizite mittelfristig aus binnengesetzlichen Erwägungen auch in Ländern mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen fortgesetzt werden. In anderen Ländern ist ein unmittelbarerer Handlungsbedarf gegeben. Der Aufwertungsdruck auf den US-Dollar, der den Fortgang des internationalen Anpassungsprozesses beeinträchtigt hat, kann darauf beruhen, daß der Geldpolitik infolge ausbleibender Fortschritte bei der Reduzierung des Budgetdefizits in den USA und angesichts einer an ihre Kapazitätsgrenzen stoßenden Wirtschaft eine große Last aufgebürdet wurde. Mangelnde fiskalpolitische Anpassung bleibt eine Ursache für Wechselkursverzerrungen und erschwert vielen Ländern die Fortführung einer Politik, die stabile monetäre Rahmenbedingungen sicherstellt.

Finanzpolitische Korrektur zur Unterstützung notwendig

VII. Das internationale Währungssystem

Schwerpunkte

Trotz der Fortdauer großer Leistungsbilanzungleichgewichte veränderte sich im vergangenen Jahr die Lage auf den Devisenmärkten grundlegend. Von der bereits beträchtlichen Abwertung des Dollars und von den offiziellen Maßnahmen zur Verhinderung eines weiteren Kursrückgangs beeindruckt, waren die Märkte immer weniger über die Gefahr einer fortgesetzten Schwäche der US-Währung besorgt. Folglich begannen die großen Zinsdifferenzen zugunsten des Dollars ihren ganzen Einfluß auf die internationalen Kapitalströme wieder geltend zu machen. Der massive Abwertungsdruck, der ein herausragendes Merkmal der Jahre 1986 und 1987 gewesen war, ließ allmählich nach und wich zeitweilig einer ausgeprägten Dollarstärke. Die freiwilligen Kapitalzuflüsse überstiegen phasenweise das US-Leistungsbilanzdefizit, und die Währungsbehörden unternahmen mehrmals konzertierte Interventionen, um einen übermäßigen Kursanstieg des Dollars zu verhindern. Andererseits gab es im letzten Jahr noch immer Zeiten, in denen der Dollar schwach war und von offizieller Seite beträchtlich gestützt wurde. Das Bruttovolumen der Dollarinterventionskäufe und -verkäufe durch die Länder der Zehnergruppe war zwar geringer als 1987, aber dennoch größer als in den Jahren davor.

Die ausgeglicheneren Aussichten auf den Devisenmärkten stützten nicht nur den Dollar, sondern gaben auch den Währungen einer Reihe von anderen Ländern mit hohen Zinssätzen und Inflationsraten sowie großen oder zunehmenden Leistungsbilanzdefiziten Auftrieb. Andererseits kamen die Währungen einiger Länder mit traditionell geringen Inflationsraten und relativ niedrigen nominalen Zinssätzen, vor allem die Deutschlands und der Schweiz, unter erheblichen Abwertungsdruck.

Für das Europäische Währungssystem war der Zeitraum 1988 bis Anfang 1989 eine Periode relativer Stabilität. Der stärkere Dollar und die fortgesetzte Abnahme der Inflationsdifferenzen trugen dazu bei, daß trotz zunehmender Handelsungleichgewichte unter den Mitgliedsländern das Auftreten größerer Unruhen auf den Devisenmärkten verhindert werden konnte.

Die festere Dollarnotierung, die höheren Zinssätze und das Vertrauen in die Entschlossenheit der verantwortlichen Instanzen, die Inflation unter Kontrolle zu halten, trugen im abgelaufenen Jahr dazu bei, dem Gold viel von seiner Attraktivität zu nehmen. Im Mai 1989 fiel der Goldpreis in Dollar gerechnet auf den niedrigsten Wert seit Sommer 1986.

Das Wachstum der Weltwährungsreserven, das 1987 außergewöhnlich stark gewesen war, schwächte sich stark ab. Die offiziellen Bemühungen in den Ländern außerhalb der USA, die Abwertung ihrer Währungen gegenüber

dem Dollar zu bremsen, führten zeitweilig zu einer bedeutenden Verringerung der offiziellen Dollarguthaben, während die in anderen Währungen gehaltenen Reserven stark expandierten. Das Volumen an ausstehenden Krediten des Internationalen Währungsfonds verringerte sich infolge der Rückzahlung von Darlehen, die in den frühen Jahren der Schuldenkrise gewährt worden waren, im letzten Jahr weiter. Das führte zu einem Rückgang der IWF-Reservepositionen jener Industrieländer, deren Währungen für diese Rückzahlungen verwendet wurden.

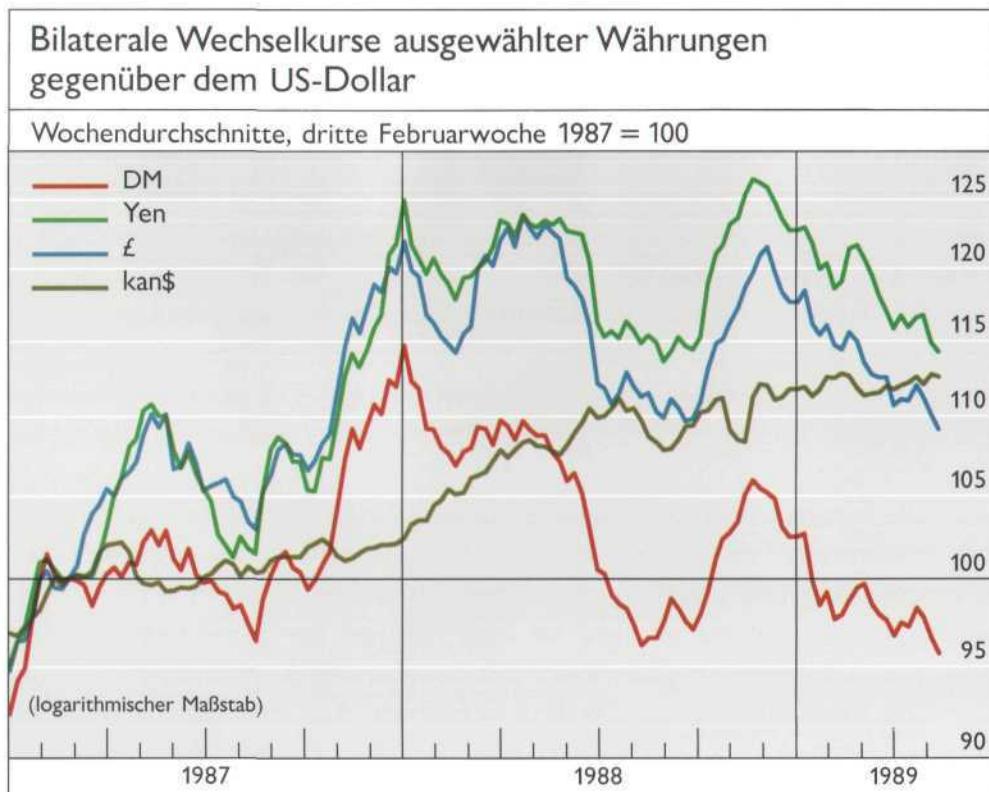
Devisenmärkte

Entwicklung auf dem US-Dollar-Markt

Der Berichtszeitraum war von einer deutlichen Umkehr der Trends auf den Devisenmärkten gekennzeichnet. Nach einer fast drei Jahre anhaltenden starken Abwertung und nach einer besonders ausgeprägten Schwäche gegen Jahresende 1987 begann sich der Dollar allmählich zu erholen. Es nahm nicht nur die Anzahl der zu seiner Stützung notwendigen offiziellen Interventionen ab, zeitweilig verkauften sogar die Behörden hohe Dollarbeträge, um den starken Dollaranstieg zu bremsen, der angesichts des fortbestehenden großen US-Leistungsbilanzdefizits und der Notwendigkeit weiterer Anpassung ungelegen kam.

Die Entwicklung zu Beginn des Jahres 1988, als zeitlich gut abgestimmte offizielle Dollarstützungsmaßnahmen und Anzeichen einer signifikanten Verringerung des US-Außenhandelsdefizits die Marktstimmung gegenüber dem

Grundsätzliche Veränderung der Marktlage



Auf Dollar-
schwäche zu
Beginn des
Frühjahrs 1988 ...

Dollar beträchtlich verbessert hatten, wurde bereits im letztjährigen Jahresbericht beschrieben. Im März 1988 begann das Vertrauen jedoch wieder zu schwinden, als der Spielraum für eine weitere Verbesserung der US-Handelsbilanz durch Anzeichen einer über den Erwartungen liegenden Dynamik der US-Wirtschaft wieder begrenzter erschien. Trotz einer beträchtlichen Ausweitung des Zinsgefälles zugunsten der Vereinigten Staaten und weiterer günstiger Außenhandelsdaten fiel der Dollar/Yen-Kurs, der von einem historischen Tiefpunkt von weniger als Yen 122 am Anfang des Jahres auf einen Höchststand von Yen 131 Mitte Februar geklettert war, bis Ende März auf unter Yen 125 zurück.

Ende März und Mitte April gelang es jedoch mit konzertierter offizieller Unterstützung, das Vertrauen in den Dollar wiederherzustellen, und die großen zu seinen Gunsten bestehenden Zinsdifferenzen begannen wieder, die internationalen Kapitalströme zunehmend zu beeinflussen. In der Folge setzte der Anstieg des Dollars erneut ein, wenngleich zuerst zögernd und nur gegenüber den europäischen Währungen. Als Mitte Juni die veröffentlichten US-Außenhandelszahlen im zweiten aufeinanderfolgenden Monat andeuteten, daß eine entscheidende Verbesserung der amerikanischen Leistungsbilanz im Gange war, gewann der Dollar zusätzlich an Stärke. Darüber hinaus schien die offizielle Erklärung nach dem Wirtschaftsgipfeltreffen von Toronto, die noch im selben Monat erfolgte, die Märkte dahingehend zu überzeugen, daß die Länder der Siebenergruppe eine weitere maßvolle Aufwertung des Dollars akzeptieren könnten.

Günstige Wechselkursaussichten für den Dollar in Verbindung mit großen Zinsdifferenzen zu seinen Gunsten erwiesen sich für Investoren als unwiderstehlich. Folglich stieg der Dollar/DM-Kurs, der sich bereits von DM 1,66 Ende März auf DM 1,75 Mitte Juni erholt hatte, bis Mitte Juli über sein vor der Zeit des Louvre-Abkommens bestehendes Niveau von DM 1,83 und erreichte im Gefolge einer Diskontsatzerhöhung in den USA, die durch die kraftvolle Binnenkonjunktur und die damit verbundenen Inflationsängste induziert war, in der zweiten Augustwoche einen Höchststand von DM 1,92. Damit notierte der US-Dollar 21,5% über seinem Ende 1987 gegenüber der D-Mark erreichten Tiefststand. Die Stärke des US-Dollars hielt sich trotz der Veröffentlichung enttäuschender US-Außenhandelszahlen Mitte August und einer Runde konzertierter Leitzinserhöhungen europäischer Notenbanken am 26. August bis weit in den September hinein.

Der Kursanstieg des Dollars erfolgte trotz starker offizieller Stützung der D-Mark. Von Ende Juni bis Ende September beliefen sich die offiziellen DM-Käufe im Rahmen von US-Interventionen auf \$ 5 Mrd., während die deutschen Devisenreserven in der Viermonatsperiode Juni–September um \$ 10,6 Mrd. abnahmen. Darüber hinaus induzierte die Deutsche Bundesbank, die über die starke Ausweitung der heimischen Geldmengenaggregate besorgt war, als Reaktion auf den festeren Dollar einen starken Anstieg der kurzfristigen Zinssätze, von unter 3,5% Ende Mai auf über 5% Anfang August. Der Diskontsatz wurde Anfang Juli und dann wieder Ende August um jeweils 0,5 Prozentpunkte angehoben.

Gleichzeitig zog der Dollar auch gegenüber dem japanischen Yen an,

... folgt
ausgeprägte
Dollarstärke
im Sommer

Offizielle
Anstrengungen,
einen über-
mäßigen
Wiederanstieg
des Dollars zu
verhindern

allerdings bedeutend weniger als gegenüber der D-Mark; er kam dabei aber nie an das Niveau heran, das zur Zeit des Louvre-Abkommens bestanden hatte. Offizielle Interventionen zur Mäßigung seines Kursanstiegs wurden nicht gemeldet.

Im September blieb der Dollar überwiegend fest, vor allem nach der Veröffentlichung weiterer erfreulicher Außenhandelsdaten und – später im Monat – einer Verlautbarung der Siebenergruppe, die wiederum von den Märkten dahingehend ausgelegt wurde, Raum für einen weiteren Dollaranstieg zu lassen. Im Laufe des Oktobers begann die Begeisterung für die amerikanische Währung zu schwinden. Die offiziellen Bemühungen, einen übermäßigen Kursanstieg des Dollars zu verhindern, überzeugten schließlich die Märkte. Gleichzeitig schienen ungünstigere US-Außenhandelsdaten und Informationen aus den Überschuländern anzudeuten, daß der außenwirtschaftliche Anpassungsprozeß ins Stocken geraten war. Der Dollar begann nachzugeben, und der Abwertungsdruck verstärkte sich im November, als die Märkte über die Entschlossenheit der neuen Regierung, die Budgetprobleme energisch anzugehen, unschlüssig waren. Der Kursrückgang war vor allem gegenüber dem japanischen Yen sehr ausgeprägt, wobei der Dollar bis Ende November auf einen neuen Nachkriegstiefstand von Yen 121 fiel.

Vorübergehende
Dollarschwäche
im Herbst

Wie bei früheren Gelegenheiten wurde dem übermäßigen Druck auf die Wechselkurse durch konzertierte Interventionen der Währungsbehörden begegnet – diesmal natürlich zugunsten des US-Dollars. Die amerikanische Notenbank z.B. stützte den Dollar von Ende Oktober bis Anfang Dezember mit Beträgen von insgesamt etwa \$ 2 Mrd. gegenüber dem Yen und \$ 630 Mio. gegenüber der D-Mark. Zudem führten die US-Behörden im November, als die US-Wirtschaft neue, eher unerwartete Anzeichen von Überhitzung erkennen ließ, einen deutlichen Anstieg der Zinsen herbei. Da jedoch die Marktstimmung von Dollarängsten geprägt war, waren die Zinsanreize vorerst noch von geringem Nutzen.

Offizielle Dollar-
stützung

Die beharrliche Präsenz der Zentralbanken auf den Devisenmärkten und die Erwartung einer weiteren Straffung der US-Geldpolitik kamen schließlich doch zum Tragen. Obwohl die Deutsche Bundesbank und eine Reihe anderer europäischer Zentralbanken Mitte Dezember ihre Leitzinsen aus binnengesetzlichen Gründen anhoben, erholt sich der Dollar während des Rests des Monats stetig. Im Januar gewann sein Auftrieb trotz anhaltender konzertierter Devisenmarktinterventionen zur Stützung der D-Mark, enttäuschender US-Außenhandelsdaten und einer deutlichen Verringerung der Zinsdifferenz an Kraft. Selbst weitere Leitzinserhöhungen durch die Deutsche Bundesbank und einige andere europäische Notenbanken – diesmal vor allem von Wechselkursüberlegungen bestimmt – konnten keine ausgeglichene Marktlage wiederherstellen, so daß der Dollar Anfang Februar einen Höchststand von DM 1,88 erreichte, womit er fast 10% über seinem Tiefpunkt von Ende November notierte.

Erneut fester
Dollar Ende 1988
und Anfang 1989

In der zweiten Februarwoche ließ der Aufwärtsdruck auf den Dollar kurzfristig nach. Wieder einmal hatten die zunehmend aggressiven konzertierten Interventionen ihre Spuren auf dem Markt hinterlassen. Darüber hinaus gab es wachsende Anzeichen eines weiteren Anstiegs des deutschen Lei-

Kurze Periode
der Stabilität

stungsbilanzüberschusses und einer fortgesetzten guten Verfassung der deutschen Wirtschaft. Die Dollarnotierungen sanken, und die Federal Reserve konnte Ende Februar den Diskontsatz anheben, ohne neue Unruhe auf den Märkten auszulösen.

Anfang März überraschte die Deutsche Bundesbank die Märkte durch die Ankündigung einer Verringerung ihrer Zinssätze, ohne dadurch jedoch sofort größere negative Wechselkursreaktionen hervorzurufen. Doch schon wenige Tage später führten statistische Hinweise auf eine Beschleunigung der US-Inflation und damit verbundene Erwartungen einer weiteren Erhöhung der Zinssätze in den Vereinigten Staaten zu einer neuerlichen Stärkung des Dollars. Trotz wiederholter konzertierter amerikanisch-europäischer Interventionen zog der Dollar bis Ende März weiter an. Erst Anfang April gab der Dollar dann um einiges nach, nachdem die Siebenergruppe sich entschieden gegen einen weiteren Dollaranstieg ausgesprochen und die japanische Notenbank – zum ersten Mal seit Ende 1985 – Dollar verkauft hatte. Im April wurden in Deutschland und in einigen anderen europäischen Ländern die Leitzinsen hinaufgesetzt. Gleichwohl geriet der Dollar gegen Monatsende erneut unter starken Aufwertungsdruck. Trotz fortgesetzter Interventionen der Notenbanken und der Abflachung des Zinsgefälles kletterte der Dollar-Kurs in der vierten Maiwoche im Anschluß an die Veröffentlichung unerwartet günstiger US-Handelsbilanzzahlen über die Marken DM 2,00 und Yen 140.

Der kanadische Dollar war die einzige Währung eines Mitglieds der Zehnergruppe, die im Berichtszeitraum gegenüber dem US-Dollar deutlich an Wert zulegte. Eine kräftige Wirtschaftsentwicklung und eine straffe Geldpolitik sorgten für bedeutend höhere Zinssätze als in den Vereinigten Staaten. Gleichzeitig wurde die Beurteilung des kanadischen Dollars durch den Markt sowohl durch die Aussicht auf ein Freihandelsabkommen mit den Vereinigten Staaten als auch durch die Preisentwicklung bei Rohstoffen und die daraus resultierende Verbesserung der kanadischen Terms of trade positiv beeinflußt. Dieses Zusammentreffen sehr hoher Nominalzinsen mit günstigen Wechselkursaussichten führte zu Kapitalzuflüssen, die sogar das wachsende Leistungsbilanzdefizit überstiegen. Folglich zog die kanadische Währung gegenüber dem US-Dollar während eines Großteils des Jahres 1988 an und notierte Mitte Mai 1989 in Relation zu ihrem Jahresendwert 1987 gegenüber dem US-Dollar um 9% und zur D-Mark um 34% höher.

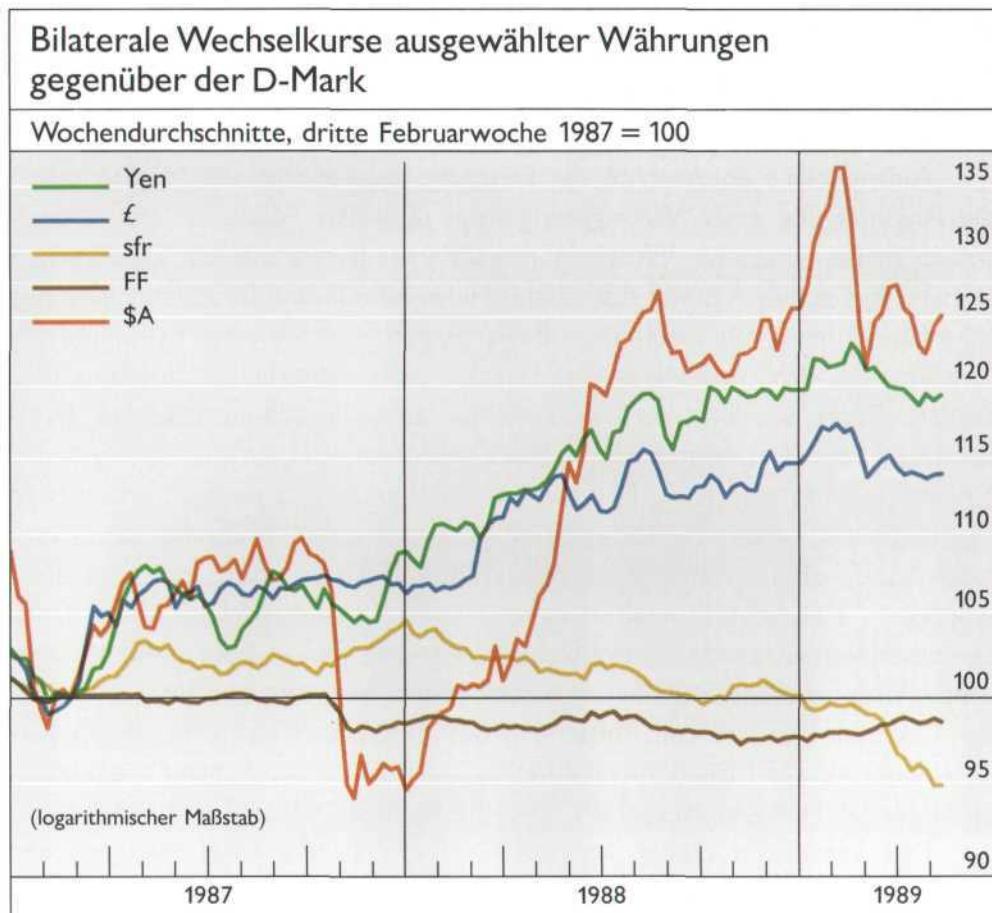
Entwicklung der anderen Währungen

Beträchtliche Aufwertung des Yen gegenüber der D-Mark ...

Ein herausragendes Merkmal der Entwicklung auf den Devisenmärkten im abgelaufenen Jahr waren die starken Veränderungen der Wechselkurse zwischen den Nichteinheiten, vor allem der wichtigen Cross-Rate zwischen dem japanischen Yen und der D-Mark. Der Rückgang der D-Mark in Zeiten der Dollarstärke überstieg den des Yen, während der Yen in Zeiten der Dollarschwäche mehr an verlorenem Terrain zurückgewann als die D-Mark. Daher legte der Yen vom Louvre-Abkommen bis Mitte Februar 1989 gegenüber der D-Mark 22% an Wert zu, verlor allerdings danach etwas an Boden.

Beharrliche Dollarstärke trotz konzertierter Interventionen

Kursauftrieb des kanadischen Dollars



Es ist nicht leicht, das unterschiedliche Kursverhalten dieser beiden wichtigen Währungen mit fundamentalen Faktoren zu erklären. Der Leistungsbilanzüberschuß Deutschlands ist in Relation zum Bruttonsozialprodukt derzeit bedeutend höher als der Japans. Darüber hinaus sind die Möglichkeiten für eine weitere Zunahme des Importanteils der Wirtschaft in Japan wahrscheinlich noch immer größer als in Deutschland. Das Zinsniveau – nominal wie real, am kurzen wie am langen Ende – ist in Deutschland höher und zeigt aufgrund der günstigen wirtschaftlichen Erwartungen auch keine Anzeichen zu fallen. Auch die Aussicht auf 1992 würde eher für die D-Mark sprechen. Ferner hat die starke Abwertung des Dollars seit 1985 wegen der unterschiedlichen regionalen Zusammensetzung des japanischen und des deutschen Außenhandels zu einer viel stärkeren effektiven Aufwertung des Yen als der D-Mark geführt.

Ein Hauptfaktor für die schwächere Entwicklung der D-Mark 1988 war möglicherweise der Vorschlag der Einführung einer Quellensteuer von 10% auf Zinseinkünfte in Deutschland. Das führte zu einem starken Anwachsen der Kapitalexporte, die zeitweilig den Leistungsbilanzüberschuß bei weitem überstiegen.

Während die höheren deutschen Zinssätze die D-Mark gegenüber dem Yen nicht stützen konnten, war das noch höhere Zinsniveau in Großbritannien ein Hauptfaktor für die Schwäche der D-Mark gegenüber dem Pfund Sterling, und zwar trotz höherer britischer Inflation und eines schnell wachsenden

... schwer mit fundamentalen Faktoren zu erklären

Ausgeprägte Pfundstärke und wirtschaftspolitisches Dilemma

britischen Leistungsbilanzdefizits. Die großen Kapitalzuflüsse, die durch die hohen britischen Nominalzinsen angezogen wurden, und der daraus resultierende Aufwärtsdruck auf das Pfund stellten die britische Regierung vor schwierige wirtschaftspolitische Entscheidungen. Einerseits bestand die Gefahr einer übermäßigen Aufwertung, andererseits drohten wirtschaftliche Überhitzung und ein Wiederaufflammen der Inflation.

Nachdem die britischen Behörden Anfang März 1988 das Pfund den informellen Plafond von DM 3,00 hatten durchbrechen lassen, stieg dieses schrittweise bis Mitte Mai auf DM 3,19, während die Bank von England mit Blick auf die deflationären Auswirkungen des höheren Wechselkurses eine Senkung des Basiszinses der Geschäftsbanken in drei Schritten von 9% Mitte März auf 7,5% Mitte Mai signalisierte. Ab Ende Mai begann jedoch das Pfund zunehmend schwächer zu werden. Diese Entwicklung war weitgehend die Folge des anziehenden US-Dollars, der starken Verschlechterung der britischen Leistungsbilanz und der Straffung der geldpolitischen Zügel in Deutschland. Die Bank von England reagierte, indem sie den Basiszins in acht Schritten von 7,5% Anfang Juni auf 12% Ende August führte. Obwohl sich der Zinsvorsprung am kurzen Ende gegenüber dem Dollar stark ausweitete, fiel das Pfund von einem Höchstwert von \$ 1,89 Mitte Mai auf einen Tiefpunkt von \$ 1,66 Ende September, während es gegenüber der D-Mark auf etwa DM 3,14 nachgab.

