

---

# BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH

---

## 60. JAHRESBERICHT

---

1. APRIL 1989–31. MÄRZ 1990

BASEL, 11. JUNI 1990

---

# Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

## 60. Jahresbericht

1. April 1989–31. März 1990

Basel, 11. Juni 1990



# Inhaltsverzeichnis

	Seite
Einleitung .....	1
I. Ein Jahr dramatischer Veränderungen .....	3
II. Wirtschaftsentwicklung im Jahr 1989 .....	9
Schwerpunkte .....	9
Industrieländer .....	11
<i>Die drei größten Volkswirtschaften</i> .....	16
<i>Übrige große Industrieländer</i> .....	20
<i>Übrige Industrieländer</i> .....	23
Preise, Kosten und Gewinnquoten .....	25
Löhne, Produktivität und Basisinflation .....	30
Entwicklungsländer .....	37
<i>Produktion und Realeinkommenswachstum</i> .....	37
<i>Inflation</i> .....	40
<i>Ressourcentransfer und Anpassungsprogramme</i> .....	42
<i>Anpassungsmuster und Länderbeispiele</i> .....	44
Osteuropäische Volkswirtschaften: der Prozeß der Wirtschaftsreform .....	49
<i>Das zweifache Problem von Angebotsineffizienz und makroökonomischen Ungleichgewichten</i> .....	49
<i>Die Hauptmerkmale einer Zentralverwaltungswirtschaft</i> .....	53
<i>Experimente mit Reformprogrammen in der Vergangenheit</i> .....	56
<i>Die Hauptaspekte der Reform</i> .....	57
<i>Der gegenwärtige Stand der Reformen</i> .....	62
III. Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr .....	65
Schwerpunkte .....	65
Welthandel .....	66
Abnehmende Ungleichgewichte der USA und Japans .....	71
Wachsende Ungleichgewichte in Europa .....	76
Übrige Industrieländer und Schwellenländer Asiens .....	85
Internationale Ungleichgewichte und Ersparnis und Investitionen .....	87
Trends im Kapitalverkehr .....	89
Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite in den Industrieländern .....	93
Die Leistungsbilanzen der Entwicklungsländer .....	95
Außenfinanzierung der Entwicklungsländer .....	100
IV. Inländische Finanzmärkte .....	103
Schwerpunkte .....	103
Preise für Finanzaktiva .....	104
<i>Zinssätze</i> .....	104
<i>Aktienkurse</i> .....	108

	Seite
Immobilienmärkte .....	112
<i>Immobilienpreise: Trends und Bestimmungsfaktoren</i> .....	112
<i>Aufgeworfene Fragen</i> .....	117
Beteiligung der Banken an Transaktionen mit hoher Fremdfinanzierung („highly leveraged transactions“) .....	122
Fragen der Bankenaufsicht .....	130
<i>Reform der Sparbanken in den USA</i> .....	131
<i>Der europäische Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen</i> .....	131
<i>Aufsicht über Wertpapierhäuser und Überwachung des Marktrisikos der Banken</i> ..	133
 V. Internationale Finanzmärkte .....	 135
Schwerpunkte .....	135
Das internationale Finanzmarktgeschäft .....	136
Der internationale Bankensektor .....	138
<i>Die Entwicklung der zusammengefaßten Bankpositionen</i> .....	138
<i>Entwicklung an den einzelnen Finanzplätzen</i> .....	140
<i>Das Direktgeschäft der Banken mit Nichtbanken im Berichtsgebiet</i> .....	142
<i>Entwicklung der Geschäftstätigkeit mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets</i> ....	145
<i>Die Währungszusammensetzung des Euromarktgeschäfts und der Ecu-Markt</i> .....	147
<i>Die Nationalitätenstruktur des internationalen Bankgeschäfts</i> .....	148
<i>Der Konsortialkreditmarkt</i> .....	150
Die internationalen Wertpapiermärkte .....	151
<i>Der Markt für Euronotes</i> .....	151
<i>Der internationale Anleihemarkt</i> .....	153
<i>Der Markt für derivative Finanzinstrumente</i> .....	161
Die internationale Verschuldungssituation .....	168
 VI. Monetäre Entwicklung und Geldpolitik .....	 176
Schwerpunkte .....	176
Der Kurs der Geldpolitik im letzten Jahr .....	177
<i>Entgegengesetzte Zinspolitik in den größten Volkswirtschaften</i> .....	177
<i>Geldpolitik in den am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmenden Ländern</i> ....	180
<i>Geldpolitik in anderen Industrieländern</i> .....	183
Zwischenziele und Indikatoren der Geldpolitik .....	184
<i>Geldmengenziele</i> .....	184
<i>Richtwerte für die Kreditausweitung</i> .....	188
<i>Wechselkurse als Ziele und Indikatoren</i> .....	191
<i>Die Ergebnisse einer mehr eklektischen Ausrichtung der Geldpolitik seit 1987</i> ....	192
Geldpolitische Instrumente und internationale Finanzintegration .....	193
<i>Instrumente der Geldmarktbeeinflussung</i> .....	194
<i>Administrative Kontrollinstrumente</i> .....	195





## Verzeichnis der Grafiken (\*) und Tabellen

	Seite
<b>Wirtschaftsentwicklung im Jahr 1989</b>	
Entwicklung der Produktion weltweit .....	10
Arbeitslosenquoten* .....	12
Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte .....	14
Bruttostaatsverschuldung und Defizit der öffentlichen Haushalte* .....	15
Veränderung des realen BSP/BIP und der Nachfragekomponenten: große Industrieländer .....	17
Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts und der Anlageinvestitionen in den übrigen Industrieländern .....	24
Verbraucherpreise .....	26
Entwicklung der Preise, Kosten und Gewinnquoten .....	28
Lohnstückkosten und Produktivität im verarbeitenden Gewerbe .....	32
Basisinflation und Lohnstückkosten* .....	34
Wachstum des BIP in den Entwicklungsländern .....	38
Außenwirtschaftliche Einflüsse auf die Produktion .....	39
Inflation in den Entwicklungsländern .....	41
Nettoressourcentransfers und Veränderung der Finanzierungssalden .....	43
Nettoressourcentransfer und Finanzierungssalden* .....	46
Ausgewiesenes Produktionswachstum in Ost- und Westeuropa .....	50
Ausgewiesene Wirtschaftsindikatoren der Bundesrepublik Deutschland und der Deutschen Demokratischen Republik .....	51
Sparguthaben und Löhne in Ost- und Westeuropa .....	52
Leistungsbilanzsaldo und Auslandsverschuldung in konvertibler Währung (Schätzung) .....	53
<b>Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr</b>	
Leistungsbilanzsalden und Nettoauslandsvermögen* .....	66
Indikatoren des Welthandels* .....	67
Wachstum des Welthandels nach wichtigen Ländergruppen* .....	69
Welthandel mit Waren und Dienstleistungen .....	70
Relative Inlandsnachfrage und reale effektive Wechselkurse* .....	72
Die Leistungsbilanz der USA .....	73
Die japanische Leistungsbilanz .....	75
Leistungsbilanzungleichgewichte in Europa* .....	77
Leistungsbilanzsalden der Industrieländer und der asiatischen Schwellenländer .....	78
Wachstum der Inlandsnachfrage und Veränderung des realen Außenhandelssaldos von 1987 bis 1989* .....	79
Die deutsche Leistungsbilanz .....	80
Relative Verbraucherpreise in ausgewählten europäischen Ländern in einheitlicher Währung .....	82
Handel mit Investitions- und Konsumgütern in ausgewählten Ländern .....	83
Die Bedeutung von Investitionsgütern im Außenhandel in den achtziger Jahren* ...	84
Ersparnis und Investitionen in ausgewählten Defizit- und Überschußländern* .....	88
Kapitalbewegungen in dreizehn Industrieländern .....	91
Finanzierung bedeutender Leistungsbilanzungleichgewichte in Industrieländern .....	94
Internationale Leistungsbilanzsalden .....	96

	Seite
Indikatoren des Außenhandels: ausgewählte Gruppen von Entwicklungsländern . . . . .	97
Entwicklungsländer: Außenfinanzierung der Leistungsbilanzdefizite (Schätzung) . . . . .	101

## Inländische Finanzmärkte

Nominalzinsen und Inflation* . . . . .	105
Zinsvorsprung von Dollaranlagen: kurzfristige Zinsen und Renditen öffentlicher Anleihen . . . . .	108
Aktienkurse und der „Mini-Crash“ vom Oktober 1989 . . . . .	109
Aktienkurse* . . . . .	110
Variabilität der Aktienkurse* . . . . .	111
Inflationsbereinigte Preise für Wohnbauten in großen Städten . . . . .	113
Inflationsbereinigte Preise für Immobilien und Aktien* . . . . .	114
Inflationsbereinigte Mieten für Büroräume in großen Städten . . . . .	116
Preis gewerblichen Baulands und Büromieten in Tokio* . . . . .	117
Realkredite der Geschäftsbanken . . . . .	119
Realkredite der Banken in ausgewählten Ländern . . . . .	121
Junk bonds und Transaktionen mit hoher Fremdfinanzierung* . . . . .	123
HLT-Gesamtengagement bei dreizehn der größten US-Bankholdinggesellschaften . . . . .	125
Merkmale des Verkaufs gewerblicher Kredite der Banken . . . . .	126
Kreditportefeuille der US-Geschäftsbanken zur Jahresmitte 1989 . . . . .	130

## Internationale Finanzmärkte

Geschäftstätigkeit auf den internationalen Finanzmärkten* . . . . .	136
Nettokreditvergabe auf den internationalen Märkten (Schätzung) . . . . .	137
Hauptmerkmale des internationalen Bankgeschäfts . . . . .	139
Entwicklung an den einzelnen Finanzplätzen . . . . .	141
Direktgeschäft der berichtenden Banken mit Nichtbanken im Berichtsgebiet . . . . .	143
Geschäfte der an die BIZ berichtenden Banken mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets . . . . .	146
Währungszusammensetzung der Fremdwährungspositionen der berichtenden Banken . . . . .	148
Art der internationalen Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken, nach der Nationalität der Banken . . . . .	149
Hauptmerkmale des Euro-Note-Marktes . . . . .	152
Merkmale der Aktivitäten am internationalen Anleihemarkt . . . . .	154
Rendite ausgewählter internationaler Anleihen und Zinssatz für Euro-Dollar- Einlagen* . . . . .	155
Arten und Währungsstruktur der internationalen Anleiheemissionen . . . . .	156
Emissionstätigkeit auf dem Anleihemarkt und effektiver Wechselkurs des US-Dollars* . . . . .	158
Emissionstätigkeit auf dem Markt für eigenkapitalbezogene Anleihen* . . . . .	159
Nationalität der Emittenten internationaler Anleihen . . . . .	160
Weltweit an organisierten Börsen gehandelte derivative Instrumente . . . . .	162
Hauptmerkmale des Marktes für Zinsswaps Ende 1988 . . . . .	165

	Seite
Zusammensetzung der Währungsswaps Ende 1988 .....	166
Hauptschuldnerländer: Entwicklung der Auslandsverschuldung und des Schuldendienstes* .....	169

## Monetäre Entwicklung und Geldpolitik

Amtliche Sätze und Marktzinssätze* .....	179
Zinssätze für Dreimonats-Interbankgeschäfte* .....	181
Geldmengen- und Kreditaggregate: Zielvorgaben und Zuwachsraten .....	185
Potentieller Preisdruck und Inflation* .....	188
Zunahme der Bankkredite an den privaten Sektor* .....	189

## Das internationale Währungssystem

Bilaterale Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber dem US-Dollar* .....	204
Veränderungen der Devisenreserven ausgewählter Länder* .....	205
Nominale Zinssätze in ausgewählten Ländern* .....	207
Bilaterale Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber der D-Mark* .....	210
Effektive reale Wechselkurse wichtiger Währungen* .....	214
Nominale Zinsdifferenzen in EWS-Ländern* .....	216
Position der Währungen im EWS-Wechselkursband* .....	217
Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung) .....	219
Weltgoldgewinnung .....	221
Goldpreis, Rohstoffpreise und der D-Mark/US-Dollar-Wechselkurs* .....	222
Veränderung der weltweiten Nichtgoldreserven und des Welthandels .....	223
Veränderung der Weltwährungsreserven .....	226
Veränderung der offiziellen Nichtgoldreserven in einzelnen Ländern .....	228
Devisenmarktumsätze im April 1989 .....	231
Wachstum der Devisenmarkttransaktionen, des Außenhandels und des internationalen Bankgeschäfts .....	232

## Die Tätigkeit der Bank

Ausstehende Gemeinschaftsdarlehen per 31. März 1990 .....	237
Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf Geschäftsjahren .....	239
Struktur der Passiva in den letzten fünf Geschäftsjahren .....	240
Fremdmittel (Herkunft) .....	241
Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeit) .....	242
Aktiva (Sachkategorien) .....	243
„Terminguthaben und Kredite“ sowie „Staats- und andere Wertpapiere“ nach Restlaufzeit .....	244



## 60. Jahresbericht

*an die ordentliche Generalversammlung  
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich  
am 11. Juni 1990 in Basel*

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 60. Geschäftsjahr (1. April 1989–31. März 1990) vorzulegen.

Nach Zuweisung von 9 014 556 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten, 5 000 000 Goldfranken an die Rückstellung für Bauvorhaben und 8 500 000 Goldfranken an die Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und Erneuerung der Geschäftsausstattung ergab sich für das Geschäftsjahr ein Reingewinn von 104 330 524 Goldfranken. Im Vorjahr hatte er 94 885 615 Goldfranken betragen.

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 32 330 524 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 200 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 21 600 000 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds, 4 000 000 Goldfranken dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den verbleibenden Betrag von 46 400 000 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1989/90 den Aktionären am 1. Juli 1990 gezahlt.

# I. Ein Jahr dramatischer Veränderungen

1989 wird vor allem als ein Jahr dramatischer Veränderungen in zahlreichen Zentralverwaltungswirtschaften in Osteuropa in die Geschichte eingehen. Diese Veränderungen waren bislang in erster Linie politischer Natur und spiegeln ein weitverbreitetes Verlangen nach demokratischen Freiheiten wider; hervorgebracht wurden sie aber durch eine Reihe von Faktoren, unter denen das Versagen der Zentralverwaltungswirtschaften, die wirtschaftlichen Erwartungen zu erfüllen, an hoher Stelle stand. In Anbetracht der Tatsache, daß der alte Streit über die Vor- und Nachteile verschiedener Organisationsformen wirtschaftlicher Aktivität bisher immer weitgehend ideologisch geführt wurde und wenig von Fakten beeinflußt war, reicht die Bedeutung der jüngsten Entwicklungen in Osteuropa weit über die Grenzen der Länder hinaus, in denen sie auftraten. Man kann ohne Übertreibung sagen, daß die Erörterung verschiedener Wirtschaftssysteme auf eine völlig neue Grundlage gestellt worden ist.

Dies dürfte auch einen Einfluß auf die Diskussion bestimmter wirtschaftspolitischer Maßnahmen in nichtsozialistischen Ländern haben. Die offensichtlichen Mängel von Systemen, die sich ganz auf staatliche Direktiven stützen, müssen im Einzelfall auf Entscheidungen zwischen marktorientiertem und interventionistischem Ansatz durchschlagen. Bereits vor den jüngsten Ereignissen war in zahlreichen Ländern, auch in der Dritten Welt, eine größere Neigung erkennbar, auf Marktlösungen zu setzen. Diese Tendenz wird nun, da die volle Tragweite des gleichzeitigen Zusammenbruchs der osteuropäischen sozialistischen Regime offenbar wird, zweifellos starken Auftrieb erhalten.

Nach über vierzig Jahren kam der Zusammenbruch nicht durch äußere Einwirkungen, sondern als Ergebnis der Anhäufung von Problemen, denen die zentrale Planung in Verbindung mit Staatseigentum nicht gewachsen war oder denen sie nicht die erforderlichen Ressourcen widmen konnte. Letztlich war es nicht nur eine Frage der Unfähigkeit, in moderne Ausrüstungen zu investieren oder den bestehenden Kapitalstock instandzuhalten; es war nicht einmal mehr möglich, das laufende Angebot an Verbrauchsgütern auf dem bescheidenen Niveau zu halten, an das sich das Volk gewöhnt hatte. Der krasse Gegensatz zu der wiedergewonnenen Dynamik westlicher Volkswirtschaften hat offenbar den Machthabern zumindest in einigen sozialistischen Ländern jegliches noch verbliebene Vertrauen in ihre Fähigkeit genommen, den wirtschaftlichen Karren aus dem Dreck zu ziehen. Dies wiederum hat offensichtlich ihren Willen geschwächt, an der politischen Macht festzuhalten. Sie erkannten deutlich, daß es am System lag und daß ein völliger Bruch mit der Vergangenheit nötig war. Nachdem der Sturm der Veränderungen an



Stärke gewonnen hatte, erfaßte er auch andere Länder, die sich in einer ähnlichen Notlage befanden. Wesentlich auf politischer Ebene war jedoch, daß die Sowjetunion die Liberalisierung in diesen Ländern hinnahm – in einer Zeit, in der sie sich selbst mit ähnlichen Problemen abmühte und sich ebenfalls auf einen, wenn auch nicht so radikalen, Weg der politischen und wirtschaftlichen Erneuerung begeben hatte.

Der Übergang zu neuen wirtschaftspolitischen Steuerungssystemen wird freilich eine sehr schwierige Aufgabe sein, die der neuen Führung und denjenigen, die sie an die Macht brachten, enorme Geduld, ein gutes Urteilsvermögen, Entschlossenheit und Standhaftigkeit abverlangt. Für den Umbau gibt es kein Schema, und viele der erforderlichen Schritte hängen zusammen; idealerweise sollten sie gleichzeitig unternommen werden, aber dies ist leichter gesagt als getan. Eine soziale Komponente wird in zahlreichen westlichen Ländern seit langem als ein notwendiges Element einer modernen Marktwirtschaft hervorgehoben, aber in der gegenwärtigen Situation wird es abzuwägen sein gegen die Notwendigkeit, Marktkräfte freizusetzen und die Wirtschaft in Schwung zu bringen. Es wäre eine Illusion zu erwarten, daß sich der Übergang glatt und schnell vollzieht. Diesbezüglich wird es sicherlich von Land zu Land beträchtliche Unterschiede geben.

Diese Entwicklungen werden nicht ohne Folgen für die nichtsozialistischen Industriestaaten sein, die in der Lage und willens sind, den Umgestaltungsprozeß in Osteuropa in vielfältiger Weise sowohl bilateral als auch durch verschiedene multilaterale Organisationen zu unterstützen. Die Tatsache, daß die wirtschaftlichen Bedingungen in den meisten westeuropäischen Ländern 1989 ziemlich günstig waren und es auch weiterhin sind, dürfte ein vorteilhaftes außenwirtschaftliches Umfeld bieten. Eine erfolgreiche Umgestaltung der früher sozialistischen Volkswirtschaften wird Rückwirkungen auf andere Länder haben, die Struktur von Kapitalbewegungen ändern sowie neue und engere Handelsbeziehungen herstellen. Das Land, das vermutlich am stärksten betroffen sein wird, ist die Bundesrepublik Deutschland, die zu einer raschen Wirtschafts- und Währungsunion und schließlich zu einer politischen Vereinigung mit der Deutschen Demokratischen Republik bereit ist. Dies schafft ein neues Umfeld für die in Westeuropa ablaufende Entwicklung hin zu einem Binnenmarkt und einer Währungsunion. Wenn gleich zunächst befürchtet wurde, daß es hier eine Verzögerung wegen der vorrangigen Beschäftigung mit innerdeutschen Problemen geben könnte, sieht es nun so aus, daß dies durch eine um so stärkere politische Entschlossenheit aufgewogen wird, innerhalb Westeuropas – sogar mit der politischen Vereinigung – voranzukommen.

Die dramatischen Veränderungen in Osteuropa haben in den letzten Monaten so sehr die wirtschaftspolitische Diskussion beherrscht, daß andere Entwicklungen eher weniger Beachtung gefunden haben, als es sonst der Fall gewesen wäre. Am bemerkenswertesten ist hier wohl die Tatsache, daß das wirtschaftliche Wachstum in vielen westlichen Industrieländern in dieser Stärke über einen so langen Zeitraum angehalten hat und erneut ohnehin schon optimistische Vorhersagen übertraf. In Deutschland, Belgien und den Niederlanden erreichte das reale Produktionswachstum 4–4¼%, so daß

1989 für sie das beste Jahr in diesem Jahrzehnt wurde. Eine zweite, ziemlich heterogene Gruppe von Ländern, zu denen Japan, Frankreich, Italien, Australien, Österreich, Spanien und die Schweiz zählen, wies Wachstumsraten von 3–5% auf; ihnen war gemeinsam, daß diese Raten den in den Jahren 1988 oder 1987 erreichten Niveaus entsprachen oder nicht wesentlich darunter lagen. Eine dritte Gruppe, zu der die Vereinigten Staaten, Großbritannien und Kanada gehören, erlebte hingegen eine deutliche Verlangsamung des Wachstums auf 2¼–3%, was jedoch dem Ziel ihrer Politik angesichts klarer Anzeichen einer zu starken Nachfrage entsprach. Die rückläufige Konjunktur in diesen Ländern ist ebenso wie eine gewisse Abschwächung des Wachstums in Indien, China und den dynamischen ostasiatischen Volkswirtschaften dafür verantwortlich, daß das Produktionswachstum weltweit mit 3½% um fast 1 Prozentpunkt niedriger war als 1988.

Die *Inflation* zeigt seit ihrem Tiefpunkt im Jahr 1986 einen steigenden Trend und war 1989 in allen Industriestaaten spürbar – durchschnittlich um 1,2 Prozentpunkte – höher als 1988. In einigen Ländern könnte jetzt der Aufwärtstrend gestoppt sein. Eine Umkehr ist jedoch nicht in Sicht, obwohl die Geldpolitik 1989 überall restriktiver war. Die kurzfristigen Zinssätze, die den geldpolitischen Kurs am klarsten widerspiegeln, waren im Jahresdurchschnitt ausnahmslos höher als im vorangegangenen Jahr; der Anstieg reichte von nur 1¼% in den Vereinigten Staaten, wo ein Gipfel bereits im März 1989 erreicht wurde, und in Japan bis zu fast 4% in Großbritannien und in der Schweiz. In einigen der größeren Länder zeigte die monetäre Expansion tatsächlich Zeichen einer Verlangsamung, aber in vielen Ländern hielt sie unvermindert an.

Die langfristigen Zinsen folgten nicht sofort dem Anstieg der kurzfristigen Sätze und fielen sogar in den Vereinigten Staaten, Kanada und Frankreich, was weithin als ein Zeichen des Vertrauens der Märkte auf die Fähigkeit der Regierungen gedeutet wurde, mit dem erhöhten Inflationsdruck fertig zu werden. In jüngster Zeit, insbesondere in den ersten Monaten des Jahres 1990, haben die langfristigen Zinsen jedoch etwas gegenüber den kurzfristigen Zinsen aufgeholt. Dies hat zu dem verbreiteten Unbehagen über ein als übermäßig hoch betrachtetes Realzinsniveau beigetragen. Manche neigen zu einer optimistischen Sicht und sehen in dem Anstieg der realen langfristigen Zinssätze einfach ein natürliches Spiegelbild einer höheren Grenzproduktivität des Kapitals, nun da sich sehr lukrative Investitionsgelegenheiten in den früheren „Ostblock“-Ländern bieten. Das gleiche läßt sich auch weniger positiv ausdrücken durch die Feststellung, daß sich das globale Verhältnis zwischen Ersparnissen und Investitionsbedarf verschlechtert hat. Es kann jedoch wenig Zweifel darüber bestehen, daß höhere langfristige Realzinsen – wie üblich als Differenz zwischen nominalen Zinssätzen und gegenwärtigen Inflationsraten berechnet – auch Sorgen über gestiegene Inflationsrisiken, eine restriktivere Geldpolitik und größere Unsicherheit, insbesondere in Deutschland, widerspiegeln.

Der weltweite Anstieg der langfristigen Zinssätze hat das hohe Preisniveau von Vermögenswerten in Frage gestellt. Die sogenannte „Inflation der Vermögenswerte“ wurde zunehmend als Indiz für zuviel Liquidität und als ein



Frühwarnsignal für einen noch nicht zutage getretenen Inflationsdruck betrachtet. Der Begriff selbst ist in gewisser Weise widersprüchlich. Die Unterscheidung zwischen Änderungen des allgemeinen Preisniveaus auf der einen Seite und Veränderungen der relativen Preise auf der anderen Seite würde nahelegen, den Begriff „Inflation“ nur im ersten Fall und nicht im zweiten Fall zu verwenden. Aber eine steigende Gesamtnachfrage, sei sie durch überschüssige Liquidität oder durch steigende Realeinkommen angeregt, wird ohne Zweifel ihre ersten und stärksten Preiseffekte dort haben, wo das Angebot unelastisch ist. Dies ist besonders offensichtlich bei Immobilien in einem dicht besiedelten Land wie Japan, wo die Lage noch durch verschiedene Beschränkungen und Steuerbestimmungen verschärft wird, die die Grundbesitzer davon abhalten, ihr Land als Reaktion auf den steilen Anstieg der Bodenpreise zu verkaufen. Während derartige Bedingungen mittel- und langfristige Tendenzen der relativen Preise erklären, können die kurzfristigen Entwicklungen sehr wohl von monetären Faktoren bestimmt werden. Mit anderen Worten: Die Preise von Vermögenswerten können in der Tat inflationäre Gefahren schon zu einer Zeit anzeigen, in der das allgemeine Preisniveau – bekanntlich ein Spätindikator – solche Risiken noch nicht offenbar werden läßt. Schließlich muß man, wo immer die Preise rasch ansteigen, die Möglichkeit spekulativer Übertreibungen in Betracht ziehen.

Auch andere im Berichtsjahr fortbestehende wirtschaftspolitische Probleme – wie die zu hohen Auslandsschulden in Entwicklungsländern mit mittleren Einkommen, Arbeitslosigkeit, große Leistungsbilanzungleichgewichte und Instabilitäten auf den Finanzmärkten, um nur einige zu nennen – wurden in jüngster Zeit weniger beachtet als sonst. In der Tat hat eine Reihe von Ländern, die von einigen dieser Probleme betroffen sind, ihre Besorgnis darüber zum Ausdruck gebracht, daß ihren Problemen eine geringere Priorität auf internationalen politischen Tagesordnungen eingeräumt wird. Ein erster kurzer Blick auf die Liste der fraglichen Probleme zeigt jedoch, daß in bezug auf die meisten einige Fortschritte gemacht wurden, obwohl sie nirgends besonders beeindruckend waren.

Um mit dem *Schuldenproblem* zu beginnen: Die im März 1989 lancierte Brady-Initiative hat einige Problemschuldnerländer, namentlich Mexiko, in den Stand versetzt, vor dem Hintergrund des gestiegenen Vertrauens internationaler und heimischer Investoren in ihre Politik gewisse Schulden- und Schuldendienst erleichterungen auszuhandeln. Auch wenn die Initiative nicht verpufft ist, sind andere Hauptschuldnerländer wie Argentinien und Brasilien, auf die fast ein Drittel der gesamten Auslandsverschuldung der Problemschuldnerländer mit mittlerem Einkommen entfällt, einer Lösung oder auch nur einer deutlichen Verbesserung hinsichtlich ihrer Auslandsverschuldung nicht näher als vor einem Jahr. Die Bereitschaft der Banken, neues Geld zur Verfügung zu stellen, hat einen Tiefpunkt erreicht.