Die nachfolgende Periode der Dollarschwäche war von einer starken Aufwertung des Pfundes gegenüber dem Dollar und – bis zu einem gewissen Grad – auch gegenüber der D-Mark gekennzeichnet. Obwohl das Pfund dann im Dezember und Januar am allgemeinen Abwärtstrend gegenüber dem Dollar teilnahm, festigte es sich gegenüber der D-Mark weiter und erreichte Ende Januar einen neuen Höchststand von über DM 3,28. Im Februar wurde das Pfund dann von der generellen Ernüchterung gegenüber Hochzinswährungen, die mit dem Kurseinbruch des australischen Dollars einsetzte, in Mitleidenschaft gezogen. Vor dem Hintergrund sich verschlechternder Außenhandelszahlen und Inflationsraten fiel es Anfang März auf einen Tiefstand von DM 3,16 und setzte gegenüber dem US-Dollar seine Talfahrt trotz wiederholter Stützung durch die Bank von England fort.

Der australische Dollar erschien mit einem langfristigen Zins von rund 12% und einer Aufwertung zwischen Mitte 1987 und Anfang Februar 1989 von ungefähr 25% gegenüber dem US-Dollar und der D-Mark für lange Zeit als des Kapitalanlegers Schlüssel zum Paradies – sofern dieser bereit war, das zugrundeliegende Wechselkursrisiko zu ignorieren. Im Februar 1989 brach jedoch der australische Dollar unter dem Eindruck enttäuschender Leistungsbilanzzahlen innerhalb von zwei Wochen gegenüber dem US-Dollar und der D-Mark um rund 10% ein.

Im Gegensatz dazu war der Schweizer Franken in einer sehr ähnlichen Lage wie die D-Mark. Aufgrund einer Inflationsrate, die etwas über der deutschen lag, und gleichzeitig erheblich niedrigerer langfristiger Zinsen geriet er unter starken Abwertungsdruck und war eine der wenigen Währungen, die selbst gegenüber den Währungen, die am Wechselkursmechanismus des EWS teilnehmen, an Wert verlor. Mitte Mai 1989 notierte der Schweizer

Vorübergehende Pfundschwäche und geldpolitische Reaktion

Aufstieg und Fall des australischen Dollars

Ungewöhnliche Schwäche des Schweizer Frankens

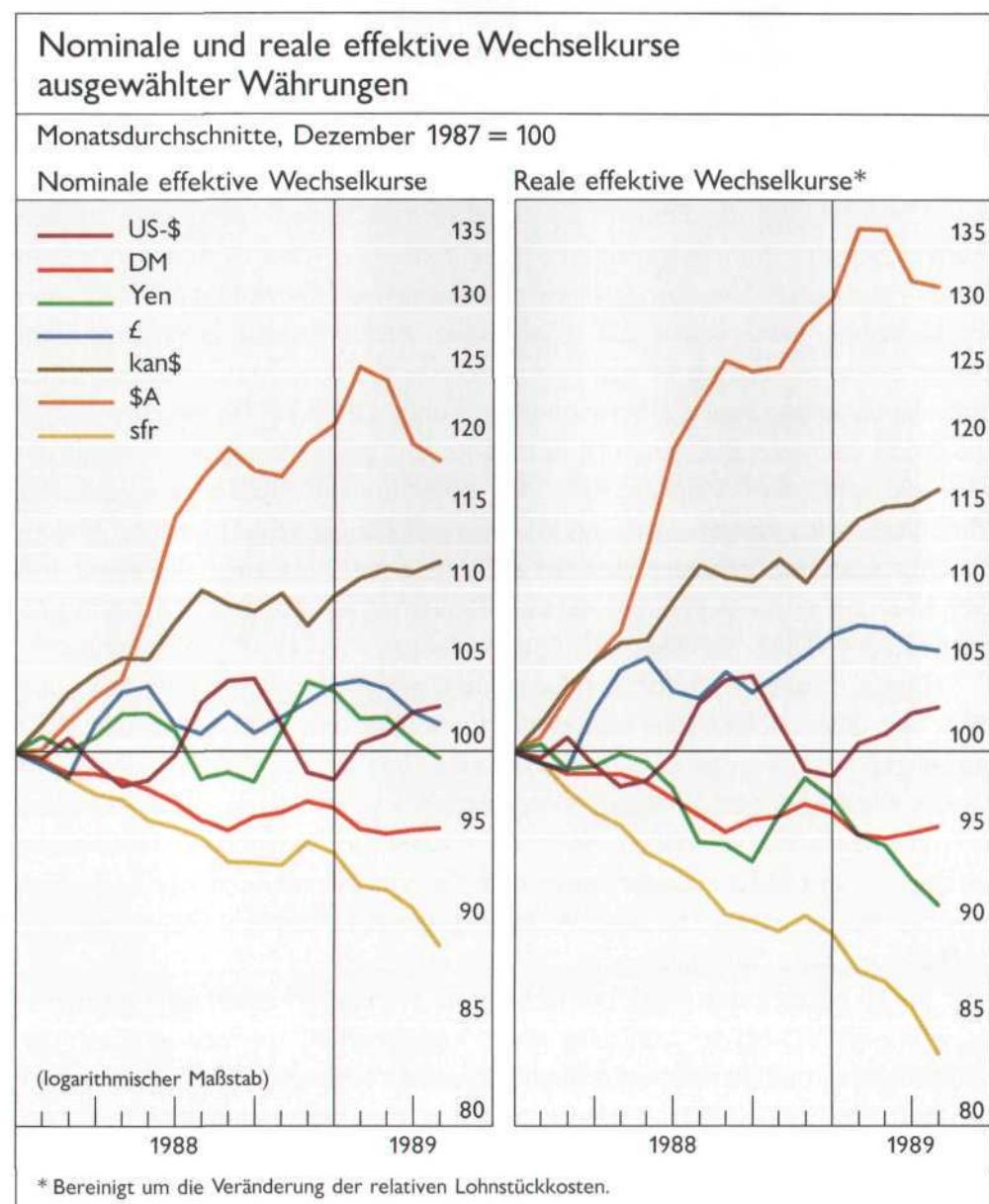
Franken trotz des inzwischen deutlich höheren schweizerischen Zinsniveaus gegenüber der D-Mark um ungefähr 10% und gegenüber dem US-Dollar um 27% unter seinem Jahresendstand von 1987.

Entwicklung der effektiven Wechselkurse

Die folgende Grafik zeigt die jüngste Wechselkursentwicklung der Währungen ausgewählter Länder, gewichtet nach den Export- und Importanteilen von einundzwanzig Industrieländern unter Berücksichtigung des Exportwettbewerbs auf Drittmarkten.

Es fällt auf, daß 1988 das Jahr der Hochzinswährungen war. Diese Tatsache geht aus der rechten Hälfte der Grafik, die die Wechselkursindizes bereinigt um die relative Entwicklung der Lohnstückkosten in der verarbeitenden Industrie darstellt, besonders klar hervor. Obwohl die Arbeitskosten zugegebenermaßen nur ein sehr unvollkommener Indikator der gesamten

Beherrschender Einfluß der Nominalzinsdifferenzen auf Wechselkursbewegungen



Produktionskosten sind, spiegeln Wechselkursindizes, die auf dieser Basis errechnet werden, dennoch ein realistischeres Bild der Entwicklung der internationalen Wettwerbsfähigkeit wider als nominale effektive Wechselkurse oder reale effektive Wechselkurse, die auf Verbraucherpreisindizes basieren.

Auf dieser Basis wertete sich die D-Mark und der japanische Yen 1988 und in den ersten vier Monaten 1989 um 4% bzw. 9% ab. Der Schweizer Franken verlor mit rund 16% noch mehr an Wert. Im selben Zeitraum von sechzehn Monaten wertete sich der US-Dollar real um 3% auf. Die größten Aufwertungen waren bei jenen Währungen zu verzeichnen, die die höchsten Nominalzinsen aufwiesen: dem australischen Dollar (36% vor seinem Rückschlag im Februar 1989), dem kanadischen Dollar (17%) und dem Pfund Sterling (6%). Alle diese Länder verzeichneten relativ hohe, in manchen Fällen verstärkt zunehmende Inflationsraten und große oder sogar sich ausweitende Leistungsbilanzdefizite. Sofern diese Währungen nicht ursprünglich unterbewertet waren, deutet dies darauf hin, daß ihre Wechselkurse durch übermäßige Kapitalzuflüsse vom langfristigen Gleichgewichtsniveau weggedrängt wurden.

Längerfristige Betrachtungen

Reale Wechselkursentwicklung während einer Zehnjahresperiode

Die umstehende Grafik zeigt die reale effektive Wechselkursentwicklung von vier wichtigen Währungen während der Zehnjahresperiode seit März 1979, dem Zeitpunkt, als das Europäische Währungssystem geschaffen wurde. Jeder frei gewählte Bezugszeitpunkt ist zwangsläufig etwas willkürlich, aber das Frühjahr 1979 ist kein schlechter Bezugspunkt für Wechselkursvergleiche. Die Leistungsbilanzen Großbritanniens und der USA waren damals nahezu ausgeglichen. Das Pfund Sterling hatte gerade den halben Weg zwischen seinem Tiefpunkt von 1976 und seinem Hoch im Jahre 1981 zurückgelegt. Die D-Mark und der japanische Yen waren etwas von ihren vorhergehenden Höhen gegenüber dem US-Dollar zurückgefallen, und die Leistungsbilanzen Deutschlands und Japans rutschten zum Teil infolge vorausgegangener starker Währungsaufwertungen in beträchtliche Defizite.

Langfristige Dollarabwertung und ihre „fundamentals“

Man ersieht aus der Grafik, daß sich die bis Anfang 1985 anhaltende große reale Aufwertung des US-Dollars bis 1987 wieder völlig umgekehrt hatte und daß die amerikanische Währung im April 1989 um ca. 11% unter ihrem Niveau von vor zehn Jahren lag. In dieser Zeit gab es eine Reihe von Veränderungen bei den „fundamentals“, die zur Erklärung dieser gegenüber 1979 erfolgten Abwertung des realen gewogenen Außenwerts des Dollars beitragen können. Zu diesen zählen: die wachsende Abhängigkeit der Vereinigten Staaten von Ölimporten, die internationale Schuldenkrise, die zu einer Stagnation auf einem der wichtigsten Exportmärkte der USA, nämlich in Lateinamerika, geführt hat, und der enorme industrielle Fortschritt in den Ländern des pazifischen Raums, der den Wettbewerbsvorteil der US-Industrie hinsichtlich Innovationen und neuer Produkte verringert hat. Darüber hinaus wurden die Auswirkungen des zweiten und des dritten Faktors zeitweilig durch die steile Aufwärtsbewegung des US-Dollars bis Anfang 1985 verstärkt, was dem Anschein nach für einige Zweige der US-Industrie negative



Auswirkungen hatte, die auch durch die nachfolgende Abwertung nicht ohne weiteres wieder rückgängig gemacht werden konnten.

Das Ergebnis dieser Entwicklung war das Entstehen des großen US-Leistungsbilanzdefizits. Der massive Kursrückgang des Dollars, der Anfang 1985 einsetzte, hat zu einer beträchtlichen Verringerung dieses Defizits vom dritten Quartal 1987 bis zum dritten Quartal 1988 beigetragen, doch hat sich seither der Anpassungsprozeß deutlich verlangsamt. Das hat einige Beobachter zu der Schlußfolgerung geführt, daß ohne eine weitere Dollarabwertung das Defizit in nicht allzu ferner Zukunft wieder anzusteigen beginnen könnte. Doch hat es parallel zur starken Verschlechterung der US-Leistungsbilanz grundsätzliche Veränderungen bei den Faktoren gegeben, die die internationa- len Kapitalströme bestimmen. Vor allem infolge der internationalen Schuldenkrise sind die Nicht-OPEC-Entwicklungsländer nicht mehr bedeutende Net- tokapitalimporteure. Gleichzeitig haben sich in Deutschland, Japan und einigen kleineren Industrieländern große strukturelle Ersparnisüberschüsse entwickelt. Die Vereinigten Staaten haben mit ihren gut ausgebauten Finanzmärkten, einer sehr niedrigen privaten Sparneigung, einem beträchtlichen Defizit im Bundeshaushalt, einer starken Wachstumsorientierung ihrer Wirtschaft und mit einem damit verbundenen hohen Zinsniveau einen Großteil der in der Weltwirtschaft vorhandenen überschüssigen Ersparnisse angezogen. So ist eine der reichsten Nationen dabei, zum größten Schuldner der Weltwirtschaft zu werden – ganz im Gegensatz zum klassischen Modell, nach dem Kapital in die Länder fließt, die reichlich mit Arbeitskräften, aber unzureichend mit Kapital ausgestattet sind, d.h. im wesentlichen die Entwicklungsländer.

Hat sich der Dollar genug abgewertet?

Angesichts dieser gegenläufigen Einflüsse auf die US-Zahlungsbilanz ist es nicht leicht festzustellen, wo das richtige Wechselkursniveau des US-Dollars liegen sollte. Doch bestehen kaum Zweifel daran, daß das große Leistungsbilanzdefizit ein erheblich niedrigeres Niveau als vor zehn Jahren rechtfertigt. Die Befürworter einer weiteren Dollarabwertung weisen gewöhnlich auf die längerfristigen Auswirkungen eines auf dem gegenwärtigen oder auch einem etwas darunter liegenden Niveau fortbestehenden US-Leistungsbilanzdefizits auf Außenverschuldung und internationale Portfolioinvestitionen hin.

Langfristige Stabilität der D-Mark

Von den in der Grafik dargestellten Währungen hat sich nur der reale effektive Wechselkurs der D-Mark seit Anfang 1979 nicht bedeutend geändert, obwohl sich die deutsche Leistungsbilanzposition von einem Defizit in Höhe von 1,75% des BSP in den Jahren 1979/80 zu einem Überschuß von 4% im Jahr 1988 gewandelt hat. Ein wichtiger Faktor für diese Beständigkeit war die Stabilität der realen Wechselkursverhältnisse innerhalb des EWS-Wechselkursmechanismus, mit dessen Mitgliedern ein großer Teil des deutschen Außenhandels abläuft.

Langfristige Aufwertung des Yen und des Pfundes

Im Gegensatz dazu stieg seit März 1979 der reale effektive Wechselkurs des japanischen Yen und des Pfund Sterling je um ca. 25%. Während sich Japans Leistungsbilanz in diesem Zeitraum spektakulär verbessert hat, verschlechterte sich die britische Leistungsbilanz beträchtlich. Das trägt zur Erklärung bei, warum der zeitliche Ablauf der Aufwertung beider Währungen so verschieden war. Im Falle des japanischen Yen zeigte der reale effektive Wechselkurs – nach einem merklichen Rückgang im Verlauf von 1979 – bis zum zweiten Halbjahr 1985 keine eindeutige Tendenz, stieg danach aber stark an. Der reale effektive Kurs des Pfund Sterling hingegen schnellte in der Zeit 1980 bis Anfang 1981, begünstigt von der Stellung Großbritanniens als Ölproduzent und der zyklischen Schwäche der Importnachfrage, auf ein Niveau, das 50% über seinem Stand vom März 1979 lag; ein Großteil dieser realen Aufwertung ging jedoch während der nachfolgenden sechs Jahre wieder verloren. Seit 1987 haben große Kapitalzuflüsse den realen Wechselkurs des Pfund Sterling trotz einer starken Passivierung der britischen Leistungsbilanz wiederum um ca. 16% nach oben gedrückt.

Erfahrungen mit Kooperation in der Wechselkurspolitik

In den vergangenen zwei Jahren gelang es dank der internationalen Kooperation in der Wechselkurspolitik, dem Kurs des US-Dollars eine Untergrenze zu setzen. Seit dem Louvre-Akkord bis 22. Mai 1989 haben sich die Wechselkurse der wichtigsten Währungen gegenüber dem Dollar im Schnitt recht wenig verändert. Es gab eine Abwertung der D-Mark um 9% und Aufwertungen des Yen und des Pfund Sterling von 9% bzw. 3%. Trotzdem waren die mit der Koordinierung der Wechselkurspolitik gemachten Erfahrungen nicht ganz problemlos. Sie waren von großen Umschwüngen der internationalen Kapitalflüsse gekennzeichnet, die starke Wechselkursspannungen verursachten und eine häufige und massive Notenbankpräsenz an den Devisenmärkten notwendig machten. In der Tat war sowohl 1987 als auch 1988 das Gesamtvolumen der Dollarinterventionskäufe und -verkäufe der Länder der Zehnergruppe größer als in den Jahren davor.

Das Hauptproblem scheinen die weltweit großen, nominalen Zinsdifferenzen zu sein, in denen sich vorwiegend die Einschätzung der

Inflationsanfälligkeit jeder einzelnen Währung niederschlägt. Sobald es den Behörden gelingt, die Märkte von ihrer Entschlossenheit und Fähigkeit zu überzeugen, die bestehende Struktur der nominalen Wechselkurse zu verteidigen, können die nominalen Zinsdifferenzen – wie während längerer Perioden 1988 und 1989 – zu einem dominanten Einflußfaktor für die internationalen Kapitalströme werden. Folglich können in den Ländern mit höheren Inflationsraten und Zinssätzen übermäßige Kapitalzuflüsse zu verzeichnen sein, die wiederum einen unerwünschten Aufwärtsdruck auf deren Wechselkurse ausüben. Andererseits werden großangelegte Kapitalabflüsse in den Ländern mit niedrigen Inflationsraten zu Abwertungen führen. Die wirtschaftspolitischen Signale und Kräfte, die von diesen Markttendenzen ausgehen, sind nicht immer sehr hilfreich. Sie werden in den Ländern mit höherer Inflation Druck in Richtung unangebrachter akkommodierender Maßnahmen ausüben und in denen mit niedriger Inflation solchen in Richtung einer unerwünscht restriktiven Politik erzeugen.

Bedeutung großer internationaler Zinsdifferenzen

Andererseits besteht die Gefahr, daß die Marktlage plötzlich umschlägt, sobald diese destabilisierenden Kapitalflüsse die Wechselkurse zu weit von den „fundamentals“ entfernt haben. Dann werden die nominalen Zinsunterschiede ihren vorherrschenden Einfluß auf die internationalen Kapitalflüsse verlieren, Wechselkurserwartungen werden dominieren, und das Kapital wird in die Länder mit niedrigen Inflationsraten und einem niedrigen Zinsniveau zurückströmen. Obwohl zumindest anfänglich die Wechselkurstendenzen und die wirtschaftspolitischen Signale in die richtige Richtung deuten werden, besteht in einer solchen Situation auf den Devisenmärkten wegen des hohen Grads der weltweiten Integration der Finanzmärkte und der daraus resultierenden Größe der Kapitalflüsse ein Potential der Unruhe und Überkorrektur.

Gefahr einer Überkorrektur

Dieses Alternieren zwischen weltweiten nominalen Zinsdifferenzen einerseits und Wechselkursbefürchtungen andererseits als der die internationalen Kapitalströme beherrschende Einfluß könnte bedeuten, daß die meiste Zeit über ein Problem des „Zuviel oder Zuwenig“ besteht, d.h. die Tendenz, daß die Kapitalströme die Leistungsbilanzungleichgewichte entweder über- oder unterfinanzieren. Ein Weg, dieses Problem anzugehen, wäre vielleicht, in die bestehenden Wechselkursvereinbarungen ein Element größerer Flexibilität einzubauen. In den nominalen Wechselkurszielen könnte explizit die Möglichkeit ihrer graduellen Anpassung an Inflationsunterschiede vorgesehen sein. Zwar sollten derartige Anpassungen nicht starr und automatisch erfolgen, doch ihr möglicher Einsatz würde den dominierenden Einfluß der nominalen Zinsdifferenzen tendenziell vermindern und damit auch den künstlichen Anreiz einer massiven und destabilisierenden Verlagerung der Kapitalströme, wie sie das internationale Währungsgeschehen der letzten Jahre geprägt haben.

Anpassung der Wechselkursziele an Inflationsunterschiede

Die Alternative zu koordinierten internationalen Bestrebungen, die Wechselkurse zu stabilisieren, nämlich eine offizielle Politik der Nichteinmischung auf den Devisenmärkten, könnte unter den gegebenen Umständen kaum als eine sinnvolle oder überhaupt durchführbare Strategie gelten. Das hohe Maß an weltweiter Integration der nationalen Finanzmärkte hat zur Folge, daß selbst relativ geringe Änderungen in der nationalen Geldpolitik oder geldpolitischen Regulierung das Verhalten der Wechselkurse stärker

Keine realistische Alternative zu international koordinierter Wechselkurspolitik

Entscheidende Rolle stabiler Wechselkurs-erwartungen

beeinflussen können als direkte Devisenmarktinterventionen. Das bedeutet, daß die einzige mögliche Wahl die zwischen einer koordinierten internationalen Wechselkurspolitik und einer willkürlichen nationalen Einflußnahme auf die Wechselkurse ist, wobei es im letzteren Fall den Märkten überlassen bleibt, sich bei oft widersprüchlichen Signalen zurechtzufinden.

Das gute Funktionieren eines Systems floatender Wechselkurse hängt entscheidend von der Fähigkeit der Marktteilnehmer ab, sich ziemlich stabile und realistische Erwartungen über das langfristige Gleichgewichtsniveau oder den Gleichgewichtspfad der Wechselkurse bilden zu können, so daß sie, wenn sich die tatsächlichen Wechselkurse zu weit von diesen Niveaus oder Pfaden entfernen, die notwendigen stabilisierenden Positionen eingehen werden. Ohne einen solchen durch feste und realistische Wechselkurserwartungen gegebenen Anker besteht die Gefahr, daß Wechselkursbewegungen selbsttragend werden und eine Eigendynamik entwickeln. In einem solchen Fall werden sie ihre ausgleichende Rolle nicht länger erfüllen können, sondern selbst zum Ursprung von Ungleichgewichten und Verzerrungen werden.

Leider ist es in der heutigen Welt für Marktteilnehmer sehr schwierig geworden, die Angemessenheit von Wechselkursniveaus zu beurteilen. Vor dem Hintergrund des schnellen technologischen, demographischen und sozialen Wandels ist die Kaufkraftparität zu einem unzulänglichen Anhaltspunkt für das „richtige“ Wechselkursniveau geworden. Hinzu kommt, daß bei einer sehr starken internationalen Integration der Finanzmärkte selbst große vorübergehende Leistungsbilanzüberschüsse oder -defizite nicht unbedingt ein Zeichen für ein fundamentales Ungleichgewicht sind. Schließlich sind die von den einzelnen Ländern eingeschlagenen wirtschaftspolitischen Maßnahmen und deren internationale Wechselwirkungen selbst sehr wichtige Bestimmungsfaktoren haltbarer Wechselkursrelationen. All das läßt die Schlußfolgerung zu, daß es den Marktteilnehmern ohne offizielle Orientierungshilfe geradezu unmöglich sein wird, jene stabilen und festen Wechselkurserwartungen zu bilden, die als Gleichgewichtsmechanismus für ein zufriedenstellendes Funktionieren eines Systems floatender Wechselkurse von entscheidender Bedeutung sind.

Es wird oft argumentiert, daß eine aktive Rolle der Behörden auf den Devisenmärkten nur dann gerechtfertigt ist, wenn sie die Märkte in der Beurteilung der Gleichgewichtskurse zu übertreffen vermögen (mit der üblichen Schlußfolgerung, daß die Marktteilnehmer diese Aufgaben besser erfüllen, sei es auch nur deshalb, weil sie schließlich ihr eigenes Geld riskieren). Das ist jedoch hier unerheblich. Es gibt keinen einzigen, vorherbestimmten Gleichgewichtswechselkurs, gleichviel ob als Pfad oder Niveau. Da nationale wirtschaftspolitische Maßnahmen sehr beträchtliche Auswirkungen auf Wechselkursniveaus haben, gibt es eine recht weite Palette von Wechselkursen, die tragbar sind – vorausgesetzt, daß ihnen die richtigen wirtschaftspolitischen Maßnahmen zugrunde liegen.

Das soll jedoch natürlich nicht bedeuten, daß die Währungsbehörden in der Wahl des Wechselkursniveaus, das sie durchsetzen möchten, völlig frei sind. Es gibt aus offensichtlichen Gründen Wechselkurse – z.B. den des US-Dollars Mitte der achtziger Jahre –, die aufgrund der beschränkten Flexibilität der Faktorpreise die Wirtschaft eines Landes praktisch wettbewerbsunfähig

Schwierigkeit, die Angemessenheit der Wechselkurse zu beurteilen, und Notwendigkeit offizieller Orientierung

machen können. Allgemeiner formuliert: Ein Wechselkursniveau, dessen Verteidigung zu hohe gesamtwirtschaftliche Kosten erzeugt und das nicht die notwendige politische Unterstützung bekommen kann, sollte nicht als ein Gleichgewichtsniveau betrachtet werden.

Dennoch gibt es in einer durch globale Finanzmärkte gekennzeichneten Welt trotz des Risikos wirtschaftspolitischer Fehler keine attraktiven Alternativen zu einer kooperativen Wechselkurspolitik, die durch ein entsprechendes Maß an internationaler wirtschaftspolitischer Koordination unterstützt wird. Angesicht der überragenden Bedeutung der Wechselkurse als Allokationsmechanismus, ihres Einflusses auf die Wirtschaftsentwicklung der einzelnen Länder und der Bedeutung einigermaßen stabiler Wechselkursverhältnisse für Investitionsentscheidungen sind die Kosten großer, erratischer Schwankungen der realen Wechselkurse zu hoch.

Internationale
wirtschafts-
politische
Koordination
– Vorbedingung
für vernünftiges
Wechselkurs-
verhalten

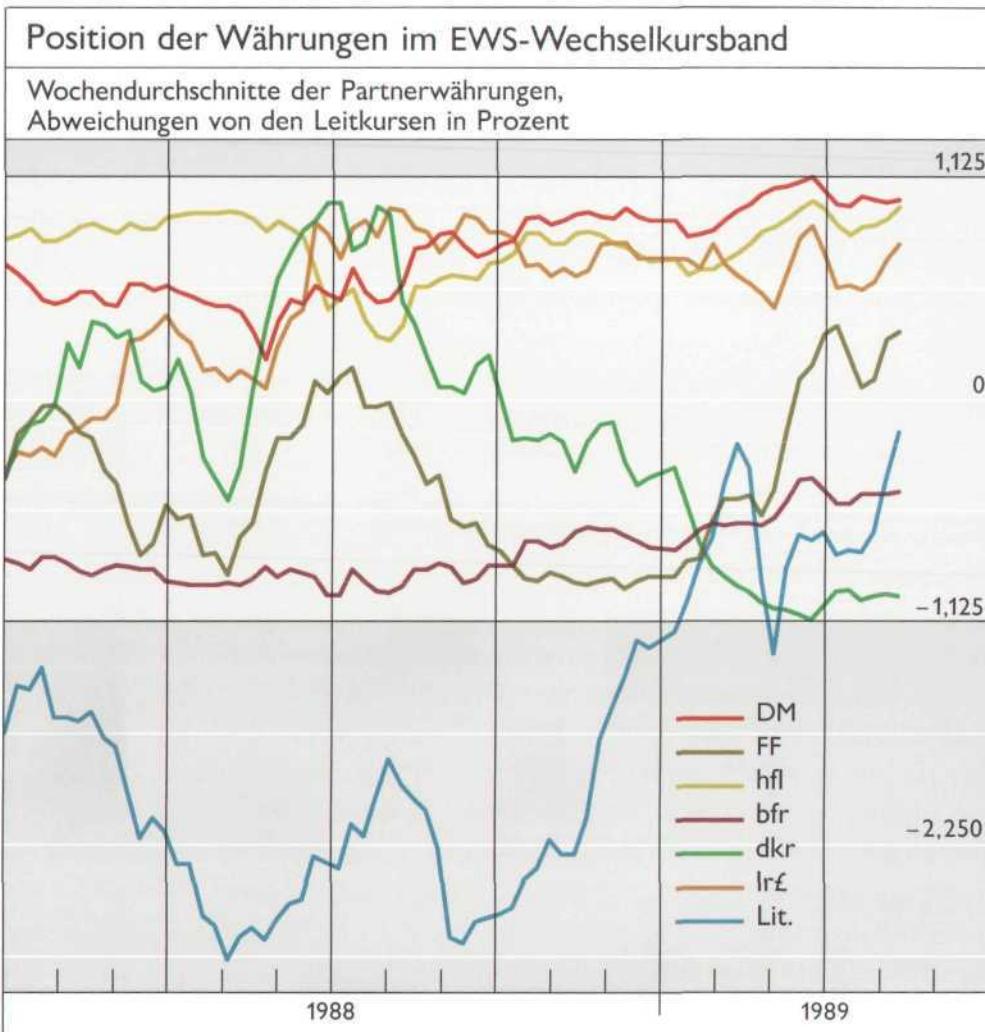
Entwicklungen im Europäischen Währungssystem

Der Zeitraum 1988 bis Anfang 1989 war eine Periode relativer Ruhe für das Europäische Währungssystem (EWS), obwohl die Handelsbilanzüberschüsse Deutschlands gegenüber den Partnerländern im EWS weiter zunahmen (s. Kapitel III) und die Liberalisierung des Kapitalverkehrs fortgesetzt wurde. Dies lag vor allem an anhaltenden Fortschritten bei der Annäherung der nationalen Wirtschaftspolitiken, die in einer weiteren Abflachung des Inflationsgefälles zwischen den Mitgliedsländern ihren Ausdruck fand. Während Deutschlands Geldpolitik in erster Linie darauf ausgerichtet war, binnenwirtschaftlich den Inflationsdruck einzudämmen und ein übermäßiges Absinken des DM-Kurses gegenüber dem Dollar zu verhindern, spielte Sorge um die Stabilität im EWS eine bedeutende Rolle bei der Handhabung der Geldpolitik in den übrigen Mitgliedsländern. Ein zweiter Grund für das fast völlige Fehlen von zentrifugalen Kräften im System waren die Entwicklungen auf den Devisenmärkten außerhalb des EWS. In der Vergangenheit pflegte eine Schwäche des US-Dollars übermäßigen Aufwertungsdruck auf die D-Mark auszuüben. Im Berichtszeitraum war der Dollar jedoch zumeist stark. Darüber hinaus mag die Tatsache, daß die D-Mark nicht nur gegenüber dem Dollar, sondern auch gegenüber dem Pfund und einigen anderen Nicht-EWS-Währungen an Wert verloren hat, ihre Stärke innerhalb des Systems verringert haben.

Periode relativer
Ruhe und Stabili-
tät

Während der ersten zwei Monate des Jahres 1988 war die Lage im EWS, nachdem sich der Dollar von seinem Ende des Jahres 1987 erlittenen Schwächeanfall erholt hatte, ziemlich ruhig. Im März hingegen gab es im Zusammenhang mit den Wahlen in Frankreich Zeichen der Nervosität, und für wenige Tage Anfang März und Anfang Mai löste der französische den belgischen Franc am unteren Ende des engen EWS-Wechselkursbandes ab. Doch als das Vertrauen wiederhergestellt war, konnten die französischen Währungsbehörden ihre Leitzinsen Ende Mai und Anfang Juli um jeweils 0,25% senken. Unterdessen erhielt die italienische Lira, nachdem sie Anfang Mai in die untere Hälfte ihres breiteren Kursbandes abgerutscht war, durch bedeutende ausländische Anlagen in italienischen, namentlich auf ECU lautenden Staatspapieren Auftrieb und begann parallel zum französischen Franc zu steigen.

Zeichen
der Nervosität
im Frühjahr



Ab dem Frühsommer begannen die europäischen Länder vor allem als Antwort auf den stärkeren Dollar ihre geldpolitischen Zügel zu straffen. Die Notenbanken Belgiens, Deutschlands, der Niederlande und einer Reihe dem EWS nicht angehörender europäischer Länder erhöhten ihre Leitzinsen in der Zeit zwischen Ende Juni und Ende August in mehreren Schritten. Unter dem Einfluß dieser konzertierten Zinsanhebungsrunden – die letzte wurde auch von der Bank von Frankreich und der Bank von Italien mitgemacht – änderte sich im EWS das Wechselkursgefüge nachhaltig. Der französische Franc glitt von Mitte Juli an infolge der Verringerung seiner Zinsdifferenz zur D-Mark in die untere Hälfte des EWS-Bandes, während die D-Mark an Stärke gewann. In diesem Zusammenhang gab es zwei Gelegenheiten, bei denen erneut Spannungen im EWS auftraten, wobei der französische Franc unter beträchtlichen Druck geriet. Die erste war Ende August, als die D-Mark das irische Pfund vom oberen Ende des Bandes verdrängte. Die zweite Episode erfolgte Mitte Oktober, als man den französischen Franc an die unterste Position im Wechselkursband absinken ließ, während die D-Mark wieder zur stärksten Währung wurde. Angesichts der Erwartungen eines Realalignments intervenierte die Bank von Frankreich heftig auf den Devisenmärkten und setzte ihre Zinssätze hinauf. Darüber hinaus schloß der französische Finanzminister

Vorübergehende
Schwäche
des französischen
Franc ...

wiederholt die Möglichkeit einer Abwertung des französischen Franc aus. Obwohl der Druck in der Folge verschwand, ließ man den französischen Franc für den Rest des Jahres am unteren Ende des Bandes verweilen, um den Spielraum für theoretisch mögliche Spekulationsgewinne aus dem Eingehen offener Verpflichtungen in Franc einzusparen. Die günstige Entwicklung der französischen Wirtschaft führte Anfang 1989 zu einer Stärkung des Franc, der im März nach der Ankündigung einer weiteren Lockerung der Kapitalverkehrsbeschränkungen in die obere Hälfte des EWS-Wechselkursbandes aufstieg.

... und Erholung
Anfang 1989

Eine weitere Besonderheit des zweiten Halbjahres 1988 und der ersten Monate von 1989 war die ausgeprägte Schwäche der dänischen Krone. Nachdem die Krone Ende Juni und zeitweise im Juli die oberste Position innehatte, rutschte sie immer schneller ab. Mitte Januar 1989 löste sie den französischen Franc als die schwächste Währung ab und berührte im März das untere Ende des engen EWS-Wechselkursbandes. Diese Entwicklung stand im Zusammenhang mit einer deutlichen Verringerung der zugunsten der Krone bestehenden Zinsdifferenzen, nachdem die Leitzinsen in Dänemark wegen der Schwäche der dänischen Wirtschaft unverändert gelassen worden waren. Gleichzeitig nahmen angesichts der neuerlichen Stärke des Dollars und der Gefahr einer Wiederkehr hausgemachter inflationärer Tendenzen andere EWS-Notenbanken angeführt von der Bundesbank Ende August und Mitte Dezember 1988 sowie Mitte Januar und Ende April 1989 konzertierte Zinssatzerhöhungen vor.

Bemerkenswerte
Stärke der Lira

Im Gegensatz zur dänischen Krone hat die italienische Lira seit September 1988 bemerkenswerte Stärke gezeigt. Sie profitierte nicht nur von ihrem Zinsvorsprung, sondern auch von der am 1. Oktober erfolgten Beseitigung von Kapitalverkehrsbeschränkungen, die zu einem wesentlichen Ansteigen der Aufnahme von Fremdwährungskrediten durch Gebietsansässige in Italien über den inländischen Bankensektor führte. Als Konsequenz zog die Lira innerhalb des EWS-Bandes zwischen Anfang September und Mitte Februar um 2,5 Prozentpunkte an und kam dem Leitkurs nahe. In der zweiten Februarhälfte 1989 führte jedoch die Auferlegung einer 25prozentigen Mindestreserve auf die zusätzliche Nettoverschuldung der Banken in Fremdwährung zu einer gewissen Schwächung der Lira. Dies veranlaßte die italienische Notenbank, die über die übermäßige Stärke der Binnenkonjunktur besorgt war, Anfang März den Diskontsatz um einen ganzen Prozentpunkt anzuheben.

Weitere Liberali-
sierung des
Kapitalverkehrs

Über das EWS hinausgehend wurde im letzten Jahr ein wichtiger Schritt in Richtung einer weiteren Liberalisierung des Kapitalverkehrs innerhalb Europas gesetzt. Im Juni einigten sich die EG-Länder über eine vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs innerhalb der Gemeinschaft bis Mitte 1990 – unter Gewährung längerer Übergangsfristen für Griechenland, Irland, Portugal und Spanien. Belgien und Luxemburg verpflichteten sich, ihre Devisenmarktpaltung spätestens bis Ende 1992 aufzuheben. Gleichzeitig beschlossen die EG-Länder die Errichtung eines neuen mittelfristigen Zahlungsbilanzbestands, im Rahmen dessen Geldmittel entweder direkt aus den Reserven der übrigen Mitgliedstaaten oder durch das System der Gemeinschaftsanleihen bereitgestellt werden.

Zehn Jahre EWS

Im März 1989 beging das EWS den zehnten Jahrestag seiner Gründung. Das offizielle Ziel des Systems war es, „eine stabile Währungszone in Europa zu schaffen“. Grundsätzlich bedeutete das zwei Dinge: die Abschottung der Wechselkursrelationen zwischen den Partnerwährungen von den Dollarschwankungen und die Angleichung der Inflationsraten der Mitglieder auf niedrigem Niveau.

EWS recht erfolgreich im Erreichen seiner Ziele, trotz eines anfänglich sehr schwierigen weltwirtschaftlichen Umfelds

Das EWS war im Erreichen der Ziele, die es sich gesetzt hatte, recht erfolgreich. Angesichts der anfänglich großen Inflationsdifferenzen mußten während der vergangenen zehn Jahre noch beträchtliche Wechselkursanpassungen vorgenommen werden. So sind z.B. der nominale Wechselkurs der Lira gegenüber der D-Mark seit März 1979 um fast 40% und der des französischen Franc um über 30% gefallen. Diese Anpassungen erfolgten jedoch graduell und geradlinig (s. die Grafik auf S. 203), ganz im Gegensatz zu den weiten Wechselkursausschlägen gegenüber und zwischen den Währungen außerhalb des Systems, die für das Weltwährungssystem des letzten Jahrzehnts so charakteristisch waren. Zudem darf nicht vergessen werden, daß das EWS vor allem in seinen frühen Jahren in einem ungeheuer schwierigen weltwirtschaftlichen Umfeld überleben mußte. Dieses war gekennzeichnet durch den zweiten Ölpreisschock, eine ungewöhnlich heftige Inflation, die eine drastische Verschärfung der Geldpolitik folgte, und – als Folge dieser Entwicklungen – durch noch nie dagewesene Fluktuationen der Zinssätze, eine starke Zunahme der Arbeitslosigkeit und die internationale Schuldenkrise.

Beachtliche Konvergenz auf niedrigem Inflationsniveau

Ungeachtet einiger sehr düsterer Vorhersagen anlässlich des Inkrafttretens des EWS, es werde sich zu einer „Inflationsgemeinschaft“ entwickeln, gelang es ihm, eine beachtliche Konvergenz der Inflationsraten der Mitgliedstaaten auf niedrigem Niveau zu fördern. Die durchschnittliche Steigerungsrate der Verbraucherpreise in den Mitgliedstaaten hat sich stark verringert, und die Inflationsdifferenzen sind heute nur noch ein Bruchteil dessen, was sie in den frühen Jahren des Wechselkurssystems waren. Daher hat sich die Abwertung der übrigen Mitgliedswährungen gegenüber der D-Mark seit 1983 beträchtlich verlangsamt. Seit der Geburt des Systems gab es insgesamt elf Leitkursanpassungen, doch sind sie zunehmend weniger häufig und kleiner geworden, so daß sie kaum einen Anreiz für Spekulanten boten. Da das letzte Realignment im Januar 1987 stattfand, erlebt das EWS nunmehr seine längste Phase ohne Leitkursanpassungen, wobei diese Stabilität jedoch auf beträchtlichen nominalen Zinsdifferenzen beruht.

Angemessene Entwicklung der realen Wechselkurse

Trotz der zunehmenden Stabilität der nominalen Wechselkursverhältnisse scheint das EWS keine größeren Verzerrungen der Wettbewerbspositionen zugunsten der D-Mark hervorgerufen zu haben. Es ist zugegebenermaßen Teil der antiinflationären Disziplin des Systems, daß in den Ländern mit höheren Inflationsraten die Abwertungen die Inflationsdifferenzen nur sehr zögernd ausgleichen sollen. Das ist auch geschehen. Wie man aus der Grafik auf Seite 203 ersehen kann, ist der reale Wechselkurs der D-Mark, bereinigt um den relativen Anstieg der Verbraucherpreise, gegenüber allen Partnerwährungen außer dem belgischen Franc und dem holländischen Gulden gesunken.

Doch sind aus der Sicht der internationalen Wettbewerbsfähigkeit Verbraucherpreisindizes nur von beschränkter Bedeutung.

In schnell wachsenden Ländern mit hohen Produktivitätszuwächsen im industriellen Bereich kann der Dienstleistungssektor normalerweise nicht ein gleich hohes Lohnwachstum absorbieren, ohne einen Teil der Kosten auf die Verbraucher überzuwälzen. Folglich tendieren solche Länder dazu, höhere Steigerungsraten der Verbraucherpreise zu verzeichnen, ohne jedoch notwendigerweise einen bedeutenden Wettbewerbsnachteil in ihrem handelbaren Güter produzierenden Sektor zu erleiden. Daher ist der Verlauf des um die Entwicklung der relativen Lohnstückkosten in der Industrie bereinigten Wechselkurses ein aussagekräftigerer Indikator für die internationale Wettbewerbsfähigkeit. Wie die gegenüberstehende Grafik, die auf dieser Basis erstellt wurde, erkennen läßt, scheint die deutsche Wirtschaft per saldo aus der EWS-Mitgliedschaft keinen Wettbewerbsvorteil erzielt zu haben. Der reale Außenwert der D-Mark ist gegenüber dem belgischen Franc, dem irischen Pfund, dem niederländischen Gulden und der dänischen Krone beträchtlich angestiegen, während er gegenüber dem französischen Franc im Schnitt unverändert blieb. Die einzige Partnerwährung, gegenüber der sich der reale Wechselkurs der D-Mark verringert hat (nämlich um fast 15%), ist die Lira, d.h. die Währung eines Landes, das zu den dynamischsten innerhalb des Systems gehört und in dem Faktoren eine gewisse Rolle spielen können, die sich nicht in Preisen niederschlagen. Es muß auch festgestellt werden, daß sich die Wettbewerbsposition Deutschlands, anhand der Lohnstückkosten gemessen, während der vergangenen drei bis vier Jahre gegenüber einer Reihe von Ländern, nämlich Belgien, Frankreich, Irland und – bis 1987 – Italien, bedeutend verschlechtert hat. Das wiederum könnte andeuten, daß die jüngsten Zuwächse in Deutschlands bilateralen Handelsüberschüssen gegenüber anderen Mitgliedsländern (s. Kapitel III) in einem großen Ausmaß auf zyklische oder strukturelle Faktoren wie z.B. die starke weltweite Nachfrage nach Investitionsgütern, deren Herstellung eine der Stärken der deutschen Industrie ist, zurückzuführen sind.

Niedrigere, einander sich weiter annähernde Preissteigerungsraten sind nicht nur Selbstzweck; sie sind auch wegen ihrer positiven langfristigen Auswirkungen auf Beschäftigung und Wirtschaftswachstum erstrebenswert. Von diesem Gesichtspunkt aus gesehen sind die statistischen Aussagen zugunsten des EWS weniger eindeutig. Das Wirtschaftswachstum war, wenn überhaupt, eher niedriger als in den anderen Industrieländern und die Arbeitslosigkeit hartnäckiger. Entgegen dem, was man von einer strikteren antiinflationären Disziplin hätte erwarten können, sind die langfristigen realen Zinsen (auf der Basis der laufenden Inflationsraten gemessen) der übrigen Mitgliedsländer gegenüber denen Deutschlands nicht gefallen, sondern in fast allen Fällen gestiegen. Das kann jedoch teilweise ein Meßproblem darstellen, da Inflationserwartungen, die ja nicht genau erfaßt werden können, nur sehr langsam absterben.

Es ist sehr schwierig festzustellen, wie die wirtschaftliche Entwicklung der Mitgliedstaaten ohne das EWS gewesen wäre. Die Erfahrungen anderer Industrienationen bieten in dieser Hinsicht keine ganz schlüssigen Hinweise,

Weitreichende gesamtwirtschaftliche Auswirkungen des EWS nicht sicher ...

... aber wahrscheinlich positiv

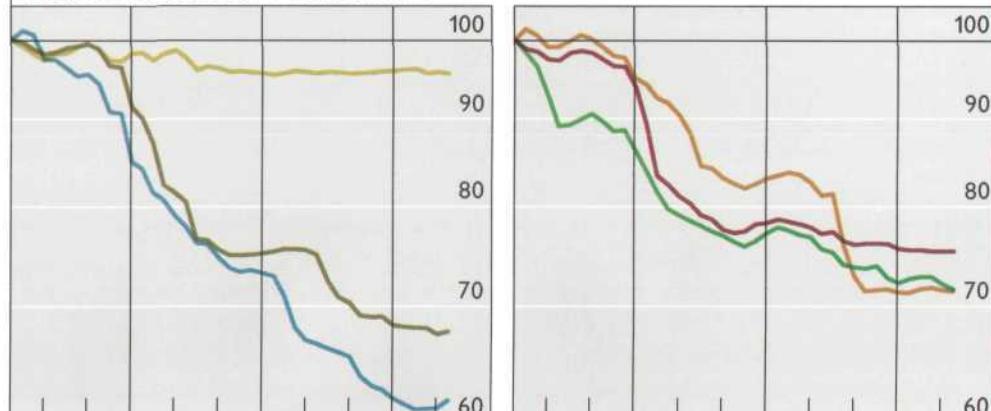
Nominale und reale bilaterale Wechselkurse der EWS-Währungen gegenüber der D-Mark

Quartalsdurchschnitte, erstes Quartal 1979 = 100

FF
Lit.
hfl

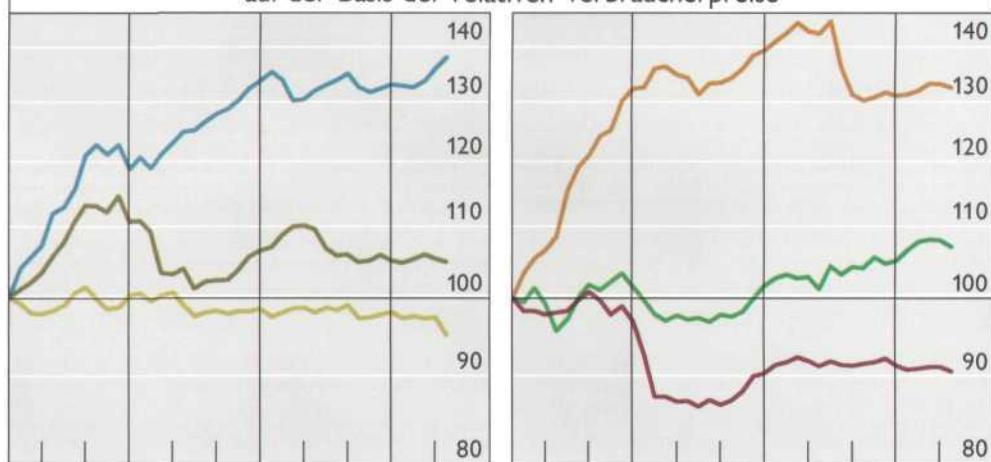
bfr
dkr
lr£

Nominale bilaterale Wechselkurse

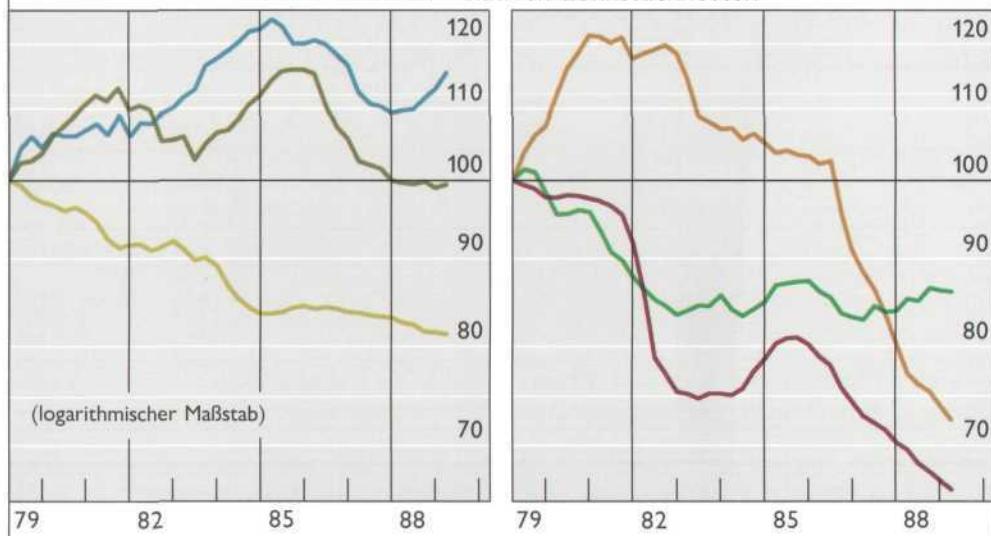


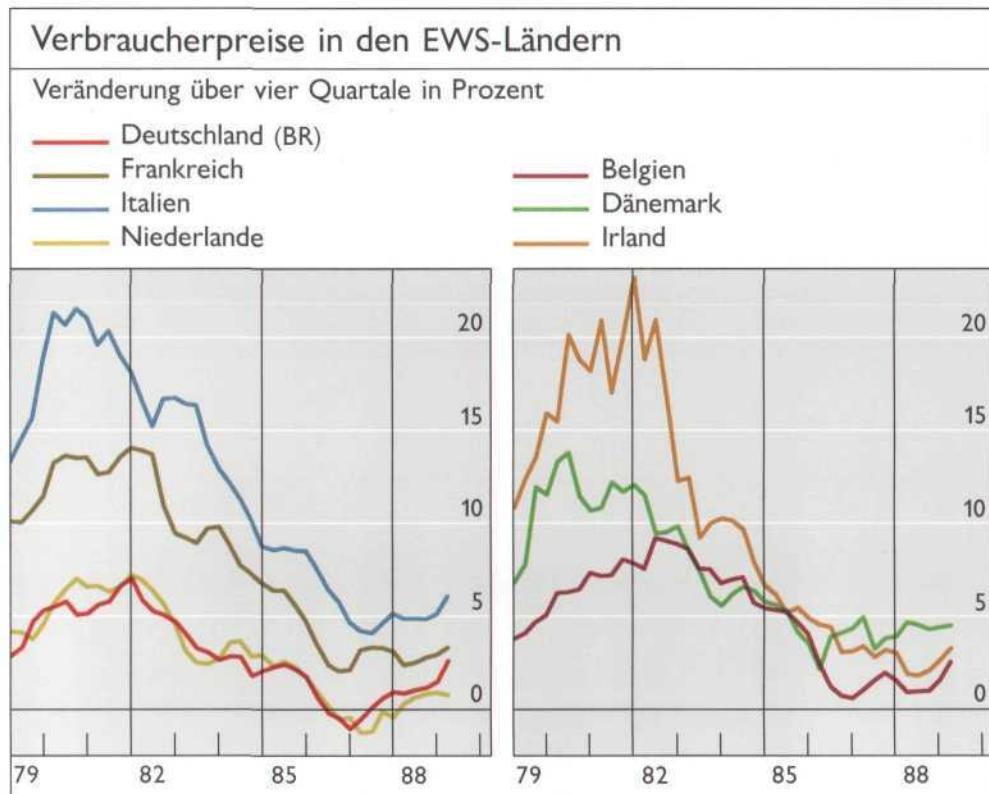
Reale bilaterale Wechselkurse

auf der Basis der relativen Verbraucherpreise



auf der Basis der relativen Lohnstückkosten





da zu viele andere Variablen im Spiel sind. Aber es gibt a priori mehrere Überlegungen, die für das EWS zu sprechen scheinen. Erstens werden die Vorteile größerer Preisstabilität erst langfristig ersichtlich, und die Erfolge im Kampf gegen die Inflation sind vermutlich noch zu neuen Datums, um voll auf die Wirtschaftsentwicklung durchzuschlagen. Zweitens kann es kaum Zweifel darüber geben, daß ein größeres Ausmaß an Stabilität und Vorhersehbarkeit der Wechselkurse zwischen den Mitgliedsländern Investitionen förderlich ist. Schließlich hat die zunehmende Annäherung in der Wirtschaftspolitik und die wirtschaftliche Integration, die durch das EWS gefördert wurden, den Intentionen der Begründer entsprechend für weitere Initiativen das Terrain bereitet, beispielsweise für die Prüfung konkreter Schritte in Richtung einer europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, die Mitte 1988 von den europäischen Staats- und Regierungschefs in Auftrag gegeben wurde.