Als nächstes auf der Liste der Dauerprobleme ist der harte Kern der nach wie vor relativ *hohen strukturellen Arbeitslosigkeit* in zahlreichen Industrieländern zu nennen, wenngleich die Fortsetzung des Aufschwungs gewisse Erfolge auf den Arbeitsmärkten gezeitigt hat. In vielen Fällen stieg die Beschäftigung schneller, als die Arbeitslosigkeit zurückging, wobei Wanderungsbewegungen

und höhere Erwerbsbeteiligung andere demographische Faktoren als Hauptursachen des Arbeitskräftewachstums ablösten. Gleichwohl liegen die derzeitigen Arbeitslosenzahlen fast überall deutlich unter den Spitzenwerten, und in manchen Ländern sind sie auf dem niedrigsten Stand seit nahezu einem Jahrzehnt. Im gesamten Gebiet der OECD betrug 1989 die Arbeitslosenquote 6,4%, verglichen mit dem Höchststand von 8,7% im Jahre 1983.

Das Problem der großen Leistungsbilanzungleichgewichte zwischen den wichtigsten Industriestaaten entschärfte sich weiter etwas, obwohl Deutschlands gesamter Leistungsbilanzüberschuß – bei zunehmenden Ungleichgewichten innerhalb Europas – auf fast 4½% des Bruttosozialprodukts anstieg. Unter den kleineren Volkswirtschaften weist Australiens Leistungsbilanzdefizit nun mit über 5½% des Bruttosozialprodukts die höchste Quote aller Industrieländer auf. Zahlreiche Defizitländer haben Programme in Gang gesetzt, um das private Sparen zu fördern, was im Erfolgsfall dazu beitragen könnte, die bestehenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte zu vermindern und das gesamte Niveau der Spartätigkeit zu erhöhen, was Folgen für das Niveau der langfristigen Zinsen hätte. Die betreffenden Länder wissen um den ziemlich begrenzten Erfolg, den solche Programme andernorts hatten; leicht werden dabei Handlungen belohnt, die ohnehin erfolgt wären, ohne daß eine nennenswerte Wirkung auf die Ausgabeentscheidungen erzielt wird. Es ist sehr schwierig, eine Anreizstruktur zu entwerfen, die dies vermeidet. Die sicherere und schnellere Methode, das Sparniveau im Inland anzuheben, ist die Erhöhung der Ersparnis des öffentlichen Sektors bzw. die Verminderung des staatlichen Defizits.

Tatsächlich wurden 1989 beträchtliche Fortschritte bei der *Konsolidierung der Staatshaushalte* erzielt, was zum Teil der guten Wirtschaftsentwicklung zu verdanken ist, die als eingebauter Stabilisator wirkte und die aufkommenden Spannungen linderte. Die Ausnahmen unter den großen Ländern waren Italien und Kanada. Das Verhältnis der Staatsverschuldung zum Bruttosozialprodukt verbesserte sich in den meisten Ländern etwas, aber die Spanne bleibt sehr groß: von 133% bzw. 126% in Belgien und Irland bis hin zu weniger als 30% in Finnland, Australien und der Schweiz.

Die *Devisenmärkte* beruhigten sich etwas gegen Ende 1989 und Anfang 1990, aber die Volatilität blieb hoch, und die staatlichen Interventionen auf den Devisenmärkten waren beträchtlich. Die deutliche Schwäche des japanischen Yen, die bis in die ersten Maiwochen des Jahres 1990 hinein anhielt, stellte eine neue und ernste Fehlentwicklung der Wechselkurse dar, die eine Rückkehr zu höheren japanischen Handelsüberschüssen gefährden könnte. Offensichtlich waren die Devisenmarktteilnehmer nicht völlig von der Festigkeit der Verpflichtung der wichtigsten Industrieländer auf eine wirtschaftspolitische Koordination überzeugt, obwohl diese ihre Verpflichtung bei den Treffen der Siebenergruppe im April und Mai erneut bekräftigten. Gleichwohl begann der Druck auf den Yen zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Berichts etwas nachzulassen.

Die *Finanzmärkte* blieben auch 1989 in einer hochsensiblen Verfassung mit starken Bewegungen der Aktienkurse in beide Richtungen. Kursrückgänge weckten jedoch keine Befürchtungen über ungünstige Rückwirkungen



auf die Realwirtschaft, wie dies 1987 der Fall war, vermutlich, weil sich diese Befürchtungen damals als unbegründet erwiesen hatten. Anfang 1990 kam es zu einem scharfen Einbruch an der Tokioter Börse, der nicht wie in früheren Fällen auf unmittelbaren starken Widerstand stieß, aber nicht jene Übertragungswirkungen auf die Börsen anderer Länder hatte, die ein so auffälliges Charakteristikum der Ereignisse vom Oktober 1987 gewesen waren. Der Markt für hochverzinsliche Risikopapiere erlebte einige üble Momente; diese lösten aber keine unmittelbaren Schockwellen in anderen Marktsegmenten aus. Die Krise der Sparbanken in den USA nahm immer größere Ausmaße an und schwächte tendenziell auch das Vertrauen in andere Finanzinstitute. Der plötzliche Kursrückgang bei Rentenwerten, besonders in Deutschland im Februar 1990, war ein weiteres Anzeichen unterschwelliger Nervosität an den Finanzmärkten während der Berichtsperiode.

Das einzige Dauerproblem, bei dem es keine Fortschritte gab, vielmehr eine weitere Verschlimmerung, war die Notlage der ärmsten Länder, vor allem der afrikanischen Staaten südlich der Sahara. Einige von ihnen haben nunmehr Pro-Kopf-Einkommen, die *unterhalb* des Niveaus Mitte der sechziger Jahre liegen. In einigen dieser Länder werden von Zeit zu Zeit modifizierte und verheissungsvollere wirtschaftspolitische Ansätze – z.B. realistischere Wechselkursstrategien – verfolgt, was zu neuen Hoffnungen Anlaß gibt. Aber bei dem starken Bevölkerungswachstum und den dünn gesähten administrativen Fähigkeiten, ganz zu schweigen von allgemeineren Problemen der inneren politischen Entwicklung, ist ihre Fähigkeit, Programme durchzuführen, die einen Umschwung bewirken, äußerst beschränkt.

Dies ist zweifellos der dunkelste Fleck in dem verhältnismäßig hellen Bild der Weltwirtschaft, das in diesem Bericht gezeichnet wird. Schwierige wirtschaftspolitische Entscheidungen und die Notwendigkeit, neue Ansätze in Betracht zu ziehen, sind zwar nicht auf diesen Bereich begrenzt, aber er sticht hervor als der mit den schwerwiegendsten Problemen. Die politischen Aspekte werden in den Schlußbemerkungen eingehender behandelt. Die Gliederung des Berichts wird dem regelmäßigen Leser vertraut sein: Grob gesagt führt er von der Realwirtschaft zu den Finanzmärkten und weiter zu Fragen der Wirtschaftspolitik, wobei jeweils ein Kapitel die überwiegend nationalen Aspekte und ein anderes die internationalen Aspekte behandelt. Kapitel II enthält eine ausführlichere Erörterung der wirtschaftspolitischen Probleme Osteuropas.

## II. Wirtschaftsentwicklung im Jahr 1989

### Schwerpunkte

Das Wachstum der Weltwirtschaft blieb im vergangenen Jahr recht hoch, verlangsamte sich jedoch auf 3½%, verglichen mit der kräftigen Aufwärtsbewegung von 4¼% im Jahr 1988. Die Abschwächung war auf die großen Industrieländer, Osteuropa und die Entwicklungsländer konzentriert, während sich in den kleineren industriellen Volkswirtschaften das Wachstum leicht verstärkte. Das Schwergewicht der Wachstumsdynamik in den Industrieländern verlagerte sich 1989; sie war in den kontinentaleuropäischen Ländern stärker als in Nordamerika, während sich die kräftige Wirtschaftstätigkeit in Japan fortsetzte. Der europäische Kontinent hatte in den frühen Jahren des wirtschaftlichen Aufschwungs hinter Nordamerika und Japan zurückgelegen, doch in den Jahren 1988/89 wies er im Sog einer kräftigen Ausweitung der Exporte und einer lebhaften Investitionstätigkeit ein sehr hohes Wachstumstempo auf. Hinter dieser Entwicklung stand eine Erholung der Unternehmenserträge, die teilweise auf einem moderaten Anstieg der Reallöhne beruhte. Das gegenwärtige Tempo der Ausweitung der Wirtschaftstätigkeit liegt in den meisten Ländern nahe der Grenze, die durch das Produktionspotential vorgegeben ist, da die freien Kapazitäten nach sieben Jahren wirtschaftlicher Expansion allmählich aufgebraucht sind.

Mit der Annäherung an die Kapazitätsgrenzen und zunehmenden Anspannungen auf dem Arbeitsmarkt nahm jedoch auch der damit verbundene Preis- und Kostenauftrieb zu. Der Preisanstieg beschleunigte sich in den meisten Industrieländern im zweiten Halbjahr 1988 und während der ersten Monate des Jahres 1989 teilweise aufgrund eines Wiederanstiegs der Ölpreise. Aber auch wenn man die durch Preisschwankungen von Energie- und landwirtschaftlichen Rohstoffen hervorgerufenen Einmaleffekte ausklammert, erhöhten sich die Inflationsraten in den meisten Industrieländern 1988/89 verstärkt im Verein mit allgemein steigenden Arbeitskosten, einem nachlassenden Produktivitätswachstum und – namentlich auf dem europäischen Kontinent – höheren Gewinnspannen. Als Reaktion auf die inflationären Tendenzen wurde die Geldpolitik 1988 und dann erneut im abgelaufenen Jahr verschärft, außer in den USA, wo die Zinsen bereits im Frühjahr ihren Höhepunkt erreichten und anschließend angesichts der Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit zurückgenommen wurden. Die nachlassende Wirtschaftsdynamik hat ihrerseits zur Eindämmung des insbesondere in der ersten Hälfte des Jahres 1989 deutlich gewordenen Preisauftriebs beigetragen.

In den USA und in Japan verminderten sich die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte 1989, real gesehen freilich langsamer als 1988. Demgegenüber nahm der bereits hohe deutsche Leistungsbilanzüberschuß auf Jahresbasis



gegenüber mehreren anderen EG-Ländern zu. Die Wechselkursentwicklung war für die außenwirtschaftliche Anpassung nicht immer hilfreich. Ein im Jahresverlauf sinkender effektiver realer Außenwert der Währung in Japan und ein im Jahresdurchschnitt gegenüber dem Vorjahr im großen und ganzen unveränderter realer effektiver Wechselkurs in Deutschland standen im Gegensatz zu hohen außenwirtschaftlichen Überschüssen.

Die Fortschritte bei der finanzpolitischen Konsolidierung setzten sich 1989 in den meisten Industrieländern fort, so daß sich die Staatsverschuldung in Relation zum Bruttosozialprodukt nach einem Jahrzehnt rascher Ausweitung stabilisieren konnte und in einigen Fällen sogar leicht rückläufig war. Die jüngsten Fortschritte in diesem Bereich in einer Reihe von Ländern sind freilich in hohem Maße der kräftigen Konjunktur und nicht expliziten Änderungen der Ausgabenpolitik zuzuschreiben.

Auch in den Entwicklungsländern verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum im letzten Jahr infolge eines etwas verhalteneren Tempos der Wirtschaftstätigkeit in Asien, und zwar von 4¾% im Jahr 1988 auf 3¼%. Mit über 5% war die Wachstumsrate der asiatischen Volkswirtschaften nach wie vor die bei weitem höchste in den Entwicklungsländern, gleichzeitig aber deren niedrigste seit 1982. In Lateinamerika stagnierte die Wirtschaftstätigkeit weiterhin unter der zweifachen Last hoher Auslandsverschuldung und extrem hoher Inflation. Etwas ermutigendere Anzeichen waren in den Nahostländern aufgrund hoher Terms-of-trade-Gewinne erkennbar. Anderorts waren die außenwirtschaftlichen Bedingungen nicht so günstig. Das

Entwicklung der Produktion weltweit <sup>1</sup>									
Ländergruppe/Region	BIP von 1987			1978–84 Durchschnitt	1985	1986	1987	1988	1989
	in Mrd. US-Dollar	in Prozent des BIP insgesamt auf der Basis von							
		US-Dollar	PPP <sup>2</sup>	Veränderung des realen BIP in Prozent					
Sieben größte Länder	10682	64,6	47,1	2,5	3,6	2,7	3,6	4,5	3,5
Übrige Industrieländer <sup>3</sup>	1903	11,4	9,8	2,0	3,0	2,6	3,0	3,3	3,6
Entwicklungsländer	2615	15,8	29,8	3,9	4,1	4,6	4,5	4,7	3,2
Hauptölförderländer <sup>4</sup>	759	4,5	6,5	2,4	0,2	0,4	1,0	1,8	1,7
Übrige Entwicklungsländer	1856	11,3	23,3	4,6	5,6	6,3	6,1	5,9	3,6
Afrika und Nahost	196	1,2	2,1	4,1	4,0	2,5	0,9	4,3	3,1
Asien	1073	6,5	15,1	6,2	6,4	7,0	8,3	9,5	5,2
<i>darunter:</i>									
Schwellenländer <sup>5</sup>	293	1,8	2,1	7,4	3,7	10,6	12,1	9,2	6,3
Lateinamerika	587	3,6	6,1	1,8	4,7	6,3	3,7	–0,4	1,0
Osteuropa <sup>6</sup>	1347	8,2	13,3	3,0	3,5	2,9	1,9	3,9	1,8
Insgesamt <sup>7</sup>	16547	100,0	100,0	2,7	3,6	3,1	3,6	4,3	3,4

<sup>1</sup> Die Gruppenschnittswerte wurden anhand der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1987 errechnet, wobei alle Länder berücksichtigt sind, deren BIP 1987 wenigstens US-\$ 0,1 Mrd. betrug. <sup>2</sup> Kaufkraftparitäten auf der Grundlage der Daten von A. Heston und R. Summers, University of Pennsylvania. <sup>3</sup> In der Tabelle auf S. 24 aufgezählte Länder sowie Island und Luxemburg. <sup>4</sup> OPEC-Mitglieder, Bahrain, Oman, Mexiko und Trinidad und Tobago. <sup>5</sup> Die jungen Industrieländer: Hongkong, Singapur, Südkorea und Taiwan. <sup>6</sup> Materielle Produktion (netto) oder BIP, umgerechnet zu nichtkommerziellen Wechselkursen. <sup>7</sup> Errechnet unter Verwendung der US-Dollar-Gewichte. Die Verwendung der Kaufkraftparitätsgewichte führte nur zu marginalen Abweichungen.