*Der Bericht über die Wirtschafts- und Währungsunion
im Rahmen der Europäischen Gemeinschaft („Delors-Bericht“)*

Auf seinem Treffen in Hannover am 27. und 28. Juni 1988 hat der Europäische Rat „das Ziel einer schrittweisen Verwirklichung der Wirtschafts- und Währungsunion bestätigt“ und ein Komitee unter der Leitung von Herrn Delors, Präsident der Europäischen Kommission, beauftragt, „konkrete Etappen zur Verwirklichung dieser Union zu prüfen und vorzuschlagen“. Das Komitee hat seine Arbeit Mitte April 1989 beendet, und der „Bericht über die Wirtschafts- und Währungsunion im Rahmen der Europäischen Gemeinschaft“ wurde kurz danach veröffentlicht. Nach dem Werner-Bericht, der

Hintergrund

1970 verfaßt wurde, war dies der zweite Versuch, einen Plan für die Erreichung einer Wirtschafts- und Währungsunion zu entwerfen.

Der Bericht ist in drei Teile gegliedert. Teil I faßt kurz die Vergangenheit und den gegenwärtigen Stand der Wirtschafts- und Währungsintegration in der Gemeinschaft zusammen. Dort wird festgestellt, daß in dieser Hinsicht in den letzten Jahren beträchtliche Fortschritte gemacht wurden, und zwar sowohl im Rahmen des EWS als auch im Zusammenhang mit dem Binnenmarktpogramm, das zur Schaffung eines Marktes ohne Binnengrenzen bis Ende 1992 aufruft. Es wird jedoch auch die Auffassung vertreten, daß das EWS seine Möglichkeiten noch nicht voll ausgeschöpft hat und daß ein Bedarf für eine größere Annäherung der wirtschaftlichen Entwicklung besteht. Die Verwirklichung einer Wirtschafts- und Währungsunion würde weitere bedeutende Schritte auf allen Gebieten der wirtschaftspolitischen Entscheidungsfindung notwendig machen und setzt ein hohes Maß an wirtschaftlicher Integration, eine gemeinsame Geldpolitik und übereinstimmende Wirtschaftspolitik voraus. Diese Politik sollte auf Preisstabilität, ausgewogenes Wachstum, sich einander annähernde Lebensstandards, hohes Beschäftigungsniveau und außenwirtschaftliches Gleichgewicht setzen.

In Teil II des Berichts werden die wichtigsten Merkmale und Auswirkungen einer Wirtschafts- und Währungsunion beschrieben. Er unterstreicht, daß die Verwirklichung einer solchen Union eine Übertragung der notwendigen währungs- und wirtschaftspolitischen Entscheidungsbefugnisse von den Mitgliedstaaten auf die Gemeinschaft mit sich bringt und deshalb die bestehenden EG-Verträge ergänzt werden müßten. Die Bedingungen für eine Währungsunion sind, wie sie bereits im Werner-Bericht dargelegt wurden: eine völlige und unwiderrufliche Konvertibilität der Währungen, eine vollständige Freizügigkeit des Kapitalverkehrs und ein voll integrierter Finanzmarkt sowie unwiderruflich fixe Wechselkurse ohne jegliche Schwankungsmargen. Wenn diese Bedingungen erfüllt sind, könnte sich als weiterer Schritt, der nicht unbedingt notwendig, aber aus wirtschaftlichen wie psychologischen und politischen Gründen wünschenswert ist, die Einführung einer einheitlichen Währung ergeben. Das Komitee kam zu dem Schluß, daß die ECU das Potential hat, sich zu einer zukünftigen gemeinsamen Währung zu entwickeln, wies jedoch entschieden Vorschläge zurück, eine Parallelwährung zu verwenden, um die Währungsunion zu beschleunigen.

Als wichtigste Folgerung aus einer Währungsunion ergibt sich die Notwendigkeit einer gemeinsamen Geldpolitik. Die Verantwortung dafür würde einer neuen Institution mit dem möglichen Namen „Europäisches Zentralbanksystem (EZBS)“ übergeben werden müssen. Dieses neue System müßte eine föderative Struktur haben und bestünde aus einer zentralen Institution und den nationalen Notenbanken; es wäre unabhängig von Weisungen nationaler Regierungen und der Gemeinschaftsorgane und der Erhaltung der Preisstabilität verpflichtet.

Die wesentlichen Merkmale einer Wirtschaftsunion sind: ein einheitlicher Markt, auf dem sich Personen, Güter, Dienstleistungen und Kapital frei bewegen können, gemeinsame Wettbewerbspolitik, gemeinsame Struktur- und Regionalpolitik und wirksam koordinierte makroökonomische

Teil I des Berichts: Zusammenfassung der Vergangenheit und des gegenwärtigen Stands der Wirtschafts- und Währungsintegration in der Gemeinschaft

Teil II: Wichtigste Voraussetzungen, Merkmale und Auswirkungen einer Wirtschafts- und Währungsunion

Notwendigkeit einer gemeinsamen Geldpolitik

Maßnahmen, wozu verbindliche Regeln für die nationale Budgetpolitik gehören. Diese wirtschaftspolitischen Voraussetzungen sind notwendig, um mit möglichen wirtschaftlichen Ungleichgewichten in einer Situation fertig zu werden, in der Wechselkursveränderungen nicht mehr als Anpassungsinstrument zwischen den Mitgliedstaaten zur Verfügung stehen, und um es der Gemeinschaft zu ermöglichen, einen kohärenten „policy mix“ aus Fiskal- und Geldpolitik zu betreiben, der auf binnen- und außenwirtschaftliche Ziele gerichtet ist. Geldpolitik alleine kann alle diese Aufgaben nicht erfüllen.

Teil III des Berichts skizziert ein schrittweises Vorgehen in drei Etappen zur Verwirklichung einer Wirtschafts- und Währungsunion. Es wird betont, daß die Schaffung der Union trotz der getrennten Stufen als ein einheitlicher Prozeß gesehen werden muß und daß die Entscheidung, in die erste Phase einzutreten, gleichzeitig eine Entscheidung für den Beginn des gesamten Prozesses sein sollte. Die neuen Vereinbarungen, die am Beginn jeder Etappe in Kraft treten, würden schrittweise den Weg zur nächsten Phase ebnen. In jeder Phase müßten weitgehend parallele Entwicklungen auf dem wirtschafts- und dem währungspolitischen Gebiet erfolgen. Während es der Bericht absichtlich unterläßt, einen genauen Zeitplan festzulegen, schlägt er doch vor, daß die erste Phase nicht später als am 1. Juli 1990 beginnen sollte, dem Zeitpunkt des Inkrafttretens der Richtlinie zur vollen Liberalisierung des Kapitalverkehrs.

Die wichtigsten Schritte der ersten Stufe würden auf eine stärkere Annäherung der wirtschaftlichen Entwicklung durch eine Stärkung der wirtschafts- und währungspolitischen Koordination innerhalb des bestehenden institutionellen Rahmens abzielen. Während dieser Phase wäre es auch notwendig, die Änderungen in den Römischen Verträgen vorzubereiten und zu ratifizieren.

Die zweite Stufe könnte so lange nicht beginnen, bis die für die Errichtung der notwendigen Organe und Strukturen der Wirtschafts- und Währungsunion erforderlichen Vertragsänderungen in Kraft getreten sind. Innerhalb dieses neuen Rahmens würde dann ein Trainingsprozeß in Bewegung gesetzt werden, der allmählich zu einer gemeinschaftlichen Entscheidungsfindung führen würde. Die letzte Verantwortung für wirtschaftspolitische Entscheidungen würde jedoch in dieser Phase noch bei den nationalen Behörden verbleiben.

Die letzte Stufe würde mit der unwiderruflichen Festlegung der Wechselkurse und der vollständigen Übertragung der notwendigen Entscheidungsbefugnisse auf die Gemeinschaftsinstitutionen beginnen. Konkret würde das bedeuten, daß die Gemeinschaftsorgane befugt sind, die nationalen Staatshaushalte zu begrenzen, und daß das Europäische Zentralbanksystem die volle Verantwortung für die Geldpolitik übernimmt. Die nationalen Währungen würden sobald als möglich durch eine gemeinsame Währung ersetzt werden.

Das Komitee vertrat die Ansicht, daß der Ministerrat und der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten im Falle der Zustimmung des Europäischen Rats zu seinem Bericht aufgefordert werden sollten, die für die erste Phase notwendigen Entscheidungen zu treffen, und daß die vorbereitenden Arbeiten für die Verhandlungen über einen neuen Vertragstext sofort beginnen sollten.

Teil III: Vorgehen in drei Phasen zur Wirtschafts- und Währungsunion

Stärkung der wirtschafts- und währungspolitischen Koordination

Neue Institutionen und Organe

Zentralisierte Entscheidungsfindung und gemeinsame Währung

Goldgewinnung und Goldmarkt

Marktschwäche

Im Berichtszeitraum teilte Gold das Schicksal der Niedrigzinswährungen. Trotz eines Rückgangs in der Gesamtmenge, die auf den Markt kam (Abnahme um 140 t auf 1705 t im Jahr 1988), legte der Goldpreis die meiste Zeit des Jahres 1988 und auch Anfang 1989 eine beträchtliche Schwäche an den Tag. Die westliche Gesamtproduktion war höher als 1987, aber die Verkäufe der Staatshandelsländer gingen etwas zurück, und die offizielle Nachfrage schlug sich, anders als 1987, in einem substantiellen Nettoerwerb von Gold nieder.

Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)					
Position	1984	1985	1986	1987	1988
	Tonnen				
Goldgewinnung	1 160	1 230	1 290	1 380	1 535
Nettoverkäufe durch Staatshandelsländer (geschätzt) ¹	150	250	400	300	260
Veränderung der offiziellen Goldbestände durch Markttransaktionen ² (geschätzt; -- = Zuwachs)	20	-165	-10	95	-240
Goldausleihungen (netto)				70	150
 Ingesamt (= nichtmonetäre Verwendung, geschätzt)	 1 330	 1 315	 1 680	 1 845	 1 705

¹ Ohne europäische IWF-Mitgliedsländer. ² 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.

Fortgesetzte Produktionsausweitung

Die 1988 verzeichnete Produktionsausweitung westlicher Minen war weit gestreut, da die Minen die als Reaktion auf die hohen Preise während der frühen achtziger Jahre geschaffenen Kapazitäten ausnützten. Die Gesamtgewinnung stieg um 155 t auf 1 535 t. Südafrika erhöhte erstmals seit vier Jahren seinen Ausstoß geringfügig, nachdem Steueränderungen eine höhere Produktion begünstigt hatten. In den Vereinigten Staaten stieg die Produktion fast um ein Drittel oder 50 t. Der Anstieg um 41 t in der Goldgewinnung Australiens entsprach einer Ausweitung um 37%. Beträchtliche Zunahmen gab es auch in Brasilien (16 t) und Kanada (12 t).

Rückgang im Angebot der Staatshandelsländer

Das seitens der Staatshandelsländer auf den westlichen Märkten verkaufte Gold kann auf rund 260 t geschätzt werden, rund 40 t weniger als 1987. Die Verkäufe der Sowjetunion nahmen 1988 trotz einer schlechten Ernte und eines niedrigen Ölpreises nicht zu. Einer der Gründe dafür dürfte gewesen sein, daß die Sowjetunion einen Teil ihres Devisenbedarfs auf dem Euromarkt gedeckt hat. Die Verkäufe Chinas, des anderen Staatshandelslandes mit einer großen Goldgewinnung, dürften per saldo zurückgegangen sein, teilweise weil sich die Binnennachfrage wegen der Beschleunigung der Inflation erhöht hat, teilweise weil es Ausfälle in der heimischen Produktion gegeben hat.

Weltgoldgewinnung								
Land	1953	1970	1980	1984	1985	1986	1987	1988
	Tonnen							
Südafrika	371	1 000	675	683	672	640	607	621
Anteil an der Weltgoldgewinnung	49,1	78,6	70,4	58,8	54,5	49,5	43,9	40,4
USA	61	54	31	66	80	118	155	205
Australien	33	20	17	39	59	75	111	152
Kanada	126	75	52	86	90	106	117	129
Brasilien	4	9	35	62	72	67	84	100
Philippinen	15	19	22	34	37	39	40	43
Kolumbien	14	7	17	21	26	27	33	33
Papua-Neuguinea	0	1	14	19	31	36	34	33
Chile	4	2	7	18	18	19	20	23
Venezuela	1	1	1	10	12	15	16	16
Zimbabwe	16	15	11	15	15	15	15	15
Japan	7	8	7	7	9	14	14	14
Andere Länder	103	62	70	102	112	122	136	153
Weltgoldgewinnung ¹	755	1 273	959	1 162	1 233	1 293	1 382	1 537
Nachrichtlich:	Jahresdurchschnitt, US-Dollar pro Unze							
Goldpreis	zu laufenden US-Dollars	35,00	35,94	612,76	360,45	317,30	367,59	446,63
zu konstanten US-Dollars ²		35,00	24,78	199,03	92,87	78,96	89,77	105,21
								98,93

¹ Ohne die UdSSR, die anderen osteuropäischen Länder, China und Nordkorea. ² Deflationiert mit dem Index der US-Verbraucherpreise (1953 = 100).

Quelle: Consolidated Gold Fields PLC (London).

Die für das vergangene Jahr feststellbare Zunahme der offiziellen Goldbestände um 240 t geht zu einem großen Teil auf internationale Institutionen, namentlich den Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit zurück. Die Goldbestände der Länder expandierten per saldo nur um 82 t, doch verstecken sich hinter dieser Zahl beträchtliche Bewegungen in entgegengesetzten Richtungen. Unter den Ländern der Zehnergruppe wiesen 1988 nur zwei Länder Veränderungen auf. Die Vereinigten Staaten verwendeten 16 t ihrer offiziellen Goldbestände zur Münzprägung, während Kanada seine frühere Politik einer schrittweisen Verringerung seiner amtlichen Goldbestände fortsetzte und weitere 43 t veräußerte. Eine erwähnenswerte Entwicklung, die jedoch auf die Zahlen für das Jahr 1988 keine Auswirkungen hatte, war der Verkauf von 127 t durch die Belgische Nationalbank im ersten Quartal 1989. Diese Veräußerungen verringerten die Goldbestände Belgiens um rund 10% und verminderten den Anteil des Goldes an der Summe der belgischen Währungsreserven auf ungefähr das Niveau, das in den europäischen Nachbarstaaten vorherrscht.

Unter den übrigen Industrieländern meldete noch Portugal einen Rückgang seiner Goldreserven um 124 t. Da jedoch diese Veränderung nur die Gegentransaktion zu ECU-Swaps im Zusammenhang mit Portugals Eintritt in den Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit darstellte,

Beträchtlicher Erwerb durch offizielle Stellen

blieb sie ohne Einfluß auf das Goldangebot. Spanien, das 1987 Gold auf den EFWZ übertragen hatte, fügte seinen Beständen 66 t hinzu.

Große Käufe Taiwans

Die bei weitem größten offiziellen Goldkäufe fanden im Fernen Osten statt, wo Taiwan 181 t erwarb. Zum durchschnittlichen Jahresmarktpreis gerechnet belief sich dieser Anstieg auf \$ 2,5 Mrd. und glich faktisch den letztjährigen Rückgang der Devisenreserven Taiwans aus. Viele der Käufe erfolgten in den Vereinigten Staaten, was den bilateralen Handelsbilanzüberschuß Taiwans mit den USA geringer erscheinen ließ.

In Lateinamerika verzeichneten mehrere der Hauptschuldnerländer Veränderungen in ihren Goldreserven. Brasilien verkaufte im ersten Quartal 1988 15 t Gold, füllte aber in der Folge seine Bestände wieder teilweise auf. Kolumbien und Peru fügten ihren jeweiligen Reserven 13 t bzw. 7 t hinzu.

Zunehmende Bedeutung der Goldausleihungen

Ein letzter Faktor, der die auf dem Markt angebotenen Goldmengen beeinflußt hat, war die zunehmende Bedeutung von Goldausleihungen, vor allem in der ersten Hälfte des Jahres. Nach vorsichtigen Schätzungen wurden 1988 abzüglich Rückzahlungen früherer Golddarlehen rund 150 t an Gold ausgeliehen. Diese niedrig verzinsten Goldausleihungen gehen zumeist an Minengesellschaften, die das Gold auf dem Kassamarkt verkaufen und die Ausleihungen aus der nachfolgenden Produktion zurückzahlen. Das für diese Ausleihungen verwendete Gold stammt zum großen Teil aus amtlichen Goldbeständen, die sonst ungenutzt blieben. Diese Transaktionen werden in der Regel nicht als eine Verringerung der offiziellen Goldbestände ausgewiesen, da die Notenbanken weiterhin eine Goldforderung haben.

Der Anreiz für Fördergesellschaften, sich Gold zu borgen, liegt in den gegenüber herkömmlichen Krediten niedrigeren Kosten, vorausgesetzt, der Goldpreis steigt während der Laufzeit des Kredits nicht um mehr, als die eingesparten Zinsen ausmachen. Daher ist es auch nicht verwunderlich, daß im vergangenen Jahr die Nachfrage nach diesen Krediten angesichts der ungünstigen Aussichten für den Goldpreis enorm anstieg und die dafür zu zahlenden Zinssätze beträchtlich anzogen. Es hat den Anschein, daß die meisten Endkreditnehmer Anfang Mai 1989 wegen des starken Anstiegs der Interbanksätze für Goldeinlagen keine Festzinsausleihungen mehr erhalten konnten und fast doppelt so hohe Zinsen wie Anfang 1987, nämlich etwa 3%, zahlen mußten. Doch selbst diese etwas höheren Zinskosten lassen noch Raum für einen wesentlichen Anstieg des Goldpreises. Andererseits werden pessimistische Goldpreiserwartungen den Kreditbedarf zur Ausweitung der Förderkapazitäten eher verringern.

Lebhafte industrielle Nachfrage

Die gute Wirtschaftslage in weiten Teilen der Welt hat im vergangenen Jahr zusammen mit fallenden Goldpreisen die industrielle Nachfrage angeregt, so daß diese Schätzungen zufolge um 330 t auf 1 520 t (ohne Wiederverwendung von Bruchgold) anstieg. Die Schmuckindustrie, die alleine ungefähr 80% der industriellen Nachfrage auf sich vereinigt, fragte zusätzliche 350 t nach. Andererseits ging die Verwendung von Gold für die Prägung offizieller Münzen deutlich zurück. Das war nach zwei etwas ungewöhnlichen Jahren – Japan hatte 1986 und 1987 beträchtliche Goldmengen für die Hirohito-Gedenkmünze gekauft – eine Rückkehr zu einem üblicheren Verbrauchsmuster. Darüber hinaus hatte der Kurssturz an den Aktienmärkten im Oktober

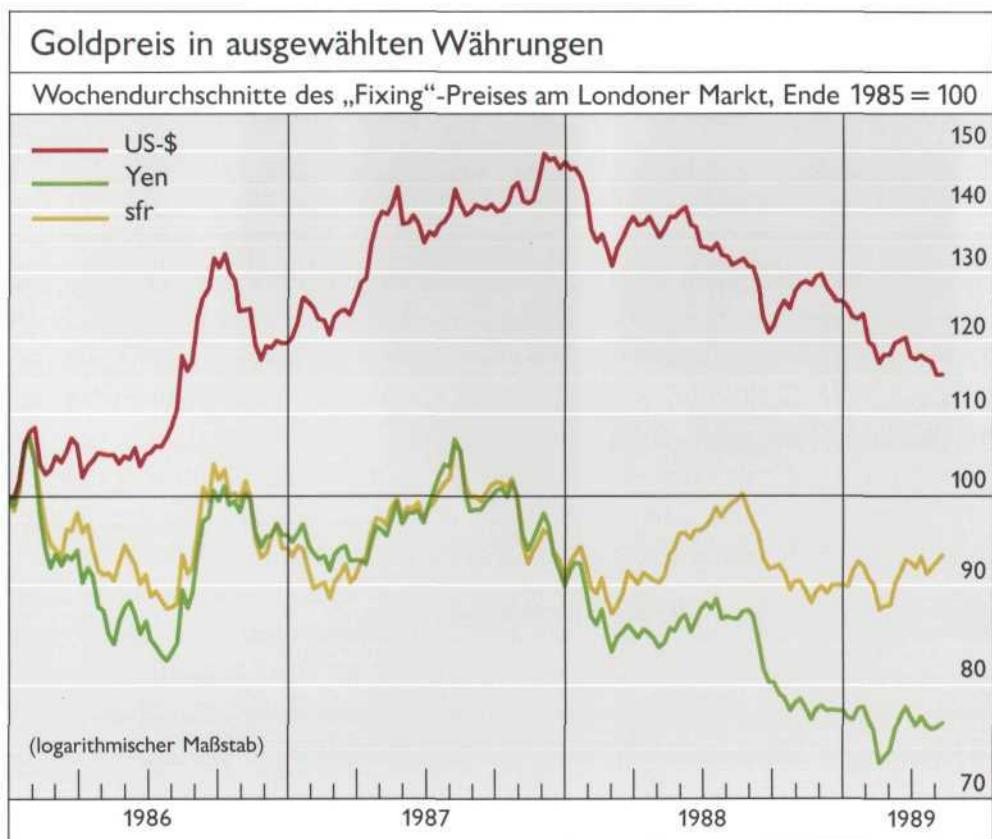
1987 kleine Anleger dazu veranlaßt, Münzen in ungewöhnlich großen Mengen zu kaufen, ohne damit jedoch allgemein das Gewicht zu Anlagen in Gold zu verlagern.

Die Nachfrage nach Gold für Anlagezwecke scheint zwar insgesamt stark zurückgegangen zu sein, doch in einigen Ländern des Fernen Ostens erhöhten sich die privaten Goldanlagen kräftig. So beliefen sich die ausgewiesenen Goldimporte Taiwans für andere Zwecke als zum Anreichern der offiziellen Reservebestände auf ungefähr 170 t, doch wird weithin angenommen, daß die wahre Menge viel größer war. Die japanischen Importe für Anlagezwecke können auf rund 150 t geschätzt werden. Angesichts der Tatsache, daß der Goldpreis in den letzten Jahren in Yen gerechnet erheblich gefallen ist, scheinen die japanischen Privatinvestoren entweder eine langfristige Perspektive einzunehmen oder sich von Überlegungen der Portfoliostruktur leiten zu lassen. Für andere Regionen sind verlässliche Zahlen nicht verfügbar, wo auch zwischen den zwei Verwendungsformen Anlage oder Schmuck nicht immer klar unterschieden werden kann. Es scheint jedoch, daß eine günstige Wirtschaftslage die Goldnachfrage in Südostasien und auf dem indischen Subkontinent verstärkt haben, während andernorts Goldanlagen wohl in beträchtlichem Umfang abgebaut wurden.

Der Goldpreis in Dollar tendierte die meiste Zeit des Jahres 1988 und auch noch Anfang 1989 zur Schwäche. Im Gefolge eines stärkeren Dollars und von Berichten über außergewöhnlich große Goldausleihungen an Minengesellschaften fielen die Notierungen von einem Fünfjahreshoch von über \$ 500 im Dezember 1987 auf \$ 424 zum Februarultimo 1988. Im März 1988

Starker Anstieg der privaten Nachfrage in Fernost

Goldpreis-entwicklung



führten dann Dollarschwäche, die Erwartung höherer Ölpreise und wiederaufkeimende Inflationsängste zu einer vorübergehenden Erholung des Goldpreises, und die Notierungen kletterten – zusammen mit den Preisen anderer Edelmetalle – bis Anfang Juni auf ein Höchstniveau von \$ 465. Während der folgenden Monate glitten die Preise im Schatten eines an Stärke gewinnenden Dollars bis auf ca. \$ 420 zurück und sackten dann in der letzten Septemberwoche, als sinkende Ölpreise die Inflationserwartungen dämpften, auf unter \$ 390 ab. Die nachfolgende Erholungsphase, die zu einem Höchstwert von \$ 430 Anfang Dezember führte und parallel zu einer vorübergehenden Dollarschwäche verlief, stellte sich als kurzlebig heraus, und der Preis fiel Ende Januar 1989 auf unter \$ 400 zurück. Bis Ende April notierte das Gold im Bereich von \$ 380 bis \$ 400, um dann am 22. Mai parallel zu einem kräftigen Kursanstieg des Dollars auf \$ 359, dem niedrigsten Niveau seit 33 Monaten, abzusinken.

In den letzten Jahren hat der Goldpreis tendenziell mehr auf Bewegungen der Wechselkurse als auf irgendeinen anderen makroökonomischen Einflußfaktor reagiert. Daher ist es vielleicht auch nicht überraschend, daß im Berichtszeitraum Phasen der Dollarstärke von fallenden Goldpreisen begleitet waren. Trotzdem ist es bemerkenswert, daß der Goldpreis auf die leichte, aber weitverbreitete Beschleunigung der Inflation im vergangenen Jahr nicht reagiert hat, wo doch der Goldpreis und andere Rohstoffpreise oft als Barometer der Erwartungsbildung angesehen werden und angeblich die Inflation ankündigen oder zumindest mit ihr Hand in Hand auftreten. Vielleicht spiegelt diese Immunität des Goldpreises gegenüber inflationären Anzeichen die Überzeugung der Märkte wider, daß diesmal die Zunahme des Preisdrucks nur vorübergehend ist und es den Behörden gelingen wird, eine ernste Gefahr für die Preisstabilität rechtzeitig abzuwenden. Die Umkehr der Renditenkurven und die relative Stabilität der langfristigen Zinsen im Jahr 1988 lassen dieselbe Deutung zu.

Internationale Liquidität

Zwei Besonderheiten waren 1988 für die internationale Liquiditätsentwicklung charakteristisch. Erstens stiegen die offiziellen Nichtgoldreserven nach der Rekordzunahme im Jahr 1987 in einem bescheidenen Ausmaß weiter an. Zweitens gab es eine merkliche Verschiebung in der Währungszusammensetzung der neu erworbenen Devisenreserven. Die offiziellen Dollarbestände gingen anscheinend zurück, während die auf andere Währungen lautenden Reserveforderungen weiter expandierten.

Im Jahr 1988 stieg der Dollargegenwert der Nichtgoldreserven nur um \$ 10,6 Mrd. oder 1,5% auf \$ 724 Mrd. Im Vergleich dazu hatte das Wachstum im vorangegangenen Jahr mit über 40% den höchsten Wert seit dem Ende des Bretton-Woods-Systems fester Wechselkurse erreicht. Teilweise war jedoch das geringe Wachstum im letzten Jahr das Ergebnis der Dollaraufwertung. Eliminiert man die Wechselkurseffekte, dann erscheint der Rückgang im Wachstum der Nichtgoldreserven von ungefähr 20% im Jahr 1987 auf etwas über 5% im darauffolgenden Jahr weniger dramatisch. In SZR gerechnet belief sich die Ausweitung im vergangenen Jahr auf 7%.

Drastische
Verlangsamung
des Wachstums
der Währungs-
reserven

Veränderung der Weltwährungsreserven

Region und Jahr	Gold		Devisen	Reserve- positio- nen beim IWF	SZR	Offi- zielle ECU	Insge- samt (ohne Gold)
	Millionen Unzen	in Milliarden US-Dollar zu jeweiligen Werten ¹					
Zehnergruppe							
1986	-1,0	46,7	38,4	0,3	2,9	7,9	49,5
1987	-1,4	69,7	93,0	0,2	3,2	21,8	118,2
1988	-1,9	-56,9	19,5	-3,0	0,4	-15,3	1,6
Stand Ende 1988	733,3	300,8	270,3	23,1	21,2	54,6	369,2
Übrige Industrie- länder ²							
1986	-0,8	5,1	6,1	0,2	0,4	-	6,7
1987	-1,9	7,0	27,9	0,6	0,5	5,0	34,0
1988	-4,1	- 7,9	13,0	0,2	-0,1	2,6	15,7
Stand Ende 1988	77,0	31,6	96,7	3,2	2,4	8,4	110,7
Entwicklungsländer							
1986	2,1	8,6	10,0	0,2	0,5		10,7
1987	-0,6	11,5	52,0	0,6	1,1		53,7
1988	6,3	- 6,8	-1,1	-3,8	-1,8		-6,7
Stand Ende 1988	129,2	52,9	228,9	11,8	3,5		244,2
darunter:							
Hauptschuldner- länder ³							
1986	0,7	2,4	-7,3	-	0,3		-7,0
1987	-1,5	2,5	4,0	-0,1	0,9		4,8
1988	0,6	- 2,2	-6,2	-0,6	-1,0		-7,8
Stand Ende 1988	33,3	13,6	27,6	0,1	0,7		28,4
Nahost-Ölexport- länder ⁴							
1986	-0,1	1,4	-6,5	0,1	-		-6,4
1987	-0,1	2,1	3,9	0,6	0,3		4,8
1988	0,1	- 1,7	-3,8	-3,0	-0,3		-7,1
Stand Ende 1988	22,8	9,4	35,1	9,7	1,4		46,2
Insgesamt ²							
1986	0,3	60,4	54,5	0,7	3,8	7,9	66,9
1987	-3,9	88,2	172,9	1,4	4,8	26,8	205,9
1988	0,3	-71,6	31,4	-6,6	-1,5	-12,7	10,6
Stand Ende 1988	939,5	385,3	595,9	38,1	27,1	63,0	724,1

¹ Goldreserven bewertet zu Marktpreisen. ² Ohne osteuropäische Länder. ³ „Baker-Länder“ ohne Jugoslawien. ⁴ Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Oman, Saudi-Arabien und Vereinigte Arabische Emirate.

Die von den Ländern gemeldeten amtlichen Goldbestände nahmen 1988 nur geringfügig zu, doch verringerte der gleichzeitige Rückgang des Goldpreises, der im Laufe des Jahres 16% erreichte, den Marktwert dieser Goldreserven um etwa \$ 72 Mrd.

Der Hauptgrund für die deutliche Verlangsamung im Wachstum der Nichtgoldreserven im vergangenen Jahr war die Umkehr des Wechsel-

Private Kapitalflüsse in die USA
erübrigen
offizielle
Dollarkäufe

kurstrends des Dollars, die durch ein starkes Anschwellen der privaten Kapitalflüsse in die Vereinigten Staaten hervorgerufen wurde. Folglich waren Dollarstützungsoperationen, wie sie 1987 von den Ländern der Zehnergruppe in besonders großem Ausmaß unternommen worden waren, per saldo nicht mehr notwendig. Wenn man die indirekt über den Euromarkt in die Vereinigten Staaten geflossenen offiziellen Mittel mit berücksichtigt, dann wurden 1987 über drei Viertel des \$ 154 Mrd. betragenden US-Leistungsbilanzdefizits durch das Anwachsen der offiziellen Dollarforderungen ausländischer Zentralbanken finanziert. Im Gegensatz dazu haben offenbar 1988 die privaten Nettokapitalzuflüsse das US-Defizit, das sich auf \$ 135 Mrd. verringert hat, zur Gänze finanziert.

Andere Einflußfaktoren des Reservenwachstums

Ein zweiter Grund für die Verlangsamung des Reservenwachstums war der Rückgang des Goldpreises auf dem freien Markt. Das hat nicht nur den Wert des von den Zentralbanken gehaltenen Goldes beeinflußt, sondern auch die auf der Basis eines marktorientierten Goldpreises gegen Gold geschaffene Menge an ECU verringert. Schließlich ging durch die weitere Rückzahlung der vom IWF in den frühen Jahren der internationalen Schuldenkrise gewährten Kredite die Reserveposition der Mitgliedsländer zurück, deren Währungen bei diesen Operationen verwendet wurden.

Es gab aber auch Faktoren, die diesen die internationale Liquidität verringernden Einflüssen entgegenwirkten. Erstens intervenierten die Vereinigten Staaten auf beiden Seiten der Devisenmärkte, aber erwarben netto mehr Devisen, als sie abgaben und füllten dadurch ihre Reservebestände, die sie 1987 verringert hatten, weitgehend wieder auf. Zweitens wurden in einem beträchtlichen Ausmaß Nichtdollarwährungsreserven gebildet, was wiederum in den Ursprungsländern dieser anderen Reservewährungen den Dollarzuwachs erhöhte oder die Dollarverluste verringerte. Drittens erhöhte der im Laufe des Jahres erfolgte Anstieg der kurzfristigen Zinssätze die Zinseinkünfte aus offiziellen Devisenreserven, die oft den Reserven hinzugefügt werden.

Im Jahr 1988 konzentrierten sich die Reservenzuwächse stärker als in den letzten Jahren auf Devisenforderungen. So stiegen die offiziellen Devisenbestände, bereinigt um die im Rahmen von ECU-Swaps verwendeten Dollars, um über \$ 31 Mrd., was dem Dreifachen des Gesamtwachstums der Nichtgoldreserven entsprach. Zu konstanten Dollarkursen gerechnet und einschließlich der im Rahmen von ECU-Swaps verwendeten Dollars betrug die Ausweitung sogar ca. \$ 40 Mrd.

Im Gegensatz dazu gingen die Reservepositionen gegenüber dem IWF um \$ 6,6 Mrd. zurück, wovon \$ 2,3 Mrd. durch Bewertungseffekte bedingt waren. Das Volumen der ausstehenden IWF-Kredite verringerte sich im dritten aufeinanderfolgenden Jahr, da die Rückzahlungen (SZR 6,7 Mrd.) weiterhin die Neuauszahlungen (SZR 3,1 Mrd.) überstiegen. Einige Länder, wie z.B. Argentinien und Brasilien, erhielten 1988 neue Kredite, nachdem sie die in den Jahren 1981–84 erhaltenen zurückgezahlt hatten. Seit 1986 vergibt der IWF auch Strukturanpassungskredite an Mitgliedsländer mit niedrigem Einkommen, die ein mittelfristiges makroökonomisches Strukturanpassungsprogramm durchführen. Im vergangenen Jahr wurden die ersten Auszahlungen (SZR 0,1 Mrd.) im Rahmen der Erweiterten Strukturanpassungsfazilität

Reservenzuwächse auf Devisenforderungen konzentriert

Verringerung der IWF-Kredite

**Veränderung der offiziellen Nichtgoldreserven
in einzelnen Ländern***

Land/Ländergruppe	Stand Ende 1983	Veränderung					Stand Ende 1988
		1984	1985	1986	1987	1988	
		Milliarden US-Dollar					
USA	22,6	1,2	8,3	5,3	-2,7	2,0	36,7
Übrige Länder der Zehnergruppe	156,5	-3,3	14,6	44,2	120,9	- 0,4	332,5
Japan	24,6	1,8	0,3	15,5	38,7	15,8	96,7
Deutschland (BR)	42,6	-2,4	4,1	7,4	26,9	-20,3	58,3
Großbritannien	11,3	-1,9	3,4	5,6	23,3	2,4	44,1
Italien	20,0	0,8	-5,3	4,4	10,2	4,5	34,6
Frankreich	20,6	0,3	5,7	4,8	1,6	- 7,6	25,4
Schweiz	15,0	0,3	2,7	3,8	5,7	- 3,3	24,2
Niederlande	10,2	-0,9	1,5	0,4	4,8	0,0	16,0
Kanada	3,5	-1,0	0,0	0,8	4,0	8,1	15,4
Belgien	4,7	-0,1	0,2	0,7	4,1	- 0,3	9,3
Schweden	4,0	-0,2	2,0	0,8	1,6	0,3	8,5
Übrige Industrieländer	40,3	6,9	7,1	6,7	34,0	15,7	110,7
Spanien	7,4	4,6	-0,8	3,6	15,9	6,4	37,1
Australien	9,0	-1,5	-1,7	1,5	1,5	4,8	13,6
Portugal	0,4	0,1	0,9	0,0	1,9	1,8	5,1
Jugoslawien	1,0	0,2	-0,1	0,4	-0,8	1,6	2,3
Sonstige	22,5	3,5	8,8	1,2	15,5	1,1	52,6
Entwicklungsländer	157,1	13,8	15,6	10,7	53,7	- 6,7	244,2
Taiwan	11,9	3,8	6,9	23,7	30,4	- 2,8	73,9
China	15,0	2,4	-4,6	-1,3	4,9	2,2	18,6
Singapur	9,3	1,1	2,4	0,1	2,3	1,9	17,1
Südkorea	2,4	0,4	0,1	0,4	0,3	8,8	12,4
Brasilien	4,4	7,1	-0,9	-4,8	0,5	0,2	6,5
Thailand	1,6	0,3	0,3	0,6	1,2	2,1	6,1
Mexiko	3,9	3,4	-2,4	0,8	6,8	- 7,2	5,3
Venezuela	7,6	1,3	1,4	-3,8	-0,5	- 2,9	3,1
Sonstige	101,0	-6,0	12,4	-5,0	7,8	- 9,0	101,2
Insgesamt	376,5	18,6	45,6	66,9	205,9	10,6	724,1

* Einschl. ECU-Positionen.

gemacht. Insgesamt wurden 1988 – wie bereits 1987 – Mittel für Strukturanpassungskredite in Höhe von SZR 0,4 Mrd. vergeben. Im vergangenen Jahr verringerte sich auch der Dollarwert der SZR-Reserven der Länder, und zwar um \$ 1,5 Mrd., was jedoch fast zur Gänze auf Bewertungseffekte zurückzuführen war.

Die Verringerung der offiziellen ECU-Bestände um \$ 12,7 Mrd. im abgelaufenen Jahr kann auf zwei Ursachen zurückgeführt werden: einerseits auf die Rückzahlung früherer, vom Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit im Rahmen der sehr kurzfristigen Finanzierungsfazilität gewährter Kredite und andererseits auf das Verfahren der Ausgabe offizieller

Regionale
Verteilung des
Reserven-
wachstums

Beträchtliche
Reservenzugänge
in einigen
Ländern der
Zehnergruppe
durch Reserven-
abflüsse in
anderen weitge-
hend ausgeglichen

Reserverückgang
in gewissen
Gruppen der
Entwicklungs-
länder

ECU-Bestände durch revolvierende Goldswaps. Wie bereits erwähnt, führte der Fall des Goldpreises zu einem Rückgang des Betrags der im Austausch gegen Gold geschaffenen offiziellen ECU.

Im Jahr 1988 ereigneten sich bemerkenswerte Veränderungen in der regionalen Verteilung des Wachstums der Weltwährungsreserven. Die Gesamtreserven der Länder der Zehnergruppe stiegen nur sehr geringfügig, während die übrigen Industrieländer und die Entwicklungsländer ohne Schuldenprobleme, vor allem die in Asien, beträchtliche Zuwächse verzeichneten.

Das Gesamtwachstum der Nichtgoldreserven der Länder der Zehnergruppe belief sich lediglich auf \$ 1,6 Mrd., oder um Wechselkurseffekte bereinigt auf ungefähr \$ 22 Mrd. Beträchtliche Reservenzugänge in einigen Ländern, namentlich Japan, Kanada und Italien, wurden durch Reservenabflüsse in anderen, vor allem Deutschland, Frankreich und der Schweiz, weitgehend ausgeglichen. Kanada, das einzige Land in der Zehnergruppe, dessen Währung gegenüber dem sich festigenden US-Dollar an Wert gewann, konnte seine Devisenreserven – zu laufenden Dollarwerten gerechnet – durch eine Zunahme um \$ 8,1 Mrd. auf \$ 15,4 Mrd. mehr als verdoppeln. Obwohl der Yen und das englische Pfund etwas gegenüber dem Dollar an Wert verloren, werteten sie sich gegenüber den meisten der übrigen Währungen in der Zehnergruppe auf, und die Nichtgoldreserven Japans und Großbritanniens wuchsen um \$ 15,8 bzw. 2,4 Mrd. Auch die italienische Lira festigte sich gegenüber den anderen Währungen im europäischen Wechselkursmechanismus, und Italien vergrößerte seine internationalen Reserven um \$ 4,5 Mrd. Die Währungsreserven der USA erhöhten sich um \$ 2 Mrd., wobei ein Anstieg des Dollarwerts der Devisenreserven um \$ 4,3 Mrd. durch Verringerungen in der Position gegenüber dem IWF und dem Bestand an SZR teilweise aufgehoben wurde. Andererseits setzten die Länder, deren Währungen am stärksten nachgaben, Währungsreserven ein, um einen noch stärkeren Kursverfall zu vermeiden. Im besonderen verzeichneten Deutschland und die Schweiz trotz großer Leistungsbilanzüberschüsse Rückgänge in ihren Reservebeständen um \$ 20,3 bzw. 3,3 Mrd. Frankreich, das beträchtliche Rückzahlungen an den Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit leistete und den Franc gegenüber dem Dollar und den EWS-Währungen stützte, verzeichnete einen Rückgang des Dollarwerts seiner Nichtgoldreserven um \$ 7,6 Mrd.

Die offiziellen Reserven der übrigen Industrieländer stiegen erheblich an, nämlich um \$ 15,7 Mrd. oder über 16%. Die Ursache dafür war vor allem die Ausweitung der internationalen Reservenbestände Spaniens (\$ 6,4 Mrd.), Australiens (\$ 4,8 Mrd.), Portugals (\$ 1,8 Mrd.) und Jugoslawiens (\$ 1,6 Mrd.). Bereinigt man diese Zahlen um die Wechselkurseffekte, dann waren die Zunahmen auch hier wieder bedeutend größer.

Hinter dem Gesamtrückgang der Reserven der Entwicklungsländer von \$ 6,7 Mrd. im Jahr 1988 verbergen sich eine Vielfalt von unterschiedlichen Entwicklungen in den einzelnen Ländergruppen. Erstens verzeichneten die nichtölexportierenden Staaten einen Reservenzuwachs von \$ 5,1 Mrd., während die ölexportierenden Nahoststaaten \$ 7,1 Mrd. oder 13% ihrer Reserven verloren. Aber selbst innerhalb der Gruppe der nichtölexportierenden Entwicklungsländer gab es weitreichende Unterschiede. Die Länder mittleren

Einkommens, die Probleme mit der Bedienung ihrer Schulden haben, verringerten ihre Reserven, um Importe zu finanzieren, Zinsen zu bezahlen und Schulden umzuwandeln. Die internationalen Aktiva der vierzehn am stärksten verschuldeten Länder (ohne Jugoslawien) fielen um \$ 7,8 Mrd. oder mehr als 20%, wobei Mexiko und Venezuela die stärksten Rückgänge verbuchten (\$ 7,2 bzw. 2,9 Mrd.). Andererseits erhöhten die asiatischen Entwicklungsländer, allen voran Südkorea (\$ 8,8 Mrd.), China (\$ 2,2 Mrd.) und Thailand (\$ 2,1 Mrd.) ihre Bestände an Nichtgoldreserven beträchtlich.

Was die Aufschlüsselung der zusätzlichen Reserven nach einzelnen Währungen betrifft, so war das Jahr 1988 von einer deutlichen Verlagerung vom Dollar zu anderen Währungen geprägt. Doch kann das genaue Ausmaß dieser Bewegung nicht bestimmt werden. In konstanten Dollars ausgedrückt expandierten die statistisch erfaßten Nichtdollardevisenreserven im vergangenen Jahr um \$ 54 Mrd. oder beinahe ein Drittel, wovon \$ 48 Mrd. nicht auf die USA entfielen. Da die gesamten Devisenreserven dieser Länder (ohne USA) dem Vernehmen nach nur um ca. \$ 35 Mrd. angewachsen sind, müßten ihre Dollarreserven im letzten Jahr um ungefähr \$ 10 Mrd. gefallen sein.

Tatsächlich wurden die statistisch erfaßten Dollareinlagen von Währungsbehörden bei Banken des Euromarktes, die 1987 um \$ 22 Mrd. zugenommen hatten, um \$ 9 Mrd. verringert. Andererseits war jedoch der Anstieg in den erfaßten Beständen an offiziellen Dollarforderungen in den USA, wie er in der US-Zahlungsbilanz für 1988 ausgewiesen wird, mit \$ 39 Mrd. fast so hoch wie jener von 1987 (\$ 45 Mrd.). Dies könnte darauf hindeuten, daß die offiziellen Dollarbestände im letzten Jahr erneut kräftig gestiegen sind. Aber die US-Zahlungsbilanzdaten erlauben eine solche Schlußfolgerung nicht. Sie erfassen nur die offiziellen Guthaben, die direkt in den USA angelegt wurden. Doch es scheint, daß 1987 sehr große nicht erfaßte offizielle Mittel über Banken und Wertpapierhäuser im Ausland in die Vereinigten Staaten geflossen sind und daß sich diese Zuflüsse 1988 weitgehend wieder umkehrten. Das scheint auch der Hauptgrund für die massive Umkehr – um \$ 105 Mrd. – des nicht aufteilbaren Postens von +\$ 61,3 Mrd. im Jahr 1987 auf -\$ 43,4 Mrd. im Jahr 1988 in der gegenüberstehenden Tabelle zu sein. Ein zweiter Grund für die starke Verringerung dieser Position im Jahr 1988 dürften statistisch nicht erfaßte Auflösungen von offiziellen Einlagen auf dem Euromarkt und offizielle Verkäufe von Eurodollarwertpapieren gewesen sein. Eine denkbare dritte Erklärung – nicht erfaßte Abzüge von Nichtdollarreserven – erscheint angesichts des im letzten Jahr generell starken Aufbaus solcher Nichtdollarbestände weniger wahrscheinlich.

DM-Guthaben, zu konstantem Dollarkurs bewertet, machten alleine über die Hälfte der sich auf \$ 54 Mrd. belaufenden realen Ausweitung der offiziellen Nichtdollardevisenreserven aus. Die erfaßte reale Expansion der offiziellen Yen-Forderungen war mit \$ 4,8 Mrd. nicht viel größer als die der Aktiva in französischen Franc (\$ 4,5 Mrd.), doch dürfte diese Zahl den wahren Zuwachs zu gering wiedergeben. Das starke Ansteigen der DM-Reserven war nur teilweise das Ergebnis von Stützungskäufen durch die Vereinigten Staaten und EWS-Mitgliedsländer; es spiegelt auch das Bestreben anderer Länder wider, ihre Devisenreserven zu diversifizieren.

Veränderung
in der Währungs-
zusammen-
setzung des
Devisenreser-
venwachstums

Rückgang der
offiziellen
Dollarbestände

Starke Aus-
weitung
offizieller
DM-Guthaben

Für das erste Quartal 1989 liegen globale Reservedaten noch nicht vor. Die Nichtgoldreserven der Länder der Zehnergruppe nahmen geringfügig ab, nämlich um \$ 2,5 Mrd. Dieser Rückgang war mehr als zur Gänze weiteren Kursgewinnen des US-Dollars zuzuschreiben, die den Dollarwert von auf andere Währungen lautenden Reserven um rund \$ 9,5 Mrd. verminderten und auch eine Abnahme des Dollarwerts der von den Zehnergruppenländern gehaltenen offiziellen ECU-Forderungen und Sonderziehungsrechten sowie von deren Reservepositionen gegenüber dem IWF nach sich zogen. Bei den Devisenreserven wogen jedoch Volumenszuwächse die negativen Wechselkurseffekte mehr als auf. Per saldo war beim Dollarwert der Devisenreserven der Zehnergruppe ein Anstieg um \$ 4,3 Mrd. zu verzeichnen. Allein der Dollarwert der Devisenreserven der USA erhöhte sich als Folge massiver US-Interventionskäufe von anderen Währungen gegen Dollar um \$ 2,9 Mrd. Amtliche Dollarverkäufe schlügen sich auch in Abnahmen der Devisenreserven der Schweiz, Großbritanniens und Deutschlands im Ausmaß von \$ 2,2, 1,6 bzw. 1,4 Mrd. nieder. Die Devisenreserven Japans erhöhten sich demgegenüber durch Zinseinnahmen um \$ 2,3 Mrd. Im Zusammenhang mit dem Geschehen im EWS verzeichneten Italien (\$ 3 Mrd.) und Frankreich (\$ 0,8 Mrd.) substantielle Devisenreservenzuwächse. Das Anwachsen der belgischen Devisenreserven um \$ 1,3 Mrd. beruhte im wesentlichen auf dem Verkauf von Währungsgold (s. auf S. 208).

Während der letzten Jahre unterlag das Verhältnis zwischen der Ausweitung der internationalen Liquidität und dem Wachstum des Welthandels

Leistungsbilanzsaldo der USA und Veränderung der Devisenreserven (Schätzung; ohne Bewertungseffekte ¹)					
Position	1984	1985	1986	1987	1988
	Milliarden US-Dollar				
Leistungsbilanzdefizit der USA	107,1	115,1	138,3	154,0	135,3
Veränderung der Nichtgoldreserven der USA	1,2	8,3	5,4	-2,7	2,0
darunter:					
Devisenreserven	1,1	4,5	1,1	-8,6	5,6
Veränderung der Devisenreserven der Länder außerhalb der USA ²	32,0	11,7	31,4	166,9	34,7
davon:					
in den USA gehaltene erfaßte Reserven ³	2,4	-2,0	33,5	45,0	39,0
außerhalb der USA gehaltene Dollarreserven ⁴	9,8	-4,7	-1,2	21,9	-8,9
Nichtdollarreserven ⁵	16,1	2,3	-15,0	38,7	48,0
Nicht aufteilbar ⁶	3,7	16,1	14,1	61,3	-43,4

¹ Veränderungen berechnet zu konstanten Wechselkursen (Periodenendstände). ² Einschl. der Dollar/ECU-Swaps der EWS-Mitgliedsländer. ³ Wie in der US-Zahlungsbilanzstatistik ausgewiesen. ⁴ Einlagen von Währungsbehörden bei an die BIZ berichtenden Eurobanken; einschl. aller Einlagen Chinas bei diesen Banken. ⁵ Nach Schätzungen aus Quellen des IWF und der BIZ. ⁶ Gesamtzunahme der Nicht-US-Devisenreserven abzüglich der Zunahme der Nichtdollardevisenreserven aller Länder (ohne USA) abzüglich der Zunahme ihrer außerhalb der USA gehaltenen Dollarreserven abzüglich der Zunahme ihrer in den USA gehaltenen Dollarreserven (wie in der US-Zahlungsbilanzstatistik ausgewiesen).

starken Schwankungen. Im Jahr 1987 stellte die Zunahme der Gesamtreserven um 40% das Wachstum der Gesamtexporte und -importe weit in den Schatten. Im Jahr 1988 verlief die Entwicklung umgekehrt: Das relative Wachstum der Weltwährungsreserven betrug nur ein Geringes der gleichzeitigen 14prozentigen Ausweitung des in Dollar gerechneten Welthandels. Welche Bedeutung kann nun solchen starken Schwankungen des Reservenwachstums beigemessen werden? Es würde beträchtlichen Mut erfordern, daraus weitreichende Schlußfolgerungen zu ziehen. Das Wachstum der Gesamtreserven ist mehr ein Nebenprodukt nationaler Entscheidungen bezüglich Zinssätze, Wechselkurse und allgemeiner Wirtschaftspolitik als das Resultat expliziter Reservestrategien. Für die Länder, die den Löwenanteil des Welthandels ausmachen, ist die Angemessenheit der Reserven kein Thema. Deren Kreditwürdigkeit stellt sicher, daß sie bei Bedarf liquide Mittel auf den internationalen Finanzmärkten aufnehmen können. Es ist keine Frage, daß eine beträchtliche Zahl der Entwicklungsländer unter unzureichenden Reserven leidet, die deren Möglichkeiten, Schuldenreduzierungsprogramme in Angriff zu nehmen, beschränken oder sie zu suboptimalem wirtschaftspolitischen Handeln zwingen können. Aber selbst in diesen Ländern ist die Unangemessenheit der Reserven mehr ein Symptom tieferliegender Probleme als eine fundamentale eigenständige Ursache derselben.