Quellen: IMF, World Economic Outlook; OECD, National Accounts; UN Yearbook; World Bank, World Bank Atlas und World Debt Tables; Angaben der einzelnen Länder.

Wachstum der Ausfuhren schwächte sich trotz der kräftigen Konjunktur in den Industrieländern ab, und die Preise für Rohstoffe (ohne Öl) gingen im Verlauf des vergangenen Jahres stark zurück. In den Ländern südlich der Sahara fielen die Außenhandelspreise besonders stark, und einmal mehr ließ das rasche Bevölkerungswachstum das Pro-Kopf-Einkommen zurückgehen.

In den osteuropäischen Staaten ist es zu dramatischen Entwicklungen gekommen. Die meisten dieser Länder erleben derzeit eine radikale politische und wirtschaftliche Umgestaltung. Nachdem sie sich vom System zentraler Planwirtschaft abgewandt haben, versucht die Mehrheit dieser Staaten nun, Marktwirtschaften zu entwickeln. Zwar unterscheiden sich die wirtschaftlichen Verhältnisse und Reformstrategien erheblich von Land zu Land, doch sehen sich all diese Länder einem vergleichbaren Komplex grundlegender Probleme in dem Bemühen gegenüber, ihre Wirtschaftsstruktur in ein dezentralisiertes, gewinnorientiertes System umzuwandeln. Diese Fragen werden in einem allgemeinen Zusammenhang am Ende dieses Kapitels erörtert.

## Industrieländer

Anhaltendes  
kräftiges Wach-  
stum auf dem  
europäischen  
Kontinent  
und in Japan,  
Verlangsamung  
dagegen in  
Nordamerika

Das Zentrum des Wirtschaftswachstums in den Industrieländern verlagerte sich 1989 von Nordamerika zum europäischen Kontinent, während in Japan die kräftige Konjunktur anhielt. In den Vereinigten Staaten und in Kanada schwächte sich das Wachstum ab, insbesondere in der verarbeitenden Industrie, wohingegen die Wirtschaftstätigkeit in Deutschland, Frankreich und in einer Reihe kleinerer europäischer Länder, getragen von den Exporten und den Anlageinvestitionen der Unternehmen, kräftig blieb.

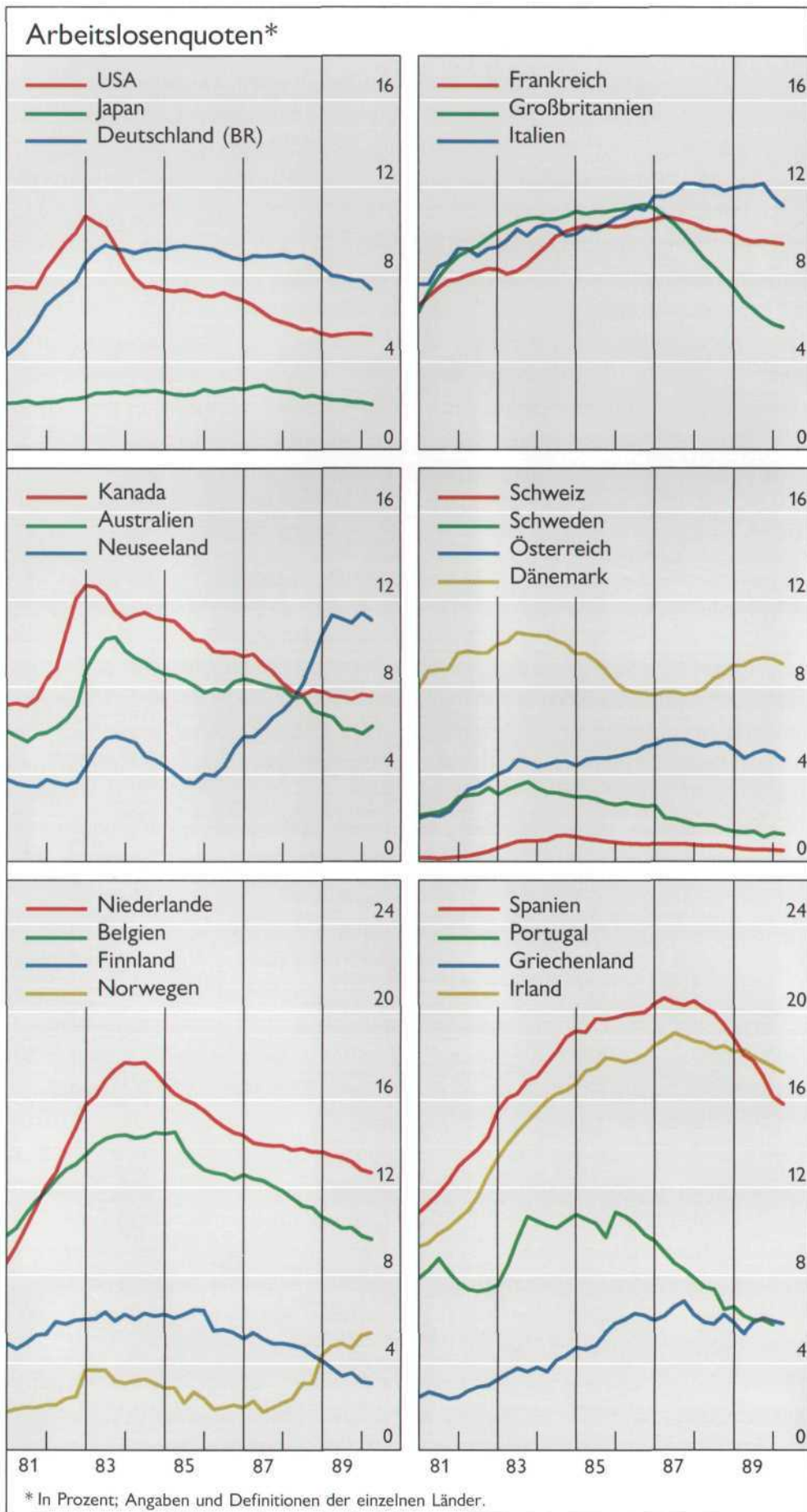
Die meisten Industrieländer sahen sich 1989 einer sehr hohen Auslastung der Sachkapazitäten und beginnenden Anspannungen am Arbeitsmarkt gegenüber. Die Zahl der offenen Stellen erhöhte sich im letzten Jahr im allgemeinen, und die Arbeitslosenquote ging – wie die Grafik auf Seite 12 zeigt – in den meisten Ländern zurück, mancherorts auf das niedrigste Niveau seit mehr als einem Jahrzehnt. Die Gewinnsituation der Unternehmen hat sich in Europa bei kräftig expandierenden Exporten deutlich verbessert, während die Ertragslage in Nordamerika aufgrund der schwächeren Konjunktur im verarbeitenden Gewerbe etwas schlechter war. Die allgemeine Verbesserung der Rentabilität in Europa und Nordamerika in den achtziger Jahren stellt – nach einer Periode der Gewinnauszehrung in den siebziger Jahren – einen bedeutenden Faktor für die Stärke und Dauer der wirtschaftlichen Erholung mit ihrer besonderen Bedeutung für die Unternehmensinvestitionen dar. Der maßvolle Reallohnanstieg, der reale Rückgang der Ölpreise und ein wieder kräftigeres Produktivitätswachstum in den achtziger Jahren trugen zur Verbesserung der Rentabilität bei (s. den Abschnitt über Preise, Kosten und Gewinnquoten in diesem Kapitel).

Rentabilitäts-  
verbesserung

Aufwärtsdruck  
auf Preise und  
Löhne

Im Zusammenhang mit dem allgemein hohen Niveau der Wirtschaftstätigkeit entstand 1988 ein Aufwärtsdruck auf Preise und Löhne, der sich im ersten Halbjahr 1989 verstärkte. Der beschleunigte Preisanstieg war teilweise auf Einmaleffekte aus dem steilen Anstieg der Ölpreise und in manchen Fällen, so in Japan und Deutschland, auf die Erhöhung indirekter Steuern





Weitere  
Straffung der  
Geldpolitik

zurückzuführen. Diese Auftriebstendenzen schwächten sich im zweiten Halbjahr offensichtlich etwas ab, teilweise indes als Reaktion auf die Straffung der Geldpolitik, die 1988 eingesetzt hatte und in den meisten Ländern im letzten Jahr fortgesetzt wurde (s. Kapitel VI). Eine Ausnahme bildeten hier die USA, die im Frühjahr 1989 eine vorsichtige geldpolitische Lockerung einleiteten und als Reaktion auf vorherige Anzeichen einer sich abschwächenden realen Wirtschaftstätigkeit, die in der Folge durch eine gedrückte Produktionsleistung im verarbeitenden Gewerbe bestätigt wurden, einen begrenzten Rückgang der kurzfristigen Zinsen zuließen.

In Großbritannien, Kanada, Australien, Finnland, Spanien und Schweden war eine Übernachfrage klassischer Ausprägung erkennbar, begleitet von einem erheblich beschleunigten Preisanstieg und einer Verschlechterung der außenwirtschaftlichen Lage 1988/89. All diese Länder verschärften ihre Geldpolitik, wobei die kurzfristigen Nominalzinsen in den meisten von ihnen im letzten Jahr auf das höchste Niveau seit Anfang der achtziger Jahre kletterten.

In einer Reihe von Ländern wie Deutschland und Frankreich ließ allerdings die Kraft und Dauer des Aufschwungs zusammen mit dem mäßigen Inflationsdruck gewisse Zweifel an früheren Schätzungen über die Höhe des Produktionspotentials aufkommen. Trotz des in jüngster Zeit hohen Auslastungsgrads der betrieblichen Kapazitäten und rückläufiger Arbeitslosigkeit erhöhte sich die Produktion im allgemeinen stärker als erwartet, während der Preis- und Lohnkostendruck bis in die jüngste Zeit hinein nur moderat zunahm. Gleichwohl weisen zunehmende Anzeichen eines Mangels an Facharbeitern in einigen Industriezweigen und der damit einhergehende Lohnkostendruck ebenso wie die jüngste Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit in einigen Ländern mit relativ niedriger Arbeitslosenquote wie den Vereinigten Staaten und Schweden darauf hin, daß die Kapazitätsgrenzen bald erreicht und in einigen Fällen überschritten werden, und verdeutlichen die Gefahr weiterer inflationärer Anspannungen.

Kapazitäts-  
grenzen bald  
erreicht

Öffentliche  
Haushalte

In den meisten Industrieländern gingen im vergangenen Jahr die öffentlichen Haushaltsdefizite weiter zurück. Der folgenden Tabelle sind die Fortschritte in diesem Bereich zu entnehmen. Der Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte in Deutschland wies erstmals seit nahezu zwei Jahrzehnten ein Plus auf, und der positive Saldo in Japan, Großbritannien, Australien, Finnland und Schweden nahm zu. Eine Verringerung des Defizits des US-Bundeshaushalts wurde trotz erheblicher Fortschritte seit 1986 durch den unerwarteten zusätzlichen Finanzierungsbedarf im Zusammenhang mit der Reorganisation der Spar- und Darlehensbanken vereitelt.

Geringere  
öffentliche  
Verschuldung  
in Relation  
zum BSP

Wie die Grafik auf Seite 15 zeigt, ist es den meisten Industrieländern in den letzten Jahren gelungen, die öffentliche Verschuldung in Relation zum Sozialprodukt zu stabilisieren oder zu verringern, nachdem diese Relation in den siebziger und Anfang der achtziger Jahre stark gestiegen war. Von den sieben größten Ländern stabilisierten oder reduzierten mit Ausnahme Italiens alle ihre Staatsverschuldungsquote. In Großbritannien ist die Staatsverschuldungsquote seit Anfang der siebziger Jahre stark zurückgegangen, zunächst als Folge zweistelliger Inflationsraten, später jedoch aufgrund der vor mehr als