Eingeschränkte makro-ökonomische Bedeutung starker Schwankungen im Reservenwachstum

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 setzte seine regelmäßige Beobachtung des Geschehens auf den internationalen Kredit- und Kapitalmärkten fort. Insbesondere diskutierte er Fragen im Zusammenhang mit der internationalen Schuldensituation und die jüngsten Entwicklungen an den Offshore-Finanzplätzen. Überdies untersuchte eine vom Ausschuß eingesetzte Arbeitsgruppe Fragen des Bank- und Finanzwesens, die sich im Zusammenhang mit der Schaffung eines europäischen Finanzraums ergeben. 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. Die im Dezember 1987 mit der Bitte um Stellungnahme versandten Vorschläge zur Eigenkapitalausstattung wurden im Juli 1988 mit Billigung der Zentralbankpräsidenten in endgültiger Form unter dem Titel „Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen“ veröffentlicht. Seither sind die dem Ausschuß angehörenden Länder dabei, ihre eigenen bankaufsichtlichen Systeme diesen Standards anzupassen. In vielen Ländern, einschließlich

jener der Europäischen Gemeinschaft, werden diese Anforderungen für alle Kreditinstitute gelten. Im Oktober wurden diese Standards auf der 5. Internationalen Konferenz der Bankaufsichtsbehörden in Tokio den rund hundert vertretenen Ländern empfohlen, und viele andere Länder mit bedeutenden internationalen Banken äußerten seither den Wunsch, ihre eigenen bankaufsichtlichen Systeme mit den neuen Standards, die nun weltweit anerkannt sind, in Einklang zu bringen. Inzwischen beschäftigt sich der Ausschuß mit Fragen der bankaufsichtlichen Behandlung von Wechselkurs-, Zins- und gewissen anderen Positionsrisiken. Im Januar 1989 willigte der Ausschuß in die Veröffentlichung einer Grundsatzzerklärung seiner Mitglieder über die Verhütung des Mißbrauchs des Bankensystems ein, die weltweit den Banken zuging.

Die Expertengruppe für Zahlungsverkehrssysteme setzte ihren regelmäßigen Informationsaustausch über Entwicklungen in den Ländern der Zehnergruppe fort. Sie stellte überdies die dritte Auflage ihres Buchs „Payment Systems in Eleven Developed Countries“ fertig, die gegenüber früher stark erweiterte statistische Angaben enthält. Ferner führte sie eine genaue Untersuchung der verschiedenen Arten von Netting-Systemen für grenzüberschreitende Finanzgeschäfte durch; diese Untersuchung, die im Februar 1989 veröffentlicht wurde, ist ein erster Versuch zu beurteilen, wie weit bestehende oder geplante Netting-Vereinbarungen zur Effizienz der internationalen Finanzmärkte und Zahlungssysteme beitragen und welchen Einfluß sie auf das Kredit- und das Liquiditätsrisiko haben können.

Der Ausschuß der EDV-Fachleute beschäftigte sich in seinen regelmäßigen Sitzungen besonders mit Sicherheitsfragen und den Vorarbeiten für eine Untersuchung der Änderungen, die in den Zentralbanken durch die Einführung des Personal Computers als tägliches Arbeitsinstrument eintreten – insbesondere was die Arbeitsorganisation, die Verteilung der Verantwortlichkeiten und die Gesamtkontrolle betrifft. Überdies hielt die Gruppe eine Reihe von Sondersitzungen zu Fragen im Zusammenhang mit der Qualität der Datenverarbeitung in den Zentralbanken ab.

Die Expertengruppe für Fragen monetärer und ökonomischer Datenbanken richtete ihre Aufmerksamkeit vornehmlich auf die Weiterentwicklung der Datenbank für die Zentralbanken der Zehnergruppe und die BIZ. Die beteiligten Institute trafen zusätzliche Vorkehrungen, um die Aktualität ihrer Meldungen an die Datenbank zu verbessern, und in der BIZ begann man mit Vorbereitungen für eine schrittweise Erhöhung der Anzahl der Datenreihen, um den Bedürfnissen der Volkswirte und Statistiker der Gruppe zu entsprechen. Um mit den technologischen Fortschritten in den Zentralbanken Schritt zu halten, wurde eine Reihe von Maßnahmen ergriffen, um die Telekommunikationseinrichtung in der BIZ, die die Computerverbindungen zur eigenen Datenbank ergänzt, zu modernisieren.

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 Sitzun-

gen der Zentralbankpräsidenten systematisch vorbereitet; eine Gruppe von Spezialisten für Angelegenheiten betreffend die Devisenmärkte und die Interventionspolitik auf diesen Märkten; und eine Gruppe, die beauftragt ist, die von den Mitgliedsländern verfolgte Geldpolitik, ihre Koordinierung und die Auswirkungen von Entwicklungen bei den öffentlichen Finanzen periodisch zu untersuchen.

Im Geschäftsjahr 1988/89 galt ein Großteil der Tätigkeit des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten – und demzufolge seiner Unterausschüsse und Expertengruppen – der Funktionsfähigkeit des EWS und der geldpolitischen Koordination. Der Ausschuß hat das verbesserte Verfahren zur gemeinsamen Beobachtung der kurzfristigen Wirtschafts- und Währungsentwicklung und -politik gemäß der Übereinkunft von Basel/Nyborg¹ eingeführt; dieses Verfahren soll dazu dienen, zu einer gemeinsamen Beurteilung der gegebenen wirtschaftlichen Lage und geeigneter Gegenmaßnahmen im Rahmen der Wechselkurs-, Interventions- und Zinspolitik zu gelangen. Diese gemeinsame Beobachtung (die sich im wesentlichen auf die kurzfristigen Aspekte konzentriert) ist durch vertiefte Analysen der Formulierung und Durchführung der Geldpolitik in der Gemeinschaft ergänzt worden. Ziel dieser Analysen ist es, ein gemeinsames Konzept zu finden, das dazu beitragen kann, die Preis- und Zahlungsbilanzdisparitäten zwischen den Ländern der Gemeinschaft zu vermindern.

Dem Verwaltungsrat des EFWZ gingen von der Schweizerischen Nationalbank und der Zentralbank von Malta Gesuche um Verleihung des Status eines Sonstigen Halters offizieller ECU zu; beide wurden vom Verwaltungsrat des EFWZ in der Sitzung vom Februar bzw. März 1989 positiv beschieden. Mit der Designierung dieser beiden Zentralbanken gibt es nun drei Sonstige Halter offizieller ECU; die BIZ hat diesen Status im Januar 1986 erhalten.

Der Ausschuß zur Prüfung der Wirtschafts- und Währungsunion in der Europäischen Gemeinschaft hielt zwischen Juli 1988 und April 1989 seine Sitzungen mit einer Ausnahme in der Bank ab. Der im Juni 1988 vom Europäischen Rat eingesetzte Ausschuß tagte unter dem Vorsitz von Herrn Jacques Delors, dem Präsidenten der Kommission der Europäischen Gemeinschaft, und zu seinen siebzehn Mitgliedern zählten auch die Präsidenten aller EG-Zentralbanken (die als Privatpersonen mitwirkten) und fünf weitere Personen, darunter der Generaldirektor der BIZ. Eine kurze Zusammenfassung des von diesem Ausschuß verfaßten Berichts wird in Kapitel VII gegeben.

2. Die Bank als Agent und Treuhänder

Im vergangenen Geschäftsjahr nahm die Bank weiterhin Aufgaben als Agent im Zusammenhang mit internationalen Zahlungsausgleichsfunktionen wahr.

a) Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit

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.² Diese Funktionen stehen einerseits mit den

¹ Eine Beschreibung des Inhalts dieser Übereinkunft ist im 58. Jahresbericht auf den Seiten 219/220 enthalten. ² Eine Beschreibung der Struktur und Aufgaben des Fonds wurde im 54. Jahresbericht auf den Seiten 179–181 gegeben.

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 1988 bis 31. März 1989 gaben die von den EWS-Zentralbanken in Währungen anderer Partnerländer durchgeführten Interventionen zu keinen über den EFWZ verbuchten Finanzierungs- und Saldenausgleichstransaktionen Anlaß.

Das vom EFWZ über vierteljährliche Swapgeschäfte mit jeder EG-Zentralbank ausgegebene ECU-Volumen sank von ECU 54,6 Mrd. am 1. April 1988 auf ECU 52,7 Mrd. am 31. März 1989. Diese Abnahme um fast ECU 2 Mrd. gegenüber dem Vorjahr war hauptsächlich dem Rückgang des in ECU ausgedrückten Goldpreises zuzuschreiben, während die geringeren US-Dollar-Einbringungen der EG-Zentralbanken durch das Ansteigen des Wechselkurses des US-Dollars gegenüber der ECU fast vollständig ausgeglichen wurden. Das Luxemburgische Währungsinstitut nimmt seit Januar 1989 am Mechanismus zur Schaffung von ECU teil.

Die Überweisungen zwischen den ECU-Reservekonten der EG-Zentralbanken beliefen sich im Berichtszeitraum auf insgesamt rund ECU 0,6 Mrd. Sie betrafen hauptsächlich den ECU-Rückkauf einer Zentralbank, die ihre ECU-Nettoschuldnerposition glattstellen wollte; die übrigen ECU-Überweisungen bestanden aus Zinszahlungen auf ECU-Nettopositionen.

Was die Anleihe- und Darlehenstransaktionen der Gemeinschaft im Rahmen der Verordnung (EWG) Nr. 1969/88 des Rats* betrifft (Einzelheiten s. 56. und 57. Jahresbericht, S. 188 bzw. 196), so nahm der Agent im Berichtszeitraum weiterhin von den Schuldern – 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 durch im Zusammenhang mit der vollständigen Rückzahlung der Gemeinschaftsanleihe über US-\$ 240 Mio. – Inhaber-Notes 1985–88 zu 9 1/4% p.a. – zum Endfälligkeitzeitpunkt am 29. August 1988 und des entsprechenden Frankreich gewährten Kredits.

Die folgende Tabelle gibt eine Übersicht über die per 31. März 1989 ausstehenden Gemeinschaftsdarlehen.

Ausstehende Gemeinschaftsdarlehen per 31. März 1989					
Schuldnerland	US-Dollar	D-Mark	Schweizer Franken	Yen	ECU
	Millionen				
Frankreich	350				70
Griechenland	400	830	227	25000	700
Zusammen	750	830	227	25000	770

* Diese Verordnung ersetzt mit Wirkung vom 24. Juni 1988 die Verordnung (EWG) Nr. 682/81 vom 16. März 1981, die bis dahin die rechtliche Grundlage der Tätigkeit des EFWZ im Zusammenhang mit den Anleihe- und Darlehenstransaktionen der Gemeinschaft gebildet hatte.

b) 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 vom 30. April 1987 aus.*

Seit Mai 1987 stand das System neuen Mitgliedsbanken der EBA offen; ihnen wurde nach Einreichung eines förmlichen Gesuchs vom Verband der Status einer Clearingbank verliehen. Die neuen Banken traten ab Juli 1987 dem System bei, bis März 1988 im Durchschnitt etwa drei pro Monat; weitere drei Banken kamen im November 1988 hinzu, so daß am 31. März 1989 dreiunddreißig Banken am System teilnahmen, verglichen mit sieben zu Beginn im Jahr 1986.

3. Finanzhilfe für Zentralbanken

Neben ihren normalen Bankgeschäften war die Bank im Berichtsjahr an drei öffentlich bekanntgegebenen Überbrückungskrediten beteiligt:

a) Im Juni 1988 beteiligte sich die BIZ an einer Überbrückungsfazilität über US-\$ 250 Mio. zugunsten der Jugoslawischen Nationalbank. Der Anteil der BIZ an der Fazilität belief sich auf US-\$ 200 Mio. und war durch eine Garantie von elf Mitgliedszentralbanken abgesichert; den Restbetrag von US-\$ 50 Mio. stellte die US-Regierung im Rahmen einer parallelen Vereinbarung bereit. Die Fazilität wurde per Ende November 1988 fällig.

Bei der Bereitstellung dieser Fazilität wurden Finanzierungen berücksichtigt, die im Rahmen eines Standby-Kredits des IWF und eines Strukturanpassungsdarlehens der Weltbank verfügbar sein sollten.

Der gesamte Betrag der Fazilität wurde am 15. Juni 1988 beansprucht. Ein erster Rückzahlungsbetrag ging Anfang Juli ein; der Rest wurde Ende September zurückgezahlt, und die Fazilität wurde auf Verlangen der Jugoslawischen Nationalbank zwei Monate vor dem ursprünglichen Fälligkeitsdatum geschlossen.

b) Im Juli 1988 wurden der Banco Central do Brasil kurzfristige Kreditfazilitäten im Gesamtbetrag von US-\$ 500 Mio. eingeräumt, um die Überbrückungsfinanzierung für erwartete Ziehungen im Rahmen eines Standby-Arrangements mit dem IWF sicherzustellen. Die Mittel wurden von der BIZ und der Regierung der USA zu gleichen Teilen – je US-\$ 250 Mio. – zur Verfügung gestellt; die BIZ-Fazilität war von zehn Mitgliedszentralbanken garantiert.

Am 29. Juli 1988 wurde ein Betrag von US-\$ 465 Mio. zu gleichen Teilen auf die BIZ- und die US-Fazilität gezogen und am 26. August 1988 vollständig zurückgezahlt. Keine der beiden Fazilitäten wurde nochmals beansprucht; sie liefen am 30. Dezember 1988 aus.

* Eine Beschreibung der Struktur und Funktionsweise des Verrechnungssystems wurde im 56. Jahresbericht auf den Seiten 189/190 gegeben.

c) Im Oktober 1988 wurde der Banco Central de la República Argentina eine kurzfristige Kreditlinie im Betrag von US-\$ 500 Mio. eingeräumt; davon stellten die BIZ (mit der Garantie von zehn Mitgliedszentralbanken) US-\$ 190,5 Mio., die US-Regierung US-\$ 265 Mio. und die deutsche Kreditanstalt für Wiederaufbau US-\$ 44,5 Mio. zur Verfügung. Diese Überbrückungsfinanzierung sollte in mehreren Tranchen verfügbar gemacht werden, um einen Betrag von US-\$ 500 Mio. vorzufinanzieren, der im Rahmen von zwei Sektoranpassungsdarlehen der Weltbank in Teilbeträgen bis spätestens 28. Februar 1989 ausgezahlt werden sollte. Die erste Tranche der Überbrückungskredite, in Höhe von US-\$ 150 Mio., wurde am 22. November 1988 ausgezahlt. Die Rückzahlung begann am folgenden Tag in Verbindung mit der ersten Auszahlung der Weltbank. Die übrigen Tranchen wurden nicht beansprucht, und die Fazilitäten liefen am 28. Februar 1989 aus, nachdem die beanspruchten Mittel vollständig zurückgezahlt worden waren.

4. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank vom 31. März 1989 stehen, mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen, am Ende dieses Berichts. Beide sind in Goldfranken* erstellt.

Am Ende des Geschäftsjahrs 1988/89 (31. März 1989) betrug die Bilanzsumme GFr. 42 233 811 401 gegenüber einer Vorjahressumme von GFr. 38 150 580 292. Der Zuwachs belief sich somit auf GFr. 4 083 231 109 oder 11%; er wäre jedoch beträchtlich höher gewesen, wenn nicht der Goldfrankenwert der anderen Währungen als dem US-Dollar zurückgegangen wäre. Der Anstieg der Bilanzsumme der Bank ist daher ausschließlich auf eine weitere Zunahme der Mittel – meist in Währungen, aber auch in Gold – zurückzuführen. Aufgrund dieser Zunahme ist die Bilanzsumme vom 31. März 1989 die höchste, die jemals am Ende eines Geschäftsjahres verzeichnet wurde.

BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf Geschäftsjahren			
Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Bilanzsumme	Veränderung gegen Vorjahr	
	Millionen Goldfranken	Prozent	
1985	22 852	+ 1 576	+ 7
1986	26 558	+ 3 706	+ 16
1987	29 944	+ 3 386	+ 13
1988	38 151	+ 8 207	+ 27
1989	42 234	+ 4 083	+ 11

* 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.

In der Bilanz sind nicht enthalten:

- die für Zentralbanken und andere Einleger verwahrten Wechsel und sonstigen Wertpapiere;
- Buchungsvorgänge, die sich, wie oben in Abschnitt 2 beschrieben, aus der Tätigkeit der Bank als Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit ergeben;
- das für Rechnung von verschiedenen Einlegern verwahrte Gold. Am 31. März 1989 belief sich dieser Posten umgerechnet auf GFr. 1 238 Mio. und war damit etwas höher als im Vorjahr (GFr. 1 225 Mio.).

Passiva (Mittelaufkommen)

BIZ: Struktur der Passiva in den letzten fünf Geschäftsjahren (nach Verwendung des Reingewinns aus dem Geschäftsjahr gemäß Vorschlag an die ordentliche Generalversammlung)				
Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Eingezahltes Kapital, Reserven	Fremdmittel	Sonstige Passiva	Bilanzsumme
	Millionen Goldfranken			
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
1989	1 404	39 875	955	42 234

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. 24,5 Mio. aus dem Reingewinn von 1988/89 (gemäß Artikel 51(3) der Statuten) GFr. 600 816 157 verglichen mit vorher GFr. 576,3 Mio.

3. Besonderer Dividenden-Reservefonds

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 4 Mio. aus dem Reingewinn von 1988/89 (gemäß Artikel 51(4) der Statuten) GFr. 35 530 055 verglichen mit vorher GFr. 31,5 Mio.

4. Freier Reservefonds

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 40,5 Mio. aus dem Reingewinn von 1988/89 GFr. 442 066 872 verglichen mit vorher GFr. 401,5 Mio.

Nach der Verwendung des Reingewinns von 1988/89 betragen die gesamten Reserven der Bank somit GFr. 1108 483 397 verglichen mit vorher GFr. 1 039,5 Mio. (Erhöhung: GFr. 69 Mio.).

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	
	1988	1989		
	Millionen Goldfranken			
Einlagen von Zentralbanken	34 507	38 385	+ 3 878	
Einlagen von anderen Einlegern	1 151	1 490	+ 339	
Zusammen	35 658	39 875	+ 4 217	

Das Mittelaufkommen beruht größtenteils auf einer weiteren Erhöhung (+11,2%) der „Einlagen von Zentralbanken“; es sei angemerkt, daß dieser Posten im Geschäftsjahr 1987/88 noch stärker angestiegen war (+31,6%).

Nachdem die Einlagen von „anderen Einlegern“ im vorangegangenen Geschäftsjahr abgenommen hatten, nahmen sie nun ebenfalls zu, worin sich neue Einlagen verschiedener internationaler Organisationen niederschlagen.

Der Anteil der „Einlagen von Zentralbanken“ an den gesamten Fremd-

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
	1988	1989		1988	1989		1988	1989	
	Millionen Goldfranken								
Auf Sicht	4 466	4 654	+188	2 240	2 885	+ 645	6 706	7 539	+ 833
Bis zu 3 Monaten	8	21	+ 13	27 125	30 523	+3 398	27 133	30 544	+ 3 411
Mehr als 3 Monate	—	—	—	1 819	1 792	— 27	1 819	1 792	— 27
Zusammen	4 474	4 675	+201	31 184	35 200	+4 016	35 658	39 875	+4 217

mitteln betrug 96,3%, jener der „anderen Einleger“ nur 3,7%. Am 31. März 1988 hatten die entsprechenden Anteile 96,8% bzw. 3,2% betragen.

Sowohl die in Gold als auch die in Währungen verfügbaren Fremdmittel erhöhten sich im abgelaufenen Geschäftsjahr. Bei einer Analyse der verschiedenen Kategorien zeigt sich, daß beim Gold vor allem die Sichteinlagen zunahmen, bei den Währungseinlagen hingegen die Einlagen mit einer Restlaufzeit von bis zu drei Monaten den ausgeprägtesten Anstieg aufwiesen.

Der Anteil der Goldeinlagen an den gesamten Fremdmitteln ging von 12,5% am 31. März 1988 auf 11,7% zurück, während sich der Anteil der Währungseinlagen von 87,5% auf 88,3% erhöhte.

Eine Aufschlüsselung der gesamten Einlagen nach Laufzeit ergibt, daß der Anteil der Sichteinlagen 18,9% (Vorjahr: 18,8%), jener der Einlagen mit einer Laufzeit von bis zu drei Monaten 76,6% (Vorjahr: 76,1%) und der Anteil der Einlagen mit einer Laufzeit von mehr als drei Monaten nur 4,5% (Vorjahr: 5,1%) betrug. Das Ergebnis war eine leichte Verkürzung des Laufzeitenprofils der Einlagen.

a) *Goldeinlagen* GFr. 4 674 850 242

verglichen mit GFr. 4 474 Mio. ein Jahr zuvor, was einer Zunahme von GFr. 201 Mio. entspricht, die hauptsächlich einer Erhöhung der Sichteinlagen in Gold zuzuschreiben war.

b) *Währungseinlagen* GFr. 35 199 968 115

verglichen mit GFr. 31 184 Mio. ein Jahr zuvor. Der Anstieg um GFr. 4 016 Mio. – oder 12,9% – entspricht weitgehend der Zunahme der Einlagen in D-Mark und US-Dollar; er entfiel gänzlich auf Sichteinlagen und Einlagen mit Laufzeit von bis zu drei Monaten, während die Einlagen mit einer längeren Laufzeit geringfügig abnahmen.

C. Sonstige Verbindlichkeiten

a) *Vorsorgesystem des Personals* GFr. 106 004 887

verglichen mit GFr. 116 Mio. ein Jahr zuvor. Der in diesem Posten, der die Verpflichtung der Bank aus dem Pensionssystem des Personals darstellt, enthaltene Betrag in Schweizer Franken wurde während des Geschäftsjahrs erhöht. Der Goldfrankengegenwert ging jedoch aufgrund von Wechselkursveränderungen zurück.

b) *Verschiedenes* GFr. 822 916 020

verglichen mit GFr. 1 011 Mio. ein Jahr zuvor.

In der Abnahme dieses Postens schlägt sich der Rückgang des Goldfrankengegenwerts der auf andere Währungen als den US-Dollar lautenden Bestandteile nieder.

c) *Dividende, zahlbar am 1. Juli 1989* GFr. 25 885 615

Es wird vorgeschlagen, diesen Betrag dem Reingewinn 1988/89 zur Zahlung der Dividende von SFr. 175 je Aktie zu entnehmen (gleiche Dividende wie im Vorjahr, als dem Reingewinn für den gleichen Zweck GFr. 30,9 Mio. entnommen

worden waren); der Rückgang um GFr. 5 Mio. beruht ausschließlich auf der Werteinbuße des Schweizer Frankens gegenüber dem Goldfranken.

Die Gewinn- und Verlustrechnung für das Geschäftsjahr 1988/89 (vor Gewinnverwendung) weist einen Reingewinn von GFr. 94 885 615 aus. Die detaillierten Vorschläge zur Verwendung des Reingewinns gemäß Artikel 51 der Statuten sind im Abschnitt 5 dieses Kapitels enthalten.

Aktiva (Mittelverwendung)

In der folgenden Tabelle sind die wichtigsten Aktiva nach Sachkategorien zusammengestellt.

BIZ: Aktiva (Sachkategorien)					
Aktiva	Ende des Geschäftsjahres am 31. März			Veränderung	
	1988		1989		
	Millionen Goldfranken				
Kassenmittel					
Gold	4981		5 175	+ 194	
Währungen	15	4996	15	5 190	- + 194
Schatzwechsel		1952		2057	+ 105
Terminguthaben und Kredite					
Gold	145		210	+ 65	
Währungen	26 888	27 033	29 824	+2 936	+ 3 001
Staats- und andere Wertpapiere		4 165		4 938	+ 773
Verschiedenes		5		15	+ 10
Zusammen					
Gold	5 126		5 385	+ 259	
Währungen	33 025	38 151	36 849	+3 824	+ 4 083

a) *Gold* GFr. 5 175 422 171

verglichen mit GFr. 4 981 Mio. am 31. März 1988. Im Anstieg um GFr. 194 Mio. zeigt sich die Differenz zwischen dem Neuzugang von Einlagen der Zentralbanken und der Zunahme der Goldanlagen am Markt.

b) *Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken* GFr. 14 942 077

praktisch unverändert gegenüber dem Vorjahr.

c) *Schatzwechsel* GFr. 2 056 603 526

verglichen mit GFr. 1 952 Mio. am 31. März 1988.

Dieses Portefeuille nahm im Geschäftsjahr 1988/89 geringfügig zu; seine Zusammensetzung änderte sich infolge von Käufen und Verkäufen von Schatzwechseln auf verschiedenen Märkten.

d) *Terminguthaben und Kredite* GFr. 30 033 872 116

verglichen mit vorher GFr. 27 033 Mio., was eine Zunahme von GFr. 3 001 Mio.

ergibt. Hauptsächlich in der Veränderung dieses Postens spiegelt sich die Zunahme der Fremdmittel in Währungen wider. Wie im vorangegangenen Geschäftsjahr entfiel der größte Teil der Neuanlagen auf den US-Dollar und die D-Mark.

Zu erwähnen wäre noch, daß der Internationale Währungsfonds in den ersten Monaten des Geschäftsjahrs den Rest der Fazilität von SZR 2 505 Mio. zurückzahlte, die ihm die Bank 1984 eingeräumt hatte.

e) *Staats- und andere Wertpapiere* GFr. 4 937 840 670

verglichen mit GFr. 4 165 Mio. am 31. März 1988, was einem Anstieg von GFr. 773 Mio. entspricht. Dieses Portefeuille 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
	1988	1989	
	Millionen Goldfranken		
Bis zu 3 Monaten	26 385	29 886	+ 3 501
Mehr als 3 Monate	4 813	5 086	+ 273
Zusammen	31 198	34 972	+ 3 774

Der Anteil der Anlagen mit einer Restlaufzeit von bis zu drei Monaten stieg leicht an, von 84,6% am 31. März 1988 auf 85,5%, während die Anlagen mit einer Restlaufzeit von mehr als drei Monaten nur noch 14,5% ausmachten, verglichen mit 15,4% im Vorjahr.

f) *Verschiedenes* GFr. 15 130 841

verglichen mit GFr. 5 Mio. am 31. März 1988.

Goldtermingeschäfte

Diese Geschäfte erscheinen in der Bilanz in Anmerkung 2. Sie ergaben einen negativen Saldo von GFr. 48 252 871

verglichen mit einem positiven Saldo von GFr. 10 Mio. im Vorjahr.

Die Umkehrung dieses Postens ist auf den Abschluß neuer Geschäfte zurückzuführen, bei denen die Bank bei Fälligkeit Gold zurückzuzahlen hat.

5. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1989 abgelaufene neunundfünfzigste Geschäftsjahr schloß mit einem Geschäftsertrag von GFr. 106 213 792 (im Vorjahr GFr. 118 901 393). Die Hauptfaktoren für diesen geringeren Jahresüberschuß waren eine

Schmälerung der Zinsmarge der Bank bei den Fremdmitteln und das Ausbleiben von Kapitalgewinnen im Wertpapierhandel.

Der Geschäftsertrag ergibt sich nach Abzug von GFr. 30 135 891 für Verwaltungskosten; in dem leichten Anstieg gegenüber dem Vorjahresbetrag von GFr. 28 821 525 zeigt sich der Rückgang des Goldfrankenwerts des Schweizer Frankens – der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank anfallen – im Jahresverlauf; in Schweizer Franken gerechnet stiegen die gesamten Verwaltungskosten denn auch um fast 11%.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, GFr. 828 177 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten zuzuweisen und – mittels Zuweisung von weiteren GFr. 10 500 000 – die Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung zu erhöhen, deren Hauptzweck die Deckung der Kosten der laufenden Investitionsvorhaben ist. Nach diesen beiden Zuweisungen beträgt der Reingewinn GFr. 94 885 615, verglichen mit GFr. 95 937 052 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. 94 885 615 wie folgt zu verwenden:

- GFr. 25 885 615 zur Zahlung der Dividende von SFr. 175 je Aktie;
- GFr. 24 463 364 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;*
- GFr. 4 000 000 zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds;
- GFr. 40 536 636 – 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 1989 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1989 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 1989 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 13. September 1988 erklärte der Vorsitzende, daß Lord Richardson of Duntisbourne beschlossen hatte, nach Ablauf seiner dreijährigen Amtszeit am 27. November 1988 von seinem Amt als

* Die Höhe des dem Allgemeinen Reservefonds zugewiesenen Betrags steht in Einklang mit Artikel 51(3) der Statuten, der eine Dotierung von 40% des nach Zahlung der Dividende verbliebenen jährlichen Reingewinns vorschreibt, bis der Allgemeine Reservefonds das Doppelte des einbezahlten Kapitals erreicht hat; von da ab werden 30% des Reingewinns verwandt, bis der Allgemeine Reservefonds dem Dreifachen des eingezahlten Kapitals entspricht.

Stellvertretender Vorsitzender des Verwaltungsrats zurückzutreten. Der Vorsitzende brachte Lord Richardson gegenüber die tiefempfundene Dankbarkeit des Verwaltungsrats für die überaus wertvolle Zusammenarbeit und dessen klugen Rat während seiner Amtszeit zum Ausdruck. In der gleichen Sitzung wurde Herr Prof. Paolo Baffi für eine Amtszeit von drei Jahren bis zum 27. November 1991 zum Stellvertretenden Vorsitzenden des Verwaltungsrats gewählt.

In derselben Sitzung kündigte der Vorsitzende an, daß Herr Georges Janson in Kürze in der Banque Nationale de Belgique in den Ruhestand treten und damit auch von seinem Amt als Stellvertreter von Herrn Godeaux, Gouverneur der Banque Nationale de Belgique, zurücktreten werde. Der Vorsitzende würdigte im Namen der Bank die äußerst wertvolle Arbeit, die Herr Janson während einer beispiellos langen Amtszeit von siebzehnthalb Jahren geleistet hat.

In der folgenden Verwaltungsratssitzung, am 8. November 1988, teilte der Vorsitzende dem Verwaltungsrat mit, daß Herr Godeaux zu seinem Stellvertreter Herrn Jean-Jacques Rey ernannt hatte, der damit Herrn Janson ablöste.

In derselben Sitzung wurde Herr Bernard Clappier, dessen Verwaltungsratsmandat am 27. November 1988 abgelaufen wäre, gemäß Artikel 27 Ziffer 2 der Statuten von Herrn de Larosière, Gouverneur der Banque de France, für eine weitere Periode von drei Jahren bis zum 27. November 1991 in den Verwaltungsrat berufen.

Ebenfalls in dieser Sitzung gab der Vorsitzende bekannt, daß Herr Dr. Ciampi, Gouverneur der Banca d'Italia, für den Fall der Abwesenheit von Herrn Dr. Dini zu seinem Stellvertreter Herrn Dr. Carlo Santini ernannt hatte, der damit Herrn Dr. Masera ablöste. Der Vorsitzende sprach Herrn Dr. Masera die Anerkennung der Bank für sein wertvolles Wirken aus.

In der Verwaltungsratssitzung vom 14. Februar 1989 teilte der Vorsitzende mit, daß Herr Leigh-Pemberton, Gouverneur der Bank of England, Herrn A.D. Crockett zu seinem Stellvertreter ernannt hatte, der damit Herrn Loehnis ablöste. Der Vorsitzende dankte Herrn Loehnis für seine überaus erfolgreiche Tätigkeit während einer neunjährigen Amtszeit.

Herr Dr. Markus Lusser, Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, dessen Mandat als Verwaltungsratsmitglied am 31. März 1989 abgelaufen wäre, wurde in der Verwaltungsratssitzung vom 14. März 1989 gemäß Artikel 27 Ziffer 3 der Statuten für weitere drei Jahre bis zum 31. März 1992 wiedergewählt.

Herr Dr. J.B. Schöllhorn stellte Ende April 1989 seinen Sitz im Verwaltungsrat zur Verfügung. In der Verwaltungsratssitzung vom 11. April 1989 würdigte der Vorsitzende mit warmen Worten sein verdienstvolles Wirken für die Bank während einer Amtszeit von mehr als dreizehn Jahren.

In derselben Sitzung gab der Vorsitzende bekannt, daß Herr Pöhl, Präsident der Deutschen Bundesbank, Herrn Prof. Dr. Leonhard Gleske mit Wirkung vom 1. Mai 1989 als Nachfolger von Herrn Dr. Schöllhorn in den Verwaltungsrat berufen hatte. Diese Ernennung erfolgte gemäß Artikel 27 Ziffer 2 und Artikel 28 der Statuten für die am 31. Dezember 1990 endende

Restlaufzeit des Mandats von Herrn Dr. Schöllhorn. Ebenfalls in dieser Sitzung teilte der Vorsitzende mit, daß Herr Pöhl mit Wirkung vom 1. Mai 1989 Herrn Dr. Wolfgang Rieke zu seinem Stellvertreter als Nachfolger von Herrn Prof. Gleske ernannt hatte.

Am 31. Juli 1988 trat Herr J. Mix, Stellvertretender Direktor in der Bankabteilung, und am 28. Februar 1989 Herr K.J. Kearney, Beigeordneter Direktor im Generalsekretariat, nach fast zweiundzwanzig bzw. über siebzehn Jahren verdienstvoller Tätigkeit in den Ruhestand.

In der Verwaltungsratssitzung vom 14. März 1989 brachte der Vorsitzende den Beschuß der Bank zur Kenntnis, mit Wirkung vom 1. April 1989 Herrn Prof. Dr. Mario Giovanoli zum Stellvertretenden Direktor und Herrn Jean-Marc Andreoli zum Beigeordneten Direktor zu befördern. Herr Prof. Giovanoli wurde gleichzeitig zum Rechtsberater ernannt.

Mit tiefem Bedauern nahm die Bank Kenntnis vom Ableben von Herrn Guillaume Guinney am 11. März 1989. Herr Guinney war von Oktober 1958 bis April 1963 Generaldirektor der Bank gewesen.

Schlußbemerkungen

Auf einigen Gebieten, die in diesem Bericht behandelt wurden, haben sich die Aussichten in jüngster Vergangenheit etwas eingetrübt. Deutlich wird das dadurch, daß die Entwicklung im Gesamtjahr 1988 ermutigender war als im zweiten Halbjahr für sich betrachtet und vor allem als im ersten Quartal 1989. Dies trifft sicherlich fast überall im Hinblick auf die Inflation zu, gilt aber auch in gewissem Maße für den Anpassungsprozeß zwischen den größten Industrieländern. Ob die Bemühungen um eine internationale wirtschaftspolitische Koordination und die gemeinsame Wechselkursstrategie im selben Licht gesehen werden sollten, ist weniger deutlich. Die Aussichten bei diesen ineinander verzahnten Problembereichen verlangen an dieser Stelle eine abschließende Bewertung, ebenso wie die Schuldenproblematik, wo zwar ein Hoffnungsschimmer wahrzunehmen ist, aber jetzt Fortschritte nur durch gemeinsames Handeln erzielt werden können.

Seit dem Frühjahr 1988 sind die kurzfristigen Zinsen in den sieben größten Industrienationen um bis zu fünf Prozentpunkte angehoben worden, zuletzt im April 1989 in Deutschland. Die geldpolitischen Instanzen vieler Länder sind offensichtlich zur Zeit mit der schwierigen und kritischen Entscheidung konfrontiert, ob sie die geldpolitischen Zügel weiter anziehen oder die Auswirkungen früherer Maßnahmen abwarten sollen. Auf der einen Seite besteht die Gefahr eines „Overkills“, die Gefahr also, einen Aufschwung, der Anzeichen anhaltender Stärke zeigt, in einem Moment abzuwürgen, in dem die privaten Investitionen (die beste Zutat, die ein Wachstumsprozeß haben kann) endlich zum Hauptantrieb der Konjunktur geworden sind; im letzten Jahr weiteten sie sich real mit über 10% aus. Andererseits könnten die Wirtschaftspolitiker hoffen, daß sie dieses Mal, entsprechend ihrem Wunsch, den Fehler der Überreaktion sowohl in der Expansions- als auch in der Kontraktionsphase des Konjunkturzyklus zu vermeiden, wie er typisch für die Feinsteuерungspolitik des Stop and Go war, das Einschwenken auf eine restriktivere Geldpolitik nicht zu lange hinausgezögert haben und daher nun beruhigt abwarten können, bis die Auswirkungen mit den üblichen „langen und unsteten“ Verzögerungen eintreten werden.

Welches sind die Risiken eines Irrtums in der einen oder anderen Richtung? Die Gefahr eines „Overkills“ hängt vor allem von der allgemeinen Verfassung in den Industrienationen ab. In einer Reihe von Ländern deutet manches auf eine gesündere Wirtschaftslage hin: Die Gewinnsituation konnte insgesamt auf ein Niveau zurückgeführt werden, wie es zuletzt in den frühen siebziger Jahren bestanden hatte; gewisse strukturelle Anpassungen sind gelungen; niedrigere Inflationsraten haben die Marktmechanismen effizienter

gemacht. Man kann hoffen, daß all dies zu einer flexibleren Reaktion der Preise auf die restriktivere Handhabung der Geldpolitik führt und so die Gefahr vermindert, den realen Wirtschaftsprozeß mehr als nötig zu drosseln. In jedem Fall scheint die zeitliche Dimension des Risikos in der einen oder anderen Richtung – und dies ist möglicherweise der entscheidende Punkt – verschieden zu sein. Nehmen die Geldpolitiker eine abwartende Haltung ein und stellt sich diese als falsch heraus, so ist der Erfolg, die Inflationsraten auf ein Niveau gedrückt zu haben, wie es seit 20 Jahren nicht mehr bestand, in Frage gestellt. Auf einen solchen Erfolg hatten nur noch wenige gehofft, und er wäre ohne das Zusammenspiel gewisser günstiger Umstände wohl nicht erreichbar gewesen. Bei vielen hat es immer hartnäckige Zweifel gegeben, ob diese Errungenschaft von Dauer sein könne. Geht sie aber verloren, so kann es möglicherweise lange dauern, bis sich wieder eine Chance zur Wiederherstellung einer Preisstabilität gleichen Ausmaßes ergibt.

Das derzeitige Inflationsproblem in solch grellen Farben zu schildern mag als Überdramatisierung erscheinen. Schließlich hat sich die Preissteigerung bisher wenig beschleunigt – um weniger als einen Prozentpunkt zwischen Ende 1987 und dem ersten Vierteljahr dieses Jahres –, und nicht alle Daten der jüngsten Vergangenheit waren ungünstig. Es ist so gut wie sicher, daß weder eine neue Inflationswelle die Industrieländer überflutet, noch ein Absinken dieser Länder in die Misere der siebziger Jahre bevorsteht. Die Frage ist jedoch, worauf wir zusteuern. Die Warnsignale liegen überall offen zutage, vielleicht mit Ausnahme Japans (es sei denn, man rechnet die Preise für Vermögenswerte dazu). Alle Industrienationen wissen aus Erfahrung, wie schief die Ebene ist, die sie möglicherweise betreten. Die Gewinne aus der Preisstabilität in Form von Wachstum und Beschäftigung sind beträchtlich; hoch sind auch die Kosten eines Inflationsabbaus. Es gibt nur einen Weg, diese Früchte ohne neue Kosten zu genießen, nämlich die einmal erreichte Preisstabilität zu erhalten.

Wird der Geldpolitik unter den gegenwärtigen Umständen damit zuviel abverlangt? Nicht nur, daß die geldpolitischen Instanzen infolge der Globalisierung der Finanzmärkte, der Innovationen und der Deregulierung Probleme mit ihren monetären Indikatoren hatten. In kleinen und auch weniger kleinen Ländern waren sie darüber hinaus von der Einhaltung ihrer Wechselkursziele, vor allem innerhalb des EWS, voll in Anspruch genommen. Untersuchen wir diese Probleme der Reihe nach.

Hinsichtlich des erstgenannten Komplexes scheinen die Probleme mit den monetären Indikatoren an Schärfe verloren zu haben, denn in den meisten Ländern weisen die verschiedenen Indikatoren nun wieder in eine ähnliche Richtung, und die durch Vermögensumschichtungen aufgrund von Finanzinnovationen entstandenen Verzerrungen haben sich zurückgebildet. Darüber hinaus folgten auf die starke monetäre Expansion in vielen Ländern in der Tat höhere Wachstumsraten und schließlich auch ein Anstieg der Inflationsrate. Es wurde in letzter Zeit viel Aufhebens um die Tatsache gemacht, daß sich Zinssteigerungen direkt in höheren Verbraucherpreisen, so wie sie in einigen Ländern gemessen werden, niederschlagen und steigende Zinsen als Mittel zur Inflationsbekämpfung daher kontraproduktiv erscheinen – jedenfalls kurz-

fristig. Es gibt aber keinen anderen Weg, die Geldpolitik zu verschärfen, als die kurzfristigen Zinsen auf ein Niveau hochzudrücken, welches das Verhalten der Wirtschaftssubjekte beeinflußt, unabhängig davon, welche Zwischenziele die monetären Instanzen als Richtschnur ihres Handelns und zur Beurteilung der Angemessenheit ihres geldpolitischen Kurses nutzen. Kommen die Zentralbanken zu dem Schluß, daß sie mehr als bisher tun müssen, so steht ihnen nur dieses Instrument zur Verfügung.

Was das zweite der beiden oben angesprochenen Probleme angeht, nämlich daß zumindest in einigen Ländern die Geldpolitik offensichtlich mit der Verteidigung der Wechselkurse in Beschlag genommen ist, so gibt es hier derzeit wenig Anzeichen, daß die Währungsbehörden hierdurch mit ihrem Binnenziel, den Inflationsauftrieb in Schach zu halten, in Konflikt geraten. Wo solche Konflikte bestehen, verhält es sich eher umgekehrt: Der Antiinflationskurs, wie er in höheren Zinsen zum Ausdruck kommt, hat nicht nur zu einem langsameren Geldmengenwachstum, sondern auch zu einer Entwicklung der Wechselkurse beigetragen, die den dämpfenden Effekt auf die Preissteigerungen verstärkt, was man am deutlichsten in einer Reihe europäischer Länder sehen kann. Das daraus resultierende Wechselkursgefüge schafft jedoch möglicherweise Schwierigkeiten bei der Wiederherstellung ausgeglichener Leistungsbilanzen in den betroffenen Ländern.

In einem weiteren Sinne sind ähnliche Probleme im Hinblick auf die Fortsetzung des internationalen Anpassungsprozesses entstanden. Die internationale wirtschaftspolitische Koordination hat allem Anschein nach erreicht, was sie erreichen wollte. Das gemeinsame Ziel seit der Louvre-Vereinbarung vom Februar 1987, das im Dezember 1987 und dann bei jedem Treffen der Siebenergruppe erneut bekräftigt wurde, ist die Stabilisierung der nominalen Wechselkurse auf dem bestehenden Niveau gewesen. Dies wurde in bemerkenswertem Ausmaß erreicht, wenn auch die jüngste Dollarstärke Anlaß zur Sorge gibt. Die täglichen Wechselkursausschläge haben nachgelassen. Noch eindrucksvoller ist, wie stark die Schwankungsbreite der Wechselkurse verengt werden konnte.

Die Stabilisierung der nominalen Wechselkurse durch Devisenmarktinterventionen und eine Koordination gesamtwirtschaftlich orientierter Maßnahmen sollten jedoch Teil einer umfassenderen Strategie sein, deren Ziel es war, die riesigen Leistungsbilanzungleichgewichte zwischen den großen Industrieländern zu reduzieren. Es wurde befürchtet, daß diese Ungleichgewichte, wenn sie nicht bald deutlich verringert würden, unerwünschte Rückwirkungen nicht nur auf die Handelspolitik, sondern auch auf die Finanzmärkte haben würden, die womöglich nicht willens oder in der Lage wären, die kumulativen Effekte der permanenten Gläubiger- und Schuldnerpositionen zu verdauen. Immerhin hatte es schon Eruptionen auf den Finanzmärkten gegeben, deren Entstehungsgeschichte auf die obige Beschreibung gepaßt hatte. Während die Strategie, eine größere Wechselkursstabilität einzuhalten, als erfolgreich bezeichnet werden kann, läßt sich dasselbe für die weitergefaßte Zielsetzung, in die sie eingebettet war, nicht sagen. Der Anpassungsprozeß, der im Verlauf des ersten Halbjahrs 1988, als die amerikanischen Ausfuhren rasch zunahmen, scheinbar nachdrücklich in Gang gekommen war, ist in einem Zeitraum von

nicht weniger als drei Quartale erlahmt. Damit stellt sich die Frage, ob die gemeinsame Strategie überdacht werden muß oder ob die früheren Befürchtungen bezüglich der Ungleichgewichte anders eingeschätzt werden müssen.

Welche Argumente haben diejenigen vorzubringen, die behaupten, sogar große Leistungsbilanzungleichgewichte erforderten wenig oder keine Aufmerksamkeit seitens der Wirtschaftspolitiker? Da gibt es zunächst die Überlegung, daß in dem Umfang, in dem Kapitalzuflüsse Leistungsbilanzdefizite induzieren, ein Finanzierungsproblem nicht entsteht. Das Zusammenspiel von Leistungs- und Kapitalverkehr bestimmt jedoch das Wechselkursniveau, das die Zahlungsbilanz ausgleicht, und Kapitalströme können sich sehr viel schneller ändern als die Leistungsbilanz; die entsprechenden Auswirkungen auf die Wechselkurse lösen möglicherweise Devisenmarktinterventionen aus. Zwischen der Leistungs- und der Kapitalverkehrsbilanz besteht in der Tat nur dann eine Identität, wenn Änderungen der Währungsreserven unter letztere subsumiert werden. Die in dieser Hinsicht gegensätzlichen Entwicklungen in den Jahren 1987 und 1988 verdeutlichen, wie schnell sich das Blatt wenden kann.

Ein zweites Argument zur Untermauerung des Standpunkts, Leistungsbilanzungleichgewichten sollte nicht allzu viel Aufmerksamkeit gezollt werden, ist, daß es berechtigte Gründe geben mag, warum einige Länder Leistungsbilanzüberschüsse, andere -defizite haben sollten. Da niemand behauptet, eine vollständige Beseitigung aller Überschüsse und Fehlbeträge sei ideal, muß man in der Tat die für die Leistungsbilanz relevanten grundlegenden Triebkräfte in die Betrachtung einbeziehen. Die beiden wichtigsten Überschußländer Japan und Deutschland sind mit einer demographischen Entwicklung konfrontiert, die den Aufbau eines beträchtlichen Auslandsvermögens teilweise erklärt und bis zu einem gewissen Grad vielleicht auch rechtfertigt. Im Falle der Vereinigten Staaten wurde das Leistungsbilanzdefizit häufig mit den dortigen, im Vergleich zu den Partnerländern besseren Investitionschancen in Zusammenhang gebracht.

In einer immer stärker verflochtenen Weltwirtschaft gibt es keinen Grund, warum private Ersparnisse, welche die intertemporalen Präferenzen der Wirtschaftssubjekte widerspiegeln, nicht weltweit investiert werden sollten. Die einzelne Entscheidung, wo die finanziellen Ersparnisse angelegt werden, ist jedoch häufig eher von kurzfristigen Ertragsgesichtspunkten als von einer Beurteilung der langfristigen Investitionsmöglichkeiten geprägt. Aber Strukturunterschiede beim privaten Spar- und Investitionsverhalten zwischen einzelnen Ländern können die Hartnäckigkeit der gegenwärtigen Ungleichgewichte nicht allein erklären. In den Überschußländern haben sich in den Jahren 1983–87 die Ungleichgewichte stärker ausgeweitet, als es die Änderungen des privaten Sparverhaltens hätten vermuten lassen. Für die USA trifft ähnliches zu. Der kräftige Umschwung der Leistungsbilanzposition zwischen 1981 und 1984 geschah zu einer Zeit, als die private Ersparnis (in Prozent des BSP) um wenig mehr als einen halben Prozentpunkt variierte – ein Hinweis auf die entscheidende Rolle, die das amerikanische Bundeshaushaltssdefizit in diesem Prozeß gespielt hatte. Danach reflektierte die Verschlechterung der amerikanischen Leistungsbilanz den Rückgang der privaten

Ersparnisse in den USA, das hohe Budgetdefizit blieb aber trotzdem der wichtigste Gegenposten zu dem Fehlbetrag in der Leistungsbilanz.

Die oben angeführten Argumente weisen also nicht auf die Notwendigkeit einer grundsätzlichen Neueinschätzung der durch die Leistungsbilanzungleichgewichte zwischen den größten Industrieländern aufgeworfenen Probleme hin. Abgesehen von binnengesetzlichen Verzerrungen, die nicht nur in den Leistungsbilanzungleichgewichten ihren Niederschlag finden, sondern darüber hinaus durch deren Hartnäckigkeit verschlimmert werden, war man immer über die damit möglicherweise verbundenen Risiken besorgt: eine „Bruchlandung“ oder eine schwerwiegende Fehlentwicklung der Wechselkurse sowie die Gefahren für die Stabilität der Finanzmärkte und für den freien Welthandel. Diese Risiken waren jedermann kurz nach dem Börsenkrach nur allzu bewußt. Mittlerweile wird ihnen nicht mehr so viel Aufmerksamkeit geschenkt, was aber nicht heißt, daß es sie nicht mehr gibt. Im Gegenteil, man kann sogar argumentieren, daß die Risiken wegen der kumulativen Effekte auf den Bestand sowohl der Forderungen als auch der Verbindlichkeiten größer werden müssen. Zu einem bestimmten Zeitpunkt wird eine kritische Masse überschritten werden, auch wenn niemand vorhersagen kann, wann und wo dies geschieht.

Zur Zeit vertraut man in vielen Ländern darauf, daß man fast jedes Leistungsbilanzdefizit finanzieren könne, wenn man nur die kurzfristigen Zinsen genügend anhebt. Die damit verbundenen Auswirkungen auf Wechselkurse und Inflation sind erwünscht. Den negativen Effekten auf die realwirtschaftliche Aktivität wird derzeit wenig Aufmerksamkeit geschenkt, denn trotz hoher Zinssätze ist die Inlandsnachfrage in den meisten dieser Länder lebhaft und das Wachstum kräftig. Diese Art, mit Leistungsbilanzdefiziten zu verfahren, wird in einer Reihe von Ländern ganz bewußt angewandt. Dies gilt zwar nicht im gleichen Sinne für die USA, doch hat die amerikanische Geldpolitik im Effekt zu demselben Ergebnis geführt. Insgesamt wurde eine Politik betrieben, die es möglich machte, *mit den Leistungsbilanzungleichgewichten zu leben, anstatt sie zu verringern*. Anpassung wurde nicht als vordringlichstes Thema angesehen.