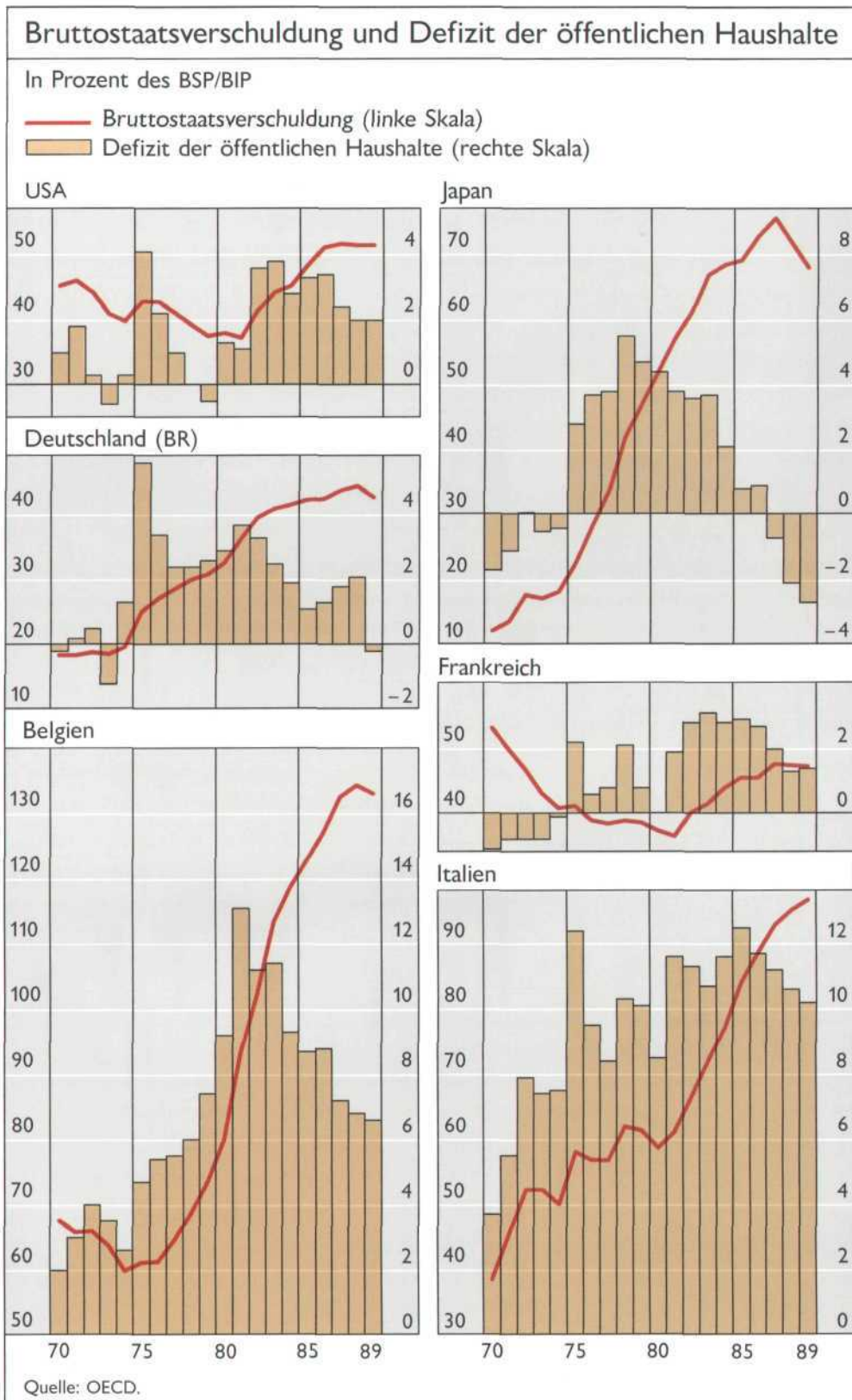
Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte <sup>1</sup>							
Land	1973	1980–84 Durchschnitt	1985	1986	1987	1988	1989 <sup>2</sup>
	in Prozent des BSP/BIP						
USA	0,6	– 2,5	– 3,3	– 3,4	– 2,4	– 2,0	– 2,0
Japan <sup>3</sup>	0,5	– 3,5	– 0,8	– 0,9	0,6	2,1	2,7
	–2,7	– 6,7	– 4,2	– 4,2	– 1,4	0,6	1,3
Deutschland (BR)	1,2	– 2,9	– 1,1	– 1,3	– 1,8	– 2,1	0,2
Frankreich	0,9	– 2,1	– 2,9	– 2,7	– 2,0	– 1,8	– 1,4
Großbritannien	–2,6	– 3,1	– 2,7	– 2,3	– 1,3	1,0	1,1
Italien	–8,0	–12,0	–13,6	–12,3	–11,7	–11,6	–11,3
Kanada	0,9	– 4,7	– 6,8	– 5,5	– 4,4	– 2,6	– 3,4
Australien <sup>4</sup>	0,1	– 1,7	– 3,1	– 2,7	– 1,5	0,3	2,0
Belgien	–3,5	–11,1	– 8,9	– 9,0	– 7,4	– 7,1	– 6,5
Dänemark	5,3	– 6,1	– 2,1	3,4	2,6	0,3	– 1,7
Finnland	5,8	– 0,1	0,1	0,8	– 1,1	1,4	2,7
Griechenland	–1,4	– 7,9	–14,0	–12,7	–12,0	–14,5	–17,6
Irland <sup>5</sup>	–3,8	–14,5	–12,8	–12,8	– 9,9	– 3,3	– 2,4
Neuseeland <sup>4,6</sup>	–2,5	– 7,3	– 7,2	– 4,2	– 3,7	0,8	2,7
Niederlande <sup>7</sup>	1,9	– 5,7	– 4,4	– 5,0	– 4,9	– 4,3	– 3,9
Norwegen	5,8	5,3	10,4	5,8	4,8	3,1	0,9
Österreich	1,3	– 2,7	– 2,5	– 3,7	– 4,3	– 3,1	– 2,8
Portugal	1,4	–10,0 <sup>8</sup>	–10,1	– 7,2	– 6,9	– 6,5	– 5,3
Schweden	4,1	– 4,8	– 3,8	– 1,3	4,2	3,4	5,3
Schweiz <sup>7</sup>	–1,1	– 0,5	– 0,1	1,1	0,8	0,7	0,2
Spanien	1,1	– 4,5	– 7,0	– 6,1	– 3,6	– 3,1	– 2,2
Südafrika <sup>6</sup>	1,1	– 3,4	– 3,1	– 4,3	– 5,4	– 4,4	– 5,0
Türkei	1,8	– 3,1	– 2,9	– 3,6	– 4,5	– 4,0	– 3,8

<sup>1</sup> Einschl. Sozialversicherungen, aber ohne Kapitaltransaktionen zu Finanzierungszwecken. <sup>2</sup> Teilweise geschätzt. <sup>3</sup> Kursive Zahlen einschl. Staatsbetrieben (Finanzierungsrechnung). <sup>4</sup> Haushaltsjahre, im angegebenen Jahr endend. <sup>5</sup> Finanzierungsbedarf des Schatzministers. <sup>6</sup> Nur zentraler Haushalt. <sup>7</sup> Ohne Sozialversicherungsträger. <sup>8</sup> 1981–84.

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

zehn Jahren eingeführten mittelfristigen Finanzplanung und der Privatisierungsvorhaben. Gleichwohl sieht sich eine Reihe von Industrieländern angesichts steigender Schuldendienstausgaben, die sich mit dem allgemeinen Zinsanstieg seit Mitte 1988 noch zusätzlich erhöht haben, erheblichen Haushaltsproblemen gegenüber. Sowohl Belgien als auch Irland, die mit 133% bzw. 126% des Bruttoinlandsprodukts mit die höchsten öffentlichen Verschuldungsquoten aufweisen, ist es gelungen, ihre finanzielle Position trotz eines steigenden Schuldendienstaufwands zu stabilisieren, indem sie hohe Überschüsse (von mehr als 3% des BIP im Jahr 1989) in ihren öffentlichen Haushalten (vor Zinszahlungen) erzielten.

Ein Teil des Fortschritts bei der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen wurde der Anwendung einer mittelfristigen Strategie zur Reduzierung der Defizite zugeschrieben – Irland, Großbritannien und Australien sind hier besonders namhafte Beispiele. Zur fiskalischen Konsolidierung und zur Umkehrung des „Schneeballeffekts“ der Schuldenkumulierung (im Sinne der



Neuverschuldung zur Deckung des Zinsaufwands) trug aber auch der auf die kräftige Wirtschaftstätigkeit und nicht auf gezielte Änderungen in der Ausgabenpolitik zurückzuführende „Haushaltsbonus“ bei. Die gute Wirtschaftsentwicklung hat zu einem kräftigen Anstieg der Einnahmen und zu einer geringeren Inanspruchnahme staatlicher Leistungen in einigen Bereichen



wie der Arbeitslosenunterstützung geführt. Eine geringfügige konjunkturelle Abschwächung könnte einige dieser Konsolidierungsfortschritte zunichte machen.

Viele Industrieländer ordneten in den letzten Jahren ihr Steuerrecht neu und boten steuerliche Anreize auf der Angebotsseite, um die Effizienz in der Wirtschaft zu erhöhen. Die Betonung der Angebotsseite der Wirtschaft und das Bemühen um die Entwicklung institutioneller Bedingungen zur Förderung der Privatinitiative sind unübersehbar. In den USA wurde 1986 eine umfassende Steuerreform durchgeführt, bei der die Bemessungsgrundlage für die Einkommen- und die Körperschaftsteuer erweitert und die Steuersätze gesenkt wurden. Japan senkte kürzlich die marginalen Einkommensteuersätze und führte im letzten Jahr zum teilweisen Ausgleich der Einnahmefälle eine neue Verbrauchsteuer ein. Deutschland vereinfachte im Rahmen eines dreistufigen Reformprogramms 1988 die Tarifstruktur der Einkommensteuer und verringerte gleichzeitig deren Grenzsteuersätze, erhöhte 1989 die indirekten Steuern und senkte die Einkommensteuer Anfang dieses Jahres deutlich. Zu den anderen Ländern, in denen in jüngster Zeit eine Steuerreform durchgeführt oder geplant wurde, gehören Frankreich, Kanada sowie einige kleinere Länder wie Dänemark, Finnland, Österreich, Portugal und Schweden.

Steuerreform  
und Angebots-  
förderung

### *Die drei größten Volkswirtschaften*

Mit einer Zunahme des Bruttosozialprodukts um 3% im vergangenen Jahr verzeichneten die *Vereinigten Staaten* im siebten aufeinanderfolgenden Jahr ein Wachstum und damit den längsten Wirtschaftsaufschwung seit den sechziger Jahren. Zwar war die Wachstumsrate erheblich geringer als in den vorangegangenen zwei Jahren, doch lag sie damit näher an dem geschätzten längerfristigen Wachstumspotential der Wirtschaft. Die Arbeitslosenquote, die im Zeitraum 1983–88 in jedem Jahr gesunken war, blieb mit 5¼% den größten Teil des Jahres 1989 und während der ersten Monate des Jahres 1990 stabil. Hinweise auf eine konjunkturelle Abschwächung führten zu einer behutsamen Lockerung der Geldpolitik im Frühjahr 1989 mit leicht nachgebenden Zinsen. Eine Zunahme des realen Sozialprodukts um annähernd 2% im ersten Quartal 1990 läßt zusammen mit dem letztjährigen Zinsrückgang und dem recht ausgewogenen Verhältnis zwischen Produktion und Umsätzen die Konjunkturabschwächung in den USA im zweiten Halbjahr 1989 ähnlich wie die Wachstumspause im Jahr 1986 aussehen.

Schwächeres  
Wachstum des  
realen BSP  
in den USA

Die Abschwächung im letzten Jahr war auf den Industriesektor konzentriert und schlug sich in einem Rückgang der Gewinnquoten nieder. Die Industrieproduktion erhöhte sich 1989 nur um 1½% gegenüber mehr als 5% im Jahr 1988. Die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe ging von März 1989 bis Februar 1990 kontinuierlich zurück. Besonders deutlich wurde die Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres infolge von Produktionskürzungen in der Automobilindustrie und deren Zulieferbetrieben. Ein langanhaltender Streik in der Flugzeugindustrie ließ zudem das industrielle Produktionswachstum im vierten Quartal um 1 Prozentpunkt geringer ausfallen. Hingegen erholte sich die landwirtschaft-

Abschwächung  
im verarbeitenden  
Gewerbe

liche Erzeugung nach den dürebedingten Ernteeinbußen im Jahr davor, und im Dienstleistungssektor hielt die robuste Konjunktur an.

Die Zunahme der privaten Verbrauchsausgaben fiel im vergangenen Jahr moderat aus; eine lebhaftere Nachfrage nach Dienstleistungen glich eine verhaltenere Ausweitung der Käufe von Waren, insbesondere von langlebigen Gebrauchsgütern aus. Gleichwohl stützten die Verbrauchsausgaben die Konjunktur, als im zweiten Halbjahr eine Abschwächung bei anderen Nachfragekomponenten erkennbar wurde. Die Abnahme des gesamtwirtschaftlichen Nachfragewachstums war besonders deutlich bei den Exporten und den Anlageinvestitionen. In dem Rückgang der realen Anlageinvestitionen der

Veränderung des realen BSP/BIP und der Nachfragekomponenten: große Industrieländer								
Land/Zeitraum	BSP/ BIP <sup>1</sup>	Inlands- nach- frage	Nachfragekomponenten					Nach- richtlich: Private Anlage- investi- tionen (ohne Woh- nungs- bau) <sup>3</sup>
			Pri- vater Ver- brauch	Staats- ver- brauch	Anlage- investi- tionen	Vor- rats- ver- ände- rung <sup>2</sup>	Au- ßen- bei- trag <sup>2</sup>	
Veränderung in Prozent								
USA								
1960–69 Durchschnitt	4,3	4,5	4,2	4,7	4,7	0,1	–0,2	5,6
1969–82 Durchschnitt	2,1	2,0	2,7	1,0	0,9	–0,2	0,1	1,4
1982–88 Durchschnitt	4,1	4,5	4,0	3,4	6,5	0,3	–0,5	5,1
1987	3,8	3,2	2,8	2,6	2,5	0,5	0,3	3,9
1988	4,4	3,3	3,4	0,4	5,8	0,1	1,1	8,4
1989	3,0	2,4	2,7	2,7	1,6	–0,1	0,6	3,3
1989 4. Q. <sup>4</sup>	2,6	1,9	2,5	0,5	0,6	0,2	0,7	3,7
Japan								
1960–69 Durchschnitt	10,4	10,3	9,2	5,8	15,6	0,3	–0,6	15,1
1969–82 Durchschnitt	4,9	4,5	4,7	4,7	4,2	–0,1	0,4	4,7
1982–88 Durchschnitt	4,2	4,4	3,5	2,5	6,5	0,1	–0,1	9,3
1987	4,6	5,3	4,2	–0,6	10,2	–0,3	–0,6	8,2
1988	5,8	7,7	5,2	2,2	12,8	0,3	–1,7	15,5
1989	4,8	5,8	3,5	2,1	10,9	–0,1	–1,1	17,7
1989 4. Q. <sup>4</sup>	4,7	6,5	4,0	1,9	11,7	–0,1	–1,7	18,4
Deutschland (BR)								
1960–69 Durchschnitt	4,4	4,5	4,8	4,4	3,9	0,1	0,0	4,8
1969–82 Durchschnitt	2,4	2,4	3,0	3,1	1,0	–0,3	0,3	1,2
1982–88 Durchschnitt	2,4	2,5	2,4	1,8	2,5	0,3	0,0	4,5
1987	1,8	2,9	3,5	1,5	2,1	0,1	–1,1	4,2
1988	3,7	3,7	2,7	2,2	6,0	0,4	0,0	7,3
1989	4,0	2,7	1,7	–0,8	7,2	0,4	1,3	8,6
1989 4. Q. <sup>4</sup>	3,7	3,6	1,9	–2,2	7,1	1,4	0,1	11,1

<sup>1</sup> BSP für die USA, Japan und Deutschland.    <sup>2</sup> Beitrag zum BSP/BIP-Wachstum in Prozentpunkten.    <sup>3</sup> Aus-  
 rüstungsinvestitionen für Deutschland (4. Quartal 1989) und Italien.    <sup>4</sup> Veränderung vom 4. Quartal zum  
 4. Quartal.    <sup>5</sup> Gewichte entsprechend BIP und Nachfragekomponenten von 1987.

Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder.



Unternehmen schlugen sich abnehmende Ausgaben für Ausrüstungsgüter und eine anhaltende Schwäche im gewerblichen Bau nieder. Zwar war eine Verstärkung der kapazitätserweiternden Investitionen in Gestalt der Errichtung von industriellen Produktionsstätten zu verzeichnen, doch wurde dies durch geringere Investitionen in Bauten für Büro- und Handelszwecke mehr als aufgewogen. Der Rückgang der privaten realen Wohnungsbauinvestitionen um 7% vom vierten Quartal 1988 zum vierten Quartal 1989 trug ebenfalls zum schwächeren Wachstum des Sozialprodukts bei und war Spiegelbild relativ hoher Hypothekarzinsen während der ersten Monate des Jahres. Der Verkauf neuer Einfamilienhäuser ging von 1988 auf 1989 um 3,8% zurück. Als Reaktion auf die geringeren Verkäufe fiel die Zahl der begonnenen Neubauten gegenüber dem letzten Höchstwert von 1,81 Millionen Einheiten im Jahr 1986 auf rund 1,39 Millionen Einheiten im Jahr 1989 zurück, was der niedrigste Wert seit 1982 war.

Die Finanzpolitik in den USA orientierte sich in den letzten Jahren an den Vorgaben des Gramm-Rudman-Hollings-Gesetzes, durch die das Defizit des Bundeshaushalts auf der Basis des Gesamthaushalts allmählich beseitigt werden soll. Zwar ist dieses Gesetz nicht so effektiv, wie ursprünglich beabsichtigt, teilweise weil die Zielvorgaben nur für den prognostizierten Haushalt gelten, doch hat es einen bremsenden Einfluß auf das Budgetverfahren gehabt. Das Defizit des Bundeshaushalts ist von einem Höchststand von \$ 221 Mrd. im Jahr 1986 auf \$ 152 Mrd. in dem am 30. September zu Ende gegangenen Fiskaljahr 1989 gesunken. Der Fehlbetrag des letzten Jahres lag hingegen erheblich über der Zielvorgabe von \$ 136 Mrd. und nahe beim Defizit von 1988. Vereitelt wurden die Fortschritte bei der Verringerung des Budgetdefizits im vergangenen Jahr durch die zusätzlichen Ausgaben für die Sanierung der US-Sparbanken in Höhe von mehr als \$ 10 Mrd. Die neue dafür geschaffene Behörde, die Resolution Trust Corporation, soll haushaltswirksame Ausgaben in Höhe von \$ 19 Mrd. tätigen und nicht haushaltswirksam zusätzliche \$ 30 Mrd. über einen Zeitraum von mehreren Jahren am Kapitalmarkt aufnehmen (s. Kapitel IV).

Geringere Fortschritte bei der Rückführung des Defizits im Bundeshaushalt

Vor kurzem wurde, nachdem es zunächst zu einem politischen Patt gekommen war, das pauschale Zwangskürzungen („sequestration“) bei den Budgetausgaben auslöste, dann doch noch für das Finanzjahr 1990 ein Kompromißgesetz zur Haushaltskonsolidierung verabschiedet, das die pauschalen (den Verteidigungsetat und Sonderprogramme in gleichem Maße betreffenden) Zwangskürzungen einige Monate lang beibehielt und von einigen anderen, kleineren kostensparenden Maßnahmen flankiert wird. Im Haushaltsentwurf für 1991 wird diese mittelfristige Konsolidierungsstrategie fortgesetzt, wobei die Einnahmen um 9% und die Ausgaben nur um 3% steigen sollen; dies könnte angesichts der in den Beziehungen zur Sowjetunion eingetretenen Entspannung sogar durch weitere Kürzungen bei den Verteidigungsausgaben verstärkt werden.

Die japanische Wirtschaft setzte ihre kräftige Expansion im letzten Jahr mit einem realen Sozialproduktswachstum von fast 5% fort. Getragen von hohen Unternehmensinvestitionen geht der wirtschaftliche Aufschwung in dieser Phase mit sehr großen Anspannungen am Güter- und Arbeitsmarkt

Weiterhin kräftige Wirtschaftsentwicklung in Japan...



... führt zu  
Anspannungen  
am Arbeits-  
markt ...

einher. Die Industrieproduktion sowie die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe waren 1989 weiter aufwärts gerichtet, wenn auch mit etwas verlangsamtem Tempo im Vergleich zu dem hohen Wachstum der Jahre 1987/88, wobei der Auslastungsgrad im verarbeitenden Gewerbe im August letzten Jahres den höchsten Wert seit fünfzehn Jahren erreichte. Im Dezember lag die Arbeitslosenquote bei nur noch 2,1%, dem niedrigsten Niveau seit nahezu zehn Jahren. Ein günstiges wirtschaftliches Umfeld und Kapazitätsengpässe ließen die privaten Investitionen (ohne Wohnungsbau), die sowohl kapazitätserweiternder als auch arbeitssparender Natur waren, im letzten Jahr um fast 18% und damit am stärksten unter allen großen Industrieländern zunehmen. Die Wohnungsbauinvestitionen schwächten sich dagegen im letzten Jahr ab, wobei die Zahl der begonnenen Bauvorhaben unter dem Höchstwert vom vierten Quartal 1987 lag. Der private Verbrauch nahm 1989 ebenfalls nur verhalten zu und war recht ungleich über das Jahr verteilt. Die Einführung einer allgemeinen Verbrauchsteuer von 3% am 1. April bewirkte, daß einige private Verbrauchsausgaben auf das erste und dritte Quartal verlagert wurden, und sie war auch die Hauptursache für den absoluten Rückgang des realen Sozialprodukts und des Verbrauchs im zweiten Quartal.

... und Ver-  
ringerung  
des Export-  
überschusses

Hauptsächlich wegen des schnellen Wachstums der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und der zunehmend an Kapazitätsgrenzen stoßenden inländischen Produktion verringerte sich der positive reale Außenbeitrag erneut im vergangenen Jahr, allerdings langsamer als 1988. Trotz Japans hoher Gewinne an internationaler Wettbewerbsfähigkeit im Jahr 1989 (s. die Tabelle auf S. 32) setzte sich der außenwirtschaftliche Anpassungsprozeß fort, worin sich teilweise die Auswirkungen der vorherigen Yen-Aufwertungen der Jahre 1985–88 niederschlugen.

Straffung der  
Geldpolitik

Um der Schwäche des Yen an den Devisenmärkten und einem beginnenden Preis- und Lohnkostendruck zu begegnen, wurde die Geldpolitik leicht verschärft, so daß die Zinsen im Jahresverlauf anstiegen. In der Finanzpolitik hat Japan seit den frühen achtziger Jahren einen Kurs der Haushaltskonsolidierung verfolgt. Dies schlug sich in einer deutlichen Verbesserung des öffentlichen Finanzierungssaldos und in einer leichten Abnahme der Staatsverschuldung im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt gegen Ende des Jahrzehnts nieder. Das offizielle, vor nahezu einer Dekade gesetzte Ziel, die Begebung von „Defizitfinanzierungsanleihen“ einzustellen, wurde mit dem ersten Haushaltsentwurf dieses Jahres erreicht. Bei steigenden Einnahmen aufgrund der robusten Konjunktur stand der im letzten Jahr in etwa konjunkturneutrale Haushaltskurs im Einklang mit einer weiteren Verbesserung des Finanzierungssaldos.

Deutsches BSP-  
Wachstum uner-  
wartet kräftig

In *Deutschland* war das Wirtschaftswachstum 1988/89 mit einer durchschnittlichen Jahresrate von nahezu 4%, der größten Steigerung seit dem zweiten Ölpreisschock, unerwartet kräftig. Die rasche Ausweitung des Sozialprodukts verdankt viel der Dynamik der Exporte, die ihrerseits von der überschäumenden europäischen Konjunktur beflügelt wurden. Zusätzliche Anregung erhielten die Ausfuhren durch die Werteinbußen der D-Mark in der ersten Hälfte des vergangenen Jahres. Das Wachstum der Investitionen war in Deutschland in der frühen Phase des Konjunkturaufschwungs verhalten



gewesen, erfuhr dann aber 1988/89 einen kräftigen Schub. Die privaten Anlageinvestitionen (ohne Wohnungsbau) erhöhten sich im vergangenen Jahr real um fast 9%. Die kräftige Investitionskonjunktur der jüngsten Zeit läßt sich auf eine zunehmende Auslastung der Kapazitäten, eine starke Exportnachfrage und eine sehr stark verbesserte Rentabilität in der Wirtschaft zurückführen.

Trotz der lebhaften Investitionstätigkeit hat sich die Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage in Deutschland im letzten Jahr aufgrund der Schwäche des privaten und des Staatsverbrauchs erheblich verlangsamt. Die Abflachung des Anstiegs des privaten Verbrauchs von 2,7% im Jahr 1988 auf 1,7% im Jahr 1989 war teilweise auf die hohen und steigenden Zinsen zurückzuführen, die ihrerseits mit Maßnahmen der Deutschen Bundesbank ab Frühjahr 1988 zur Eindämmung des Preisauftriebs und Stützung des Wechselkurses zusammenhingen. Die geringere Ausweitung des Verbrauchs führte zu einem verhalteneren Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und trug zu der Erhöhung des positiven realen Außenbeitrags bei, die hauptsächlich auf die Ausweitung des bilateralen Ungleichgewichtes im Handel mit Italien, Frankreich und Spanien zurückging.

Die Finanzpolitik war in Deutschland im vergangenen Jahr als Ergebnis eines zurückhaltenden Staatsverbrauchs und einer Erhöhung der Verbrauchsteuern namentlich auf Energieprodukte restriktiver. Zusammen mit den höher als erwartet ausgefallenen Vorteilen aus der „Wachstumsdividende“ – geringere Aufwendungen für die Arbeitslosenunterstützung, Abnahme der Empfänger anderer Einkommenshilfen, erhebliche Steuermehreinnahmen und kräftige Zunahme der Sozialversicherungsbeiträge – führte dies dazu, daß die öffentlichen Haushalte erstmals seit fast zwei Jahrzehnten insgesamt einen Überschuß aufwiesen. Die Erhöhung der indirekten Steuern ist ein Bestandteil der dreistufigen Steuerreform, mit der das Steuersystem entzerrt werden soll. Die Einkommensteuer wurde 1988 als Teil dieser Reform gesenkt, was damals zu einem expansiven Impuls der Finanzpolitik beitrug, und der letzte und größte Reformabschnitt wurde Anfang dieses Jahres in Kraft gesetzt und brachte Steuererleichterungen von schätzungsweise 1¼% des Bruttosozialprodukts. Der Zeitpunkt dieser Steuersenkungen mag sich freilich als problematisch erweisen, bedenkt man, daß von ihnen stimulierende Wirkungen zu einer Zeit ausgehen können, in der Kapazitätsgrenzen deutlich erkennbar sind. Zusätzliche konjunkturelle Impulse könnten zudem von dem Ergänzungshaushalt für 1990 ausgehen, der das Wachstum der Ausgaben des Bundes von 3% auf fast 6% erhöht, wobei der Großteil der neuen Mittel als Hilfe für die DDR vorgesehen ist. Andererseits sollte in dem Ausmaß, wie die Importe als Reaktion auf die sehr günstigen Nachfragebedingungen zunehmen, der Prozeß der außenwirtschaftlichen Anpassung ebenfalls begünstigt werden.

Dreistufige  
Steuerreform

### *Übrige große Industrieländer*

Die Wirtschaft *Frankreichs* wuchs 1989, getragen von einer kräftigen Ausweitung der Exporte und der Unternehmensinvestitionen, im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr um fast 3½%. Dies brachte einen weiteren, geringfügigen

Hohe Exporte  
und Investitions-  
ausgaben  
in Frankreich

Rückgang der Arbeitslosigkeit, was ein erfreulicher Kontrast zu deren stetiger Zunahme seit dem ersten Ölpreisschock bis 1987 war. Die Steigerung der Anlageinvestitionen verflachte sich deutlich gegenüber der zweistelligen Wachstumsrate von 1988, der höchsten seit Ende der sechziger Jahre, blieb jedoch ein Hauptträger des Aufschwungs. Die durch hohe Einkommenszuwächse der letzten Jahre induzierten Steuermehreinnahmen haben gemeinsam mit Maßnahmen zur Senkung der Staatsausgaben im Verhältnis zum Sozialprodukt zu einer allmählichen Reduzierung des Finanzierungsdefizits der öffentlichen Haushalte von einem Höchstwert von rund 3% auf annähernd 1½% des Bruttoinlandsprodukts im letzten Jahr geführt.

Maßvolle Preis-  
und Lohn-  
steigerungen

Trotz einer hohen Auslastung der betrieblichen Kapazitäten ist der Preis- und Lohnkostendruck in Frankreich gering geblieben, woran die durch die Mitgliedschaft im EWS-Wechselkursmechanismus auferlegte Disziplin und das Eintreten der Regierung für Wechselkursstabilität ihren Anteil hatten. Die maßvollen Lohnerhöhungen in Frankreich in den letzten Jahren (s. die Tabelle auf S. 28) heben sich stark ab von denen der siebziger und beginnenden achtziger Jahre. Moderate Nominallohnsteigerungen und ein kräftigeres Produktivitätswachstum haben in jüngster Zeit zusammen mit dem Ölpreissrückgang von 1986 zu einem Schub bei den Gewinnen beigetragen. Der Anstieg der Nettoerträge in Frankreich in den letzten Jahren war einer der höchsten in den Industrieländern. Das allgemein günstige wirtschaftliche Umfeld des Jahres 1989 wies gleichwohl auch mehrere Schwachstellen auf: Tarifauseinandersetzungen im Herbst vor allem im öffentlichen Sektor, anhaltend hohe Arbeitslosigkeit trotz einer beträchtlichen Zunahme der Beschäftigung und eine Verschlechterung der Bilanz des Außenhandels mit Fertigwaren.

Abschwächung  
des Wirtschaftswachstums in  
Groß-  
britannien ...

Nach einem sehr kräftigen Wirtschaftswachstum 1987/88 schwächte sich in Großbritannien die Konjunktur im letzten Jahr erheblich ab. Das vorherige Expansionstempo war Ausdruck der starken Nachfrage nach Investitions- und Konsumgütern gewesen, unterstützt von einer kräftigen Ausweitung der privaten Verschuldung namentlich im Bereich der Konsumenten- und Hypothekarkredite. Die Beschäftigung weitete sich 1989 erneut kräftig aus, die Arbeitslosenquote sank bis Ende des Jahres auf 5,7%, und die Lohnsteigerungen verstärkten sich auf fast 9%. Die Überhitzung der britischen Wirtschaft war geprägt von stark anziehenden Lohnstückkosten, hohen Preissteigerungen und anfänglich einer deutlichen Erhöhung des negativen Außenbeitrags.

... aber immer  
noch Anzeichen  
einer Über-  
hitzung

Um diesem Druck zu begegnen, wurde die Geldpolitik 1988 und 1989 verschärft. Zusammen mit einem vorsichtigen finanzpolitischen Kurs trugen die höheren Zinsen dazu bei, daß sich das Wachstum der Inlandsnachfrage und des realen Bruttoinlandsprodukts im letzten Jahr verlangsamte, nämlich auf 3¼% bzw. 2¼%. Die Abschwächung der Inlandsnachfrage war im zweiten Halbjahr besonders deutlich und geprägt von Kürzungen bei den privaten Anlageinvestitionen (ohne Wohnungsbau) und einer langsameren Ausweitung des privaten Verbrauchs. Diese Entwicklung ließ den Grad der Kapazitätsauslastung zurückgehen und stabilisierte die Preissteigerungsrate bis Ende 1989. Gleichwohl verstärkten sich die Anspannungen auf dem Arbeitsmarkt weiter, so daß eine gewisse Unsicherheit bleibt, ob der Lohn- und Arbeitskostendruck in Schach gehalten werden kann.



Veränderung des realen BSP/BIP  
und der Nachfragekomponenten: große Industrieländer (Forts.)

Land/Zeitraum	BSP/ BIP <sup>1</sup>	Inlands- nach- frage	Nachfragekomponenten					Nach- richtlich: Private Anlage- investi- tionen (ohne Wohnungs- bau) <sup>3</sup>
			Pri- vater Ver- brauch	Staats- ver- brauch	Anlage- investi- tionen	Vor- rats- ver- ände- rung <sup>2</sup>	Au- ßen- bei- trag <sup>2</sup>	
Veränderung in Prozent								
Frankreich								
1960–69 Durchschnitt	5,5	5,8	5,5	4,1	8,2	0,8	–0,8	8,5
1969–82 Durchschnitt	3,3	2,6	3,4	3,4	2,0	–0,5	0,3	2,3
1982–88 Durchschnitt	1,9	2,2	2,3	2,1	1,9	0,0	–0,3	2,7
1987	1,9	3,0	2,7	3,0	3,7	0,1	–1,1	4,5
1988	3,4	3,8	2,8	2,3	7,7	0,2	–0,5	10,4
1989	3,4	3,1	2,9	2,2	4,0	0,2	0,2	4,6
1989 4. Q. <sup>4</sup>	3,7	3,1	2,7	4,0	3,6	0,1	0,5	3,7
Großbritannien								
1960–69 Durchschnitt	2,9	2,8	2,3	2,1	5,5	–0,1	0,1	5,1
1969–82 Durchschnitt	1,7	1,6	2,0	2,1	0,1	–0,2	0,3	0,6
1982–88 Durchschnitt	3,6	4,5	4,7	1,0	6,9	0,3	–1,1	9,9
1987	4,8	5,5	6,1	1,1	8,6	0,1	–0,7	14,4
1988	4,1	7,6	7,0	0,4	13,6	0,7	–3,5	19,7
1989	2,2	3,2	3,8	0,5	4,9	–0,2	–1,1	6,4
1989 4. Q. <sup>4</sup>	1,9	–0,4	2,5	0,7	1,6	–2,5	2,3	–1,9
Italien								
1960–69 Durchschnitt	5,8	5,4	6,3	4,1	5,3	–0,2	–0,2	4,1
1969–82 Durchschnitt	3,4	3,2	4,0	3,0	1,2	0,1	0,3	2,7
1982–88 Durchschnitt	2,7	3,1	2,9	3,1	3,0	0,2	–0,5	5,3
1987	3,0	4,6	3,9	3,6	6,8	0,2	–1,8	14,1
1988	3,9	4,3	3,8	3,0	4,9	0,5	–0,6	6,0
1989	3,2	3,3	3,8	0,5	5,1	–0,2	–0,3	6,7
1989 4. Q. <sup>4</sup>	2,8	1,8	3,1	0,0	4,1	–1,0	0,9	n.v.
Kanada								
1960–69 Durchschnitt	5,5	5,2	4,6	6,3	5,3	0,1	0,4	5,4
1969–82 Durchschnitt	3,7	3,8	3,9	3,9	4,7	–0,3	0,2	5,7
1982–88 Durchschnitt	4,5	4,9	4,4	1,9	6,8	0,4	–0,4	6,2
1987	4,5	4,9	4,9	0,7	11,6	–0,6	–0,5	11,1
1988	5,0	5,8	4,3	3,1	13,3	–0,4	–1,1	18,9
1989	2,9	5,5	4,0	2,2	7,0	1,0	–2,6	8,2
1989 4. Q. <sup>4</sup>	2,4	4,8	3,6	2,1	6,2	0,8	–2,4	5,9
Sieben größte Länder <sup>5</sup>								
1960–69 Durchschnitt	5,8	5,9	5,4	4,6	8,4	0,2	–0,3	8,6
1969–82 Durchschnitt	3,0	2,8	3,3	2,3	2,1	–0,2	0,3	2,7
1982–88 Durchschnitt	3,7	4,0	3,6	2,6	5,5	0,2	–0,3	6,5
1987	3,6	3,9	3,5	2,0	5,9	0,2	–0,4	6,9
1988	4,5	4,8	4,0	1,3	8,8	0,2	–0,3	11,5
1989	3,5	3,5	2,9	1,9	5,9	0,0	–0,1	9,0
1989 4. Q. <sup>4</sup>	3,2	3,2	2,9	0,7	5,5	0,0	0,0	9,0

Fußnoten s. Tabelle auf S. 17.

Fußnoten s. Tabelle auf S. 17.

Anhaltende  
Wachstums-  
dynamik  
in Italien

Die Wirtschaftstätigkeit in *Italien* blieb 1989 im Einklang mit der allgemeinen Entwicklung auf dem europäischen Kontinent bei einem Wachstum des Bruttoinlandsprodukts von 3¼% kraftvoll. Der Produktionsanstieg wurde von den Anlageinvestitionen und dem Export getragen. Am Jahresende lag die Arbeitslosigkeit leicht unter den Jahresendständen früherer Jahre, die Kapazitätsauslastung war höher, und die Industrieproduktion hatte deutlich zugelegt. Die insgesamt positive Richtung der Wirtschaftsentwicklung brachte jedoch keine substantiellen Fortschritte bei der Verringerung des Finanzierungsdefizits der öffentlichen Haushalte. Das hohe Tempo der Wirtschaftstätigkeit trug überdies zu einem Auftrieb der Löhne und Preise bei, obwohl die Arbeitslosigkeit hoch blieb und die Zinsen im Jahresverlauf deutlich anstiegen. Die verglichen mit Italiens wichtigsten Handelspartnern ungünstige Entwicklung der Lohnkosten trug zu einer starken Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Landes bei und verhinderte eine spürbare Korrektur des negativen Außenbeitrags.

Langsameres  
Wachstum  
in Kanada ...

In *Kanada* verlangsamte sich 1989 das Wirtschaftswachstum, als nach einer sechsjährigen robusten Wirtschaftstätigkeit Anzeichen einer Überhitzung bei sehr hoher Auslastung der Sachkapazitäten auftraten. Die Arbeitslosigkeit war mit 7,3% zur Jahresmitte 1989 die niedrigste seit Anfang der achtziger Jahre, und im ersten Halbjahr waren Auftriebstendenzen bei Preisen und Löhnen unübersehbar. Das Wachstum der Inlandsnachfrage überstieg das der Produktion um einiges und bewirkte, daß sich der Außenbeitrag stark verschlechterte. Der restriktive Kurs der Geldpolitik wurde während des Jahres beibehalten, um der drohenden Beschleunigung des Preisanstiegs zu begegnen. Infolgedessen schwächte sich das gesamtwirtschaftliche Nachfragewachstum im zweiten Halbjahr deutlich ab, die Arbeitslosigkeit erhöhte sich leicht, und die Auslastung der Sachkapazitäten ging zurück. Die Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit konzentrierte sich auf die zinsreagiblen Bereiche der Verbrauchsausgaben und die Ausrüstungsinvestitionen. Ein Einbruch beim realen Exportwachstum, der teilweise die konjunkturelle Verlangsamung in den USA und eine reale Aufwertung der heimischen Währung widerspiegelte, trug ebenfalls zu dem schwächeren Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts in Kanada bei.

... bei restriktiverem Kurs  
in der Inflations-  
bekämpfung

### Übrige Industrieländer

Getragen von  
den Anlage-  
investitionen  
erreicht das  
reale Wachstum  
in vielen  
Ländern 4–5% ...

Das Wachstum der realen Produktion in den übrigen Industrieländern belief sich im vergangenen Jahr durchschnittlich auf 3½%, was eine kleine Steigerung gegenüber 1988 war (s. die Tabelle auf S. 24). In sieben Ländern erhöhte sich das Bruttoinlandsprodukt um 4–5%, und in den meisten von ihnen war auffallend, daß die Anlageinvestitionen die dynamischste Nachfragekomponente waren, mit Wachstumsraten, die von 4½% in den Niederlanden bis 14½% in Belgien reichten. Angesichts des typischerweise hohen Importgehalts der Kapitalgüter ging die kräftige Investitionskonjunktur mit einem kräftigeren Wachstum der Einfuhren einher. Deshalb leistete die Veränderung des Außenbeitrags trotz günstiger Exportbedingungen einen negativen Beitrag zum Produktionswachstum. In Australien betrug dieser dann auch mehr als 3 Prozentpunkte. Ein zweites Merkmal bei einigen



Ländern dieser Gruppe war, daß sie zu einer restriktiven Wirtschaftspolitik gezwungen waren, um einer weiteren Verschlechterung ihrer Leistungsbilanz und/oder einer Beschleunigung des Preisanstiegs vorzubeugen. Dies traf auf Spanien zu, das zweimal die inländische Kreditpolitik verschärfte und Schritte zur Reduzierung des Kapitalzuflusses unternahm. Auch Australien, Finnland und Portugal griffen zu monetärer Restriktion, und in den ersten beiden Ländern bewegten sich die kurzfristigen Realzinsen während des größten Teils des letzten Jahres innerhalb einer Spanne von 5–6%. Da jedoch die Finanzmärkte gewöhnlich schneller reagieren als die Gütermärkte, beeinflussten die ergriffenen Maßnahmen zumeist offenbar den nominalen Wechselkurs stärker als die Inlandsnachfrage, mit dem Ergebnis, daß die Höherbewertung der Währung das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht weiter verschlimmerte.

... aber der  
Preisauftrieb be-  
schleunigt sich ...