Die aus diesen Erfahrungen von den Wirtschaftspolitikern zu ziehenden Schlußscheinungen seien unausweichlich: Dem Anpassungsprozeß muß neue Schwungkraft gegeben werden. Aber wie? Brauchen wir ein neues Plaza-Abkommen mit dem Ziel einer erheblichen Änderung der Wechselkursrelationen zwischen den großen Industrieländern? Vermutlich nicht, jedenfalls nichts so Weitreichendes wie das Abkommen vom September 1985. Die schlichte Tatsache, daß hohe Leistungsbilanzungleichgewichte fortbestehen, ist noch kein Beweis eines dringlichen Bedarfs weiterer Wechselkursanpassungen. Eine solche Schlußfolgerung wäre nur richtig, wenn angenommen werden müßte, daß kein anderer wirtschaftspolitischer Handlungsspielraum vorhanden sei, insbesondere dann nämlich, wenn die Nachfragesteuerung als Mittel, den Anpassungsprozeß wieder in Gang zu setzen, auszuschließen wäre. In den Vereinigten Staaten vertreten viele mit Nachdruck den Standpunkt – und dieser wird von der überwältigenden Mehrheit der Wirtschaftspolitiker und Beobachter im Ausland geteilt –, daß die US-Regierung durch eine relativ

maßvolle Anhebung der Steuern das Haushartsdefizit des Bundes beträchtlich senken und auf diese Weise den zusammengefaßten Finanzierungssaldo der inländischen Sektoren, also den Gegenposten zum Leistungsbilanzsaldo, verbessern könnte.

In diesem Zusammenhang werden häufig zwei Argumente vorgebracht: Erstens wird darauf hingewiesen, daß die Erfahrung in vielen Ländern, derzeit vor allem die in Großbritannien, zeigt, daß die „Zwillingssdefizite“ in Wirklichkeit keineswegs zwangsläufig Zwillinge sind, d.h., daß ein erheblicher Fehlbetrag in der Leistungsbilanz mit Haushaltsumberschüssen einhergehen kann und umgekehrt. Dies trifft aber nur dann zu, wenn die private Nettoersparnis, welche die Lücke zwischen den beiden anderen Salden schließt, dazu paßt, was aber in den USA nicht der Fall ist. Dort erfordert eine signifikante Verbesserung der ungleichgewichtigen Nettospartätigkeit ein beherztes Vorgehen gegen das Budgetdefizit. Das zweite Argument, das an dieser Stelle regelmäßig in die Debatte geworfen wird, besagt, daß finanzpolitische Maßnahmen symmetrisch sein müßten, d.h. die Überschüßländer müßten durch eine fiskalische Expansion ausgleichen, was die USA durch fiskalische Kontraktion an Nachfrage vernichten. Dieses Argument hatte vor einigen Jahren eine gewisse Berechtigung, nun aber nicht mehr. In Japan ist die Inlandsnachfrage 1988 mit einer Rate von $7\frac{3}{4}\%$ gewachsen und damit um zwei Prozentpunkte schneller als die Produktion. In Deutschland liegt die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe bereits über den Höchstwerten der frühen siebziger Jahre, als der Inflationsauftrieb übermäßig stark war. Ein symmetrisches Vorgehen ist nicht mehr erforderlich; eine beträchtliche einseitige Drosselung der Inlandsnachfrage in den USA durch entsprechende fiskalpolitische Maßnahmen könnte dem Anpassungsprozeß den nötigen Anstoß geben.

Denjenigen, die im Gegensatz hierzu einen erheblich niedrigeren Dollar-kurs als Vorbedingung für eine weitere Rückführung des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits für unerlässlich halten, ist der Nachweis nicht gelungen, daß ein solcher Anreiz die Exporte wirklich ankurbeln würde, oder anders ausgedrückt, daß hierfür Kapazitätsreserven vorhanden seien. Ohne solche Reserven, die für eine schnelle Reaktion der realen Ausfuhrrentwicklung entscheidend sind, würde eine Dollarabwertung kurzfristig wenig im Sinne einer Reduktion des Fehlbetrags in der Leistungsbilanz bewirken, aber sie könnte aufgrund ihres Effekts auf die Importpreise die Inflationsrate in den USA hochtreiben. Diese Tendenz würde noch seitens der Geldpolitik verstärkt, da eine Abwertung des US-Dollars nur durch eine Senkung der kurzfristigen Zinsen in den USA – zusammen mit einer entsprechenden Anspannung der Geldpolitik in den Überschüßländern Japan und Deutschland – bewerkstelligt werden könnte. Bei einer Verstärkung des Preisauftriebs in den Vereinigten Staaten wäre die Wahrscheinlichkeit groß, daß ein Teufelskreis in Bewegung gesetzt würde, der auch mittel- und langfristige Wirkungen der Währungsabwertung auf die Leistungsbilanz ausschließt. Aus dieser Argumentation folgt, daß eine Nachfragesteuerung oder, genauer gesagt, eine restriktive Fiskalpolitik in den USA die führende Rolle bei dem erneuten Bemühen um eine erhebliche Verringerung der Leistungsbilanzungleichgewichte zwi-

schen den großen Industrieländern übernehmen müßte. Erst dann könnte man sehen, welche Änderungen in der Struktur der realen Wechselkurse zwischen den wichtigsten Währungen gerechtfertigt sein mögen. Schon jetzt kann allerdings mit Sicherheit festgestellt werden, daß das Pendel zu weit in Richtung der Erhaltung nominaler Wechselkursstabilität ausgeschlagen hat. Richtet man sein Augenmerk auf die nominale Wechselkursstabilität zu einer Zeit, in der Inflations- und Produktivitätsdifferenzen fortbestehen, so leistet man bestenfalls einer Entwicklung der *realen* Wechselkurse *in die falsche Richtung* Vorschub; die Wettbewerbsfähigkeit wird in einigen Ländern erschüttert, und die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte verschärfen sich; schlimmstenfalls führt dies zu einer unaufhaltsamen Aufwertung der „falschen“ Währungen, nämlich derjenigen mit hohen Zinssätzen, und sogar zu noch ungünstigeren Auswirkungen auf die Ungleichgewichte.

Ungleichgewichte anderer Art, wenngleich ebenfalls mit stark ausgeprägter Außenwirtschaftskomponente, haben große Teile der Erde vielleicht in noch gravierenderer Weise betroffen. Die Schuldenprobleme der Entwicklungsländer beinhalten nicht nur wirtschaftliche Risiken – die im Hinblick auf ihre Bedrohlichkeit unterschiedlich eingeschätzt werden können. Hier treten der Ernst der Lage, das damit verbundene menschliche Elend und die Sprengkraft für das politische System offen zutage. Was als Schuldenkrise 1982 in Erscheinung trat, hat sich im Laufe von fast sieben Jahren in ein chronisches Leiden verwandelt, das zwar im großen und ganzen unter Kontrolle gehalten wurde, das aber mit den bisher versuchten Therapien nicht nachhaltig gebessert worden ist. Wir stehen nunmehr in diesem Bereich vor einer neuen Phase, aber noch ist schwer zu sagen, wieviel Fortschritt sie bringen wird.

Der Finanzminister der USA, Herr Brady, hat in seiner Rede vom 10. März 1989 eingeräumt, daß der bisher verfolgten Strategie, die jeden Fall für sich behandelt, ein weiteres Element hinzugefügt werden muß. Einige Maßnahmen zur Schuldenminderung waren bereits auf freiwilliger Basis ergriffen worden. Nun wird vorgeschlagen, daß der IWF und die Weltbank für diesen Zweck im Rahmen ihrer bestehenden Kreditfazilitäten Mittel zur Verfügung stellen sollen, und zwar als Ergänzung zu anderen Elementen der Schuldenstrategie, bestehend aus Umschuldungen, der Bereitstellung neuer Finanzierungsmittel und energischen Anpassungsanstrengungen in den Schuldnerländern selbst.

Auf die letzten drei Punkte hatte die Baker-Initiative vom Oktober 1985 das Hauptgewicht gelegt. Den Gürtel enger zu schnallen war zwar als erster Schritt unumgänglich gewesen, hatte aber offenkundig seine Grenzen erreicht; es konnte allein die Kreditwürdigkeit nicht wiederherstellen. Die Schuldnerländer mußten einen wirtschaftspolitischen Kurs einschlagen, der die Wachstumsperspektiven verbessern, Fehlallokationen beseitigen und marktwirtschaftliche Anreize ins Spiel bringen würde. Die multinationalen Institute und die Geschäftsbanken wurden angehalten, die notwendigen Mittel zur Wiederaufkurbelung des Wachstums in diesen Ländern bereitzustellen. Diese könnten, so die Argumentation, aus ihren Schuldenproblemen herauswachsen, wenn sie die richtige Wirtschaftspolitik betrieben und von ihren Gläubigern unterstützt würden. Zusätzlich mußten sie ihr eigenes Kapital im Lande halten

und Anreize für einen Rückfluß des zuvor geflohenen schaffen. Die Kapitalflucht wurde als Lackmustest für die Beurteilung der Wirtschaftspolitik der Schuldnerländer angesehen, denn wie kann ein Land das Vertrauen neuer Kreditgeber im Ausland gewinnen, wenn es sich nicht das Vertrauen seines eigenen Volkes bewahren kann. Man muß allerdings bedenken, daß einige Schuldnerländer mit mittlerem Einkommen freien Kapitalverkehr zulassen oder dies in der Vergangenheit getan haben, so daß der Trennungsstrich zwischen „statthafter Portfoliodiversifikation“ und „Kapitalflucht“ häufig nicht einfach zu ziehen ist.

In den Jahren nach der Baker-Initiative wurde immer deutlicher, daß, obwohl deren verschiedene Elemente völlig in Ordnung waren und auch von einer Reihe von Schuldnerländern so betrachtet wurden, bei der Wiederherstellung normaler Beziehungen zwischen Gläubigern und Schuldern wenig Fortschritte gemacht wurden. Einige Schuldnerländer hatten erhebliche Anstrengungen zur Verbesserung ihrer Wirtschaftspolitik gemacht, doch viel blieb auf diesem Gebiet noch zu tun. Aber die Kreditvergabe der Banken, die im Rahmen der Baker-Initiative vorgesehen war und ein wesentliches Element zur Ankurbelung des Wachstums und zur Förderung der Investitionstätigkeit in den Entwicklungsländern darstellte, erreichte nicht den vorhergesehenen Umfang. Die multilateralen Institute bemühten sich im Rahmen ihrer Satzungen und Konditionalitätsregeln. Die Geschäftsbanken waren hingegen zwischen der ihnen zugesetzten Aufgabe, neue Mittel zur Verfügung zu stellen, und der Notwendigkeit, umfangreiche Rückstellungen für ihre ausstehenden Forderungen an dieselben Länder vorzunehmen, hin und her gerissen. Für einige von ihnen gab es gute Gründe, solange „neues Geld“ zu geben, wie ihnen dies erlaubte, vorzugeben, ihre Schuldner seien – abgesehen von einigen Liquiditätsschwierigkeiten – solvent und ihre Forderungen müßten daher nicht abgeschrieben werden. Als 1987 allgemein erkannt wurde, daß dies eine Illusion war, konnte nur der Wille zu einem Engagement auf lange Sicht in den betroffenen Ländern die Geschäftsbanken dazu bewegen, die ihnen zugewiesene Rolle weiter wahrzunehmen. Im allgemeinen galt das nur für die größeren Banken mit den höchsten Forderungen. Für die kleineren Banken war die Versuchung groß, ihre entstandenen Verluste hinzunehmen und die Suche nach einer Lösung des Verschuldungsproblems nicht als ihre Sache anzusehen.

In diesem Stadium wurde klar, daß die Baker-Initiative mit ihrem dreijährigen Zeithorizont durch einen grundsätzlicheren Versuch ergänzt werden mußte, den Schuldendienst, zu dem die Schuldnerländer verpflichtet waren, mit dem in Einklang zu bringen, was diese auf Dauer leisten könnten, ohne sämtliche Perspektiven einer wirtschaftlichen Erholung aufzugeben zu müssen. Das setzte eine gewisse Reduktion der Schuldsumme und/oder der dafür zu erbringenden Zinszahlungen voraus. Die Tatsache, daß Banken sich bereit fanden, ihre Forderungen mit beträchtlichem Abschlag zu verkaufen, offenbarte ihre Bereitschaft, Nominalforderungen von zweifelhaftem Wert gegen einen nominal geringeren Vermögenswert höherer Bonität einzutauschen. Um mit dieser Methode eine Schuldenminderung in gewissem Umfang zu erreichen, mußte jemand den gekürzten Forderungen die höhere

Bonität verschaffen. Hierzu wurden verschiedene Lösungen vorgeschlagen, und zwar von Präsident Mitterrand, von dem früheren japanischen Finanzminister, Herrn Miyazawa, und nun von Herrn Brady. Im ersten Fall sollte das Verfahren mit der Zuteilung von SZR verknüpft werden, welche die Industrieländer in einen vom IWF verwalteten Fonds einbrächten, im zweiten Fall mit Mitteln der Schuldnerländer selbst und im dritten Fall ebenfalls mit Mitteln der Schuldnerländer, die aber nicht unmittelbar aus den vorhandenen Reserven entnommen, sondern durch Kredite bereitgestellt werden sollten, die der IWF und die Weltbank für diesen speziellen Zweck gewähren würden. Ob die auf diesem Weg aufzubringenden Mittel hoch genug sein werden, um das gesteckte Ziel zu erreichen, ist noch nicht klar. Aber so wie jeder der seit 1982 eingeleiteten Schritte nur eine bestimmte Wegstrecke weitergeführt hat, so kann auch jetzt nicht erwartet werden, daß auf dem neuen Weg das Problem völlig in den Griff zu bekommen sein wird. Vermutlich werden ein oder zwei Länder den Anfang machen, und von ihren Erfahrungen wird abhängen, wieviele folgen werden. Jetzt, wo die Notwendigkeit eines Programms zur Schuldenminderung offiziell anerkannt wurde, ist es für ein erfolgreiches Fortkommen wesentlich, daß die nach der Rede von Herrn Brady hochgeschnellten Hoffnungen nicht enttäuscht werden. Das Schuldenproblem ist nach wie vor zu groß für eine globale Lösung, aber ein Teil des Felsbrockens könnte weggehauen werden.

Das Problem des „moral hazard“ bleibt, d.h. die größten Schuldner sollten nicht de facto von den privaten und öffentlichen Kreditgebern im Vergleich zu denen bevorzugt behandelt werden, die eine solidere Politik betrieben haben. Von den reichen Ländern wird mehr Freigiebigkeit zu zeigen sein, diese sollte aber denjenigen zugute kommen, die in größter Not und oft zur Selbsthilfe offenkundig unfähig sind. Die Länder mit mittlerem Einkommen gehören nicht in diese Kategorie; viele ihrer Einwohner vielleicht schon, doch handelt es sich hierbei nicht um ein Problem, das die Schuldenstrategie als solche behandeln kann.

Abschließend mag es angebracht sein, sich die besondere Rolle der Zentralbanken zu vergegenwärtigen, die diese beim Umgang mit den an dieser Stelle diskutierten Problembereichen spielen können, nämlich der Inflationsgefahr in den Industrieländern, dem Erlahmen des Anpassungsprozesses und der Notwendigkeit von Individuallösungen der Schuldenfrage anstatt einer allgemeinen Eindämmungspolitik. Diese Probleme sind für alle mit Politik Befaßten eine große Herausforderung. Bei der Lösung der ersten beiden Probleme können die Zentralbanken einen effektiven, wenn auch in keiner Weise autonomen Beitrag liefern, im letzten Fall vermögen sie aber nur begrenzt zu helfen.

Die Notenbanken können in der Tat eine dauerhafte Lösung der Schuldenfrage nur marginal unterstützen. Was die Schuldnerländer jetzt brauchen, ist nicht kurzfristige Liquiditätshilfe mit Überbrückungscharakter, deren Nutzen im Zeitablauf geringer geworden ist. Sie benötigen eine ganze Reihe von Programmen zur Schuldenminderung, die den Kreditgebern eine ordentliche Auswahl bieten, das „Trittbrettfahrer-Problem“ lösen und gleichzeitig die binnengesetzliche Anpassung fördern. Bei der Durchführung

solcher Programme ist die Aufgabe, welche die Zentralbanken (insbesondere solche mit bankaufsichtlicher Verantwortung) übernehmen müssen, die Sicherstellung der „reinen Lehre“, die ihrem aufsichtsrechtlichen Regelwerk zugrunde liegt, während sie gleichzeitig gewährleisten müssen, daß sie die Wahlmöglichkeiten der Banken nicht beeinträchtigen.

Im Gegensatz hierzu war und wird der Einfluß der Zentralbanken beim Kampf gegen die drohende Inflation entscheidend sein. Eine angemessene restriktive Geldpolitik ist zweifellos in der Lage, ein Wiederaufflammen der Inflation abzuwehren. Die jüngste Dollarstärke hat sich aber zu einer ernsthaften Behinderung einer effizienten, und doch umsichtigen Durchführung einer solchen Politik entwickelt, denn sie nötigt die Währungsbehörden, dem stockenden außenwirtschaftlichen Anpassungsprozeß wachsende Aufmerksamkeit zu schenken.

Bei steigendem Dollar erfordert die Anpassung der Leistungsbilanzen, daß die Geldpolitik durch eine Verringerung des Zinsgefälles zwischen dem Dollar und anderen Währungen Abwertungsdruck auf den Dollar ausübt. Hierfür das Mittel einer Lockerung der amerikanischen Geldpolitik zu einer Zeit einzusetzen, in der es trotz ermutigender Anzeichen immer noch ungewiß ist, wie sich die Inlandsnachfrage in den USA entwickeln wird, bedeutete ein doppeltes Risiko: Es könnte im Anpassungsprozeß selbst kontraproduktiv sein und die bisher erfolgreichen Bemühungen der geldpolitischen Instanzen der USA, die Inflationserwartungen zu zerstreuen, gefährden. Auf der anderen Seite wird eine Verringerung der Zinsdifferenz ohne eine Senkung der amerikanischen Zinsen wohl Zinsanhebungen in Japan und in Deutschland notwendig machen, was möglicherweise wegen des dämpfenden Effekts auf die Inlandsnachfrage in den Überschußländern dem Anpassungsprozeß ebenfalls entgegenwirkt und aus demselben Grund die Weltwirtschaft der Gefahr eines synchron verlaufenden Konjunkturabschwungs aussetzt.

Dieses Dilemma würde natürlich an Brisanz verlieren, wenn sich die Anzeichen einer Abschwächung der Inlandsnachfrage in den USA in den kommenden Monaten verdichten und/oder auf den Devisenmärkten sich die Hausessestimmung bezüglich des Dollars umkehren würde. Falls beides nicht eintrifft, gibt es nur eine rationale Antwort: eine fiskalische Restriktion in den USA, die überdies unter langfristigen Gesichtspunkten notwendig ist, nicht zuletzt für die Vereinigten Staaten selbst. Wir befinden uns in der außergewöhnlichen Lage, in der eine signifikante Änderung in der Finanzpolitik der größten Volkswirtschaft eindeutig und gleichzeitig zwei Zielen dient, nämlich sowohl der binnen- wie auch der außenwirtschaftlichen Anpassung in einem großen Teil der Welt.

Basel, 22. Mai 1989

ALEXANDRE LAMFALUSSY
Generaldirektor

Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung

vom 31. März 1989

Bilanz vom 31. März 1989

(in Goldfranken – siehe Anmerkung 1)

Aktiva

Gold	5 175 422 171
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken	14 942 077
Schatzwechsel	2 056 603 526
Terminguthaben und Kredite	
Gold	
bis zu 3 Monaten	147 517 312
von mehr als 3 Monaten	62 051 222
Währungen	
bis zu 3 Monaten	26 382 812 921
von mehr als 3 Monaten	3 441 490 661
	30 033 872 116
Staats- und andere Wertpapiere	
bis zu 3 Monaten	3 356 048 988
von mehr als 3 Monaten	1 581 791 682
	4 937 840 670
Verschiedenes	15 130 840
Land, Gebäude und Geschäftsausstattung	1
	42 233 811 401

Anmerkung 1:

Der Goldfranken entspricht 0,290 322 58... Gramm Feingold – Artikel 4 der Statuten. Aktiva und Passiva in US-Dollar werden zu US-\$ 208 je Feinunze Gold (entspricht 1 Goldfranken = US-\$ 1,941 49...) umgerechnet, alle anderen auf Währungen lautenden Bilanzposten zu den Marktkursen gegenüber dem US-Dollar.

Anmerkung 2:

Zu lieferndes Gold aufgrund von Termingeschäften gegen Devisen am 31. März 1989: 48 252 871 Goldfranken.

		Vor Verwendung des Reingewinns	Nach
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	576 352 793		600 816 157
Besonderer Dividenden-Reservefonds	31 530 055		35 530 055
Freier Reservefonds	401 530 236		442 066 872
		1 039 483 397	1 108 483 397
Einlagen (Gold)			
Zentralbanken			
auf Sicht	4 654 224 109		
bis zu 3 Monaten	20 625 734		
Andere Einleger			
auf Sicht	399		
		4 674 850 242	4 674 850 242
Einlagen (Währungen)			
Zentralbanken			
auf Sicht	2 856 540 363		
bis zu 3 Monaten	29 061 832 092		
von mehr als 3 Monaten	1 791 849 724		
Andere Einleger			
auf Sicht	28 226 623		
bis zu 3 Monaten	1 461 519 313		
		35 199 968 115	35 199 968 115
Vorsorgesystem des Personals			
		106 004 887	106 004 887
Verschiedenes			
		822 916 020	822 916 020
Gewinn- und Verlustrechnung			
		94 885 615	—
Dividende, zahlbar am 1. Juli 1989			25 885 615
		42 233 811 401	42 233 811 401

**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 1989 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, 28. April 1989

PRICE WATERHOUSE & CO.

Gewinn- und Verlustrechnung

für das am 31. März 1989 abgeschlossene Geschäftsjahr
(in Goldfranken)

Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen	136 349 683
Abzüglich: Verwaltungskosten	
Verwaltungsrat	352 168
Direktion und Personal	21 489 551
Geschäfts- und Bürokosten	<u>8 294 172</u>
	<u>30 135 891</u>
Geschäftsertrag	106 213 792
Abzüglich: Zuweisungen an	
Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten	828 177
Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung	<u>10 500 000</u>
	<u>11 328 177</u>
Reingewinn für das am 31. März 1989 abgeschlossene Geschäftsjahr	94 885 615

Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung,
den Reingewinn in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten
wie folgt zu verwenden:

Dividende: 175 Schweizer Franken auf 473 125 Aktien	<u>25 885 615</u>
	<u>69 000 000</u>
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds	<u>24 463 364</u>
	<u>44 536 636</u>
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds ...	<u>4 000 000</u>
	<u>40 536 636</u>
Zuweisung an den Freien Reservefonds	<u>40 536 636</u>
	—

Veränderung der Reserven der Bank

während des am 31. März 1989 abgelaufenen Geschäftsjahres
(in Goldfranken)

I. Zusammensetzung der Reserven nach Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1988–89

	Gesetzlicher Reservefonds	Allgemeiner Reservefonds	Besonderer Dividenden- Reservefonds	Freier Reservefonds
Stand am 1. April 1988 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 1987–88	30 070 313	576 352 793	31 530 055	401 530 236
Zuzüglich: Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1988–89	—	24 463 364	4 000 000	40 536 636
Stand am 31. März 1989 laut Bilanz	30 070 313	600 816 157	35 530 055	442 066 872

II. Dem eingezahlten Kapital und den Reservefonds per 31. März 1989 (nach Gewinnverwendung) standen gegenüber:

	Eingezahltes Kapital	Reserven	Zusammen
Nettoaktiva in Gold	295 703 125	366 184 467	661 887 592
Währungen	—	742 298 930	742 298 930
	295 703 125	1 108 483 397	1 404 186 522

Verwaltungsrat

Dr. W.F. Duisenberg, Amsterdam
Vorsitzender des Verwaltungsrats,
Präsident der Bank

Prof. Paolo Baffi, Rom
Stellvertretender Vorsitzender

Dr. Carlo Azeglio Ciampi, Rom
Bernard Clappier, Paris
Bengt Dennis, Stockholm
Prof. Dr. Leonhard Gleske, Frankfurt a.M.
Jean Godeaux, Brüssel
Jacques de Larosière, Paris
The Rt. Hon. Robert Leigh-Pemberton, London
Dr. Markus Lusser, Zürich
Karl Otto Pöhl, Frankfurt a.M.
The Rt. Hon. Lord Richardson of Duntisbourne, London
Baron de Strycker, Brüssel

Stellvertreter

A.D. Crockett, London, oder
L.D.D. Price, London
Dr. Lamberto Dini, Rom, oder
Dr. Carlo Santini, Rom
Jean-Jacques Rey, Brüssel
Dr. Wolfgang Rieke, Frankfurt a.M.
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
Dr. H.W. Mayer	Stellvertretender Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Dr. Kurt Spinnler	Stellvertretender Direktor, Bankabteilung
Prof. Dr. Mario Giovanoli	Rechtsberater, Stellvertretender Direktor
Dr. Joseph R. Bisignano	Beigeordneter Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Dr. Gunter Baer	Beigeordneter Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Jean-Claude Dagassan	Beigeordneter Direktor, EFWZ-Agent
P.C. Bridge	Beigeordneter Direktor, Bankabteilung
Tullio Pollonio	Beigeordneter Direktor, Generalsekretariat
Jean-Marc Andreoli	Beigeordneter Direktor, Generalsekretariat