Verstärkter Inflationsdruck und Sorge über die Leistungsbilanz gab es nicht nur in Ländern mit hohen Wachstumsraten. Probleme mit dem Ausgleich der Leistungsbilanz haben die dänische Regierung seit mehreren Jahren zu einem restriktiven Kurs gezwungen. Das moderate Wirtschaftswachstum im letzten Jahr beruhte nahezu gänzlich auf der Veränderung des Außenbeitrags, während die Anlageinvestitionen auf 18% des Bruttoinlandsprodukts zurückgingen, dabei jedoch über dem Wert früherer konjunktureller Talsohlen blieben. Israel war bemüht, die Inflation durch höhere

... und hält eini-  
ge Länder auf  
einem niedrigen  
Wachstumspfad

Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts und der Anlageinvestitionen in den übrigen Industrieländern									
Land	BIP von 1987 in Mrd. US-\$	Reales Bruttoinlandsprodukt				Bruttoanlageinvestitionen			
		1980–86	1987	1988	1989 <sup>1</sup>	1980–86	1987	1988	1989 <sup>1</sup>
		Veränderung in Prozent							
Australien	196	3,0	4,1	3,7	4,9	2,4	3,5	9,6	9,4
Belgien	139	0,8	2,0	4,3	4,2	–2,9	5,2	16,0	14,3
Dänemark	101	2,8	–0,6	–0,2	1,1	4,5	–7,4	–4,8	–1,1
Finnland	89	2,8	4,0	5,2	5,0	1,9	5,4	9,8	12,6
Griechenland	46	1,3	–0,1	4,0	2,3	–3,0	–7,9	9,0	8,4
Irland	30	2,0	4,9	3,7	5,0	–2,8	–1,9	–1,7	10,5
Israel	36	2,8	5,2	1,6	1,0	1,6	3,3	–2,1	–3,0
Neuseeland <sup>2</sup>	35	2,5	1,4	0,1	–1,2	6,2	–7,4	6,5	–5,9
Niederlande	213	1,2	1,2	2,8	4,1	1,0	0,6	9,8	4,5
Norwegen	84	3,5	2,0	0,1	2,3	4,7	–2,1	0,7	–4,3
Österreich	117	1,3	1,9	4,2	3,8	–0,0	2,9	5,8	4,6
Portugal	37	1,4	4,6	4,2	5,4	–2,0	15,0	16,0	9,5
Schweden	161	1,9	2,9	2,3	2,1	1,5	7,6	6,4	9,5
Schweiz	171	1,6	2,0	3,2	3,1	3,7	7,6	7,0	5,1
Spanien	289	1,7	5,5	5,3	5,2	0,4	14,6	14,0	13,6
Südafrika	83	1,0	2,1	3,7	2,1	–4,5	–2,5	8,6	4,0
Türkei	68	5,4	7,4	3,4	1,9	5,9	5,6	–1,3	–3,0
Durchschnitt <sup>3</sup>	–	2,0	3,0	3,3	3,5	1,2	4,4	8,1	7,0

<sup>1</sup> Vorläufig. <sup>2</sup> Finanzjahr, im März endend. <sup>3</sup> Berechnet unter Verwendung der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1987.  
Quellen: OECD, National Accounts; IMF, International Financial Statistics; Angaben der einzelnen Länder.

Einkommensteuern und eine Stabilisierung des Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar einzudämmen. Die Inflationsrate verharrte indes bei 20%, und die Regierung griff zweimal zum Mittel der Abwertung, um die Wettbewerbsfähigkeit wiederherzustellen. Die Türkei stützt sich in ihrem Bemühen um Reduzierung der Inflation hauptsächlich auf die Haushaltspolitik und ist zudem bestrebt, die monetäre Finanzierung des öffentlichen Defizits zu verringern. In diesem Jahr verkündete die Zentralbank erstmals eine Zielvorgabe für das Geldmengenwachstum. In Schweden führte die Übernachfrage zu einem Inflationsschub und zu einer Ausweitung des außenwirtschaftlichen Defizits trotz eines wachsenden Finanzierungsüberschusses des öffentlichen Haushalts. Im Februar dieses Jahres schlug die schwedische Regierung, um die Inflationsspirale zu brechen, eine Reihe von Maßnahmen vor, die jedoch vom Parlament erheblich verwässert wurden. Anfang April kam es, nachdem die Teuerungsrate auf über 11% gesprungen war, zur Vorlage eines zweiten Bündels restriktiver Maßnahmen. In Griechenland schwächte sich das Produktionswachstum auf 2¼% ab, und der Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors erhöhte sich auf mehr als 20% und das außenwirtschaftliche Defizit auf fast 5% des Bruttoinlandsprodukts. Auch in Südafrika schwächte sich das Produktionswachstum ab, vor allem außerhalb des landwirtschaftlichen Sektors, wobei die staatlichen Instanzen die Finanz- und Geldpolitik zur Absicherung der außenwirtschaftlichen Flanke und zur Dämpfung der Inflationsrate verschärften. Kapazitätsengpässe und ein angespannter Arbeitsmarkt begrenzten in der Schweiz die Zunahme des Bruttoinlandsprodukts auf 3%, während die Geldpolitik beträchtlich verschärft wurde, um einer weiteren Abwertung des Schweizer Frankens vorzubeugen. In Norwegen weitete sich die Produktion etwas stärker aus, was dem Einfluß günstigerer Terms of trade, aber auch einer Lockerung der Wirtschaftspolitik zu verdanken war, letzteres angesichts eines – als Reaktion auf frühere Maßnahmen – schwächeren Preisauftriebs und einer günstigeren Leistungsbilanz.

### Preise, Kosten und Gewinnquoten

Höhere Inflation  
Anfang 1989 ...

Der Anstieg der Verbraucherpreise verstärkte sich 1989 in nahezu allen Industrieländern, wobei es im ersten Halbjahr eine besonders starke Beschleunigung gab, als die Jahresteuersatzrate um 1 Prozentpunkt über die von Ende 1988 kletterte (s. die Tabelle auf S. 26). Änderungen bei den indirekten Steuern waren für einen großen Teil des Preissprungs in Japan und Deutschland verantwortlich, wirkten hingegen inflationsdämpfend in Frankreich, Italien und den Niederlanden. Hinzu kam, daß höhere Dollarpreise für Öl und andere Rohstoffe die Einfuhrpreise tendenziell steigen ließen, insbesondere in Ländern, deren Währungen gegenüber dem US-Dollar an Wert verloren. Zudem ermöglichten die hohe Kapazitätsauslastung und die stürmische Nachfrage es den Unternehmen, die Gewinnmargen zu erhöhen. Besonders wahrnehmbar war dies in Europa, während die japanischen Unternehmen ihre Gewinnspannen offenbar reduzierten (s. weiter unten).

Während die 1988 vorgenommene und im ganzen Jahr 1989 beibehaltene Straffung der Geldpolitik zu einer Dämpfung der Preisauftriebstendenzen



Verbraucherpreise							
Land	1987	1988	1989				1990
			März	Juni	Sept.	Dez.	März
	Veränderung gegen Vorjahr in Prozent <sup>1</sup>						
USA	4,4	4,4	5,0	5,2	4,3	4,6	5,2
Japan	0,8	1,0	1,1	3,0	2,6	2,6	3,5
Deutschland (BR)	1,0	1,8	2,6	2,9	2,9	3,0	2,7
Frankreich	3,1	3,1	3,4	3,6	3,4	3,6	3,4
Großbritannien	3,7	6,8	7,9	8,3	7,6	7,7	8,1
Italien	5,1	5,5	6,4	7,0	6,6	6,5	6,1
Kanada	4,2	4,0	4,6	5,4	5,2	5,1	5,3
Australien <sup>2</sup>	7,1	7,7	6,8	7,6	8,0	7,8	8,6
Belgien	1,4	1,9	2,8	3,0	3,5	3,6	3,4
Dänemark	4,1	4,5	4,7	4,5	4,7	4,8	3,0
Finnland	4,2	6,5	6,6	6,8	6,7	6,6	6,5
Griechenland	15,7	14,0	13,5	13,4	14,3	14,8	17,8
Irland	3,1	2,7	3,3	3,8	4,5	4,7	4,2
Israel	16,1	16,4	19,5	20,1	21,0	20,7	16,1
Neuseeland	9,6	4,7	4,0	4,4	7,2	7,2	7,0
Niederlande	−0,5	1,2	0,8	1,0	1,3	1,3	2,2
Norwegen	7,4	5,6	4,3	4,7	4,2	4,2	4,5
Österreich	1,7	1,9	2,2	2,5	2,5	2,9	3,1
Portugal	8,9	11,7	12,4	13,2	12,7	11,6	12,8
Schweden	5,2	6,0	6,3	6,6	6,4	6,6	11,2
Schweiz	1,9	1,9	2,3	3,0	3,4	5,0	5,0
Spanien	4,6	5,9	6,0	7,1	6,8	6,9	7,0
Südafrika	14,7	12,5	13,8	15,7	14,9	15,3	14,9
Türkei <sup>2</sup>	55,1	75,2	64,5	67,7	73,1	68,8	62,8
Durchschnitt <sup>3</sup>	3,6 (4,9)	4,1 (5,6)	4,5 (5,9)	5,2 (6,5)	4,8 (6,2)	4,9 (6,3)	5,3 (6,5)

<sup>1</sup> Quartalszahlen für Australien, Irland und Neuseeland.
<sup>2</sup> Neue Reihe ab 1989 für Australien und ab 1990 für die Türkei.
<sup>3</sup> Berechnet unter Verwendung der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1987. Die kursiven Zahlen basieren auf Kaufkraftparitätsgewichten.

Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

im zweiten Halbjahr 1989 beigetragen hatte, trat zu Beginn dieses Jahres ein neuer Inflationsschub auf. In den USA war hauptsächlich die ungünstige Witterung für den Anstieg verantwortlich; in anderen Ländern drückten höhere Öl- und sonstige Einfuhrpreise die Einzelhandelspreise nach oben. Es kann jedoch nicht ausgeschlossen werden, daß der einmalige Preisanstieg zu Beginn des Jahres 1989 die zugrundeliegenden Kostensteigerungen auf Dauer beeinflußt hat.

Die Tabelle auf den Seiten 28/29 zeigt die Entwicklung von Preisen und Kosten, wobei das Augenmerk auf deren Beitrag zur Veränderung der Gewinne gelenkt wird, die insbesondere in den europäischen Ländern erheblichen Einfluß auf die Investitionspläne der Unternehmen haben. Alle Komponenten werden je Einheit des Gesamtabsatzes in konstanten Preisen gemessen, und die Importe werden zusammen mit Arbeit und Kapital als Input betrachtet. Auf der Basis dieser breiten Definition hängt die Gewinn-

... und erneute  
Beschleunigung  
1990

Starker Anstieg  
der Gewinn-  
quoten in den  
achtziger  
Jahren ...

quote nicht nur vom Verhältnis der Erzeugerpreise zu den Lohnstückkosten ab, sondern auch von den Einfuhrpreisen und dem Anteil der Importe am Gesamtabsatz. Hinzu kommt, daß die Gewinnquote, da der Gewinn ohne die Abschreibungen und indirekten Steuern (abzüglich der Subventionen) gemessen wird, zurückgeht, wenn die Erzeugerpreise nur teilweise an Erhöhungen dieser Kostenkomponenten angepaßt werden. Andererseits sind, um die Länder vergleichbar zu machen, in der Maßgröße die Zahlungen von Zinsen und Unternehmenssteuern enthalten.

In fünf der sieben in der Tabelle enthaltenen Länder erhöhte sich die Gewinnquote in den achtziger Jahren, wobei in Deutschland, Frankreich und Großbritannien besonders große Steigerungen zu verzeichnen waren. In Deutschland und in Frankreich löste der Ölpreistrückgang von 1986 eine beträchtliche Gewinnausweitung aus, und in neuerer Zeit haben ein moderater Anstieg der Nominallöhne und ein kräftigeres Produktivitätswachstum zu einem weiteren Anstieg beigetragen. Die deutschen Unternehmen profitierten zudem von einer starken Nachfrage nach Investitionsgütern und vermochten angesichts des hohen Auslastungsgrades der Kapazitäten (des höchsten seit 1973) ihre Gewinnmargen sowohl am Inlandsmarkt als auch auf den ausländischen Märkten auszuweiten. Auch in Frankreich erhöhte sich die Kapazitätsauslastung, aber das auffälligste Merkmal war die Verlangsamung des Lohnkostenanstiegs im Vergleich zu den frühen achtziger Jahren. In Großbritannien entfällt der größte Teil der Gewinnverbesserung auf die Zeit vor 1986, wohingegen in den letzten drei Jahren eine stetige Zunahme des Lohnkostendrucks unter der gemeinsamen Auswirkung höherer Nominallohnsteigerungen und eines verhalteneren Produktivitätswachstums zu beobachten war. Die Einfuhren trugen ebenfalls zu dem höheren Kostendruck des letzten Jahres infolge der Abwertung des Pfundes und einer markanten Zunahme der Importe in Relation zum Sozialprodukt bei. Gleichzeitig ermöglichten höhere Ölpreise zusammen mit der Abwertung den Exporteuren, ihre Gewinnspannen auszuweiten.

In den USA war die Verbesserung der Gewinnquote ebenfalls weitgehend auf die frühen achtziger Jahre beschränkt. Seit 1985 haben höhere Spannen bei Exportgütern die gesamte Gewinnmarge steigen lassen, und trotz der Abwertung des Dollars und einer Zunahme der Importe in Relation zum Sozialprodukt blieb der von den Einfuhren ausgehende Kostendruck überraschend gering. Der Anstieg der Lohnstückkosten hat sich allerdings seit 1986 verstärkt, auch wenn sich darin hauptsächlich Entwicklungen im Dienstleistungssektor widerspiegeln. So war der letztjährige geringe Rückgang der Gewinnquote zu einem großen Teil das Ergebnis eines um 1½ Prozentpunkte schnelleren Anstiegs der Lohnstückkosten. Auch in Italien verbesserte sich wie in den anderen kontinentaleuropäischen Ländern die Gewinnsituation der Unternehmen im Jahr 1986 deutlich. Seither stagniert oder sinkt jedoch die Gewinnquote. Ein Grund für diese Verschlechterung war der zunehmende Importkostendruck, aber offenbar sahen die Unternehmen auch davon ab, ihre Preise nach Maßgabe der Kostensteigerungen anzuheben, möglicherweise als Reaktion auf eine straffere Wechselkurspolitik. Der Anstieg der Arbeitskosten hat sich seit den frühen achtziger Jahren



Entwicklung der Preise, Kosten und Gewinnquoten <sup>1</sup>					
Land/Position	1980–85	1986	1987	1988	1989 <sup>2</sup>
	Veränderung in Prozent (Jahresrate)				
USA					
Preise, Gesamtabatz	4,6	2,2	3,0	3,2	3,8
Preise, Exporte	–2,6	6,2	9,3	16,9	10,5
Kosten insgesamt	4,1	2,6	2,9	2,9	4,1
Löhne	4,2	2,3	2,8	2,5	3,8
Importe	3,4	6,5	7,8	3,8	4,8
Reingewinn	6,8	0,6	3,3	5,3	2,7
Gewinnquote <sup>3</sup>	16,1	17,6	17,6	18,0	17,8
Japan					
Preise, Gesamtabatz	1,3	– 1,8	–0,6	–0,2	1,4
Preise, Exporte	3,3	–19,9	–9,0	1,1	11,7
Kosten insgesamt	1,5	– 2,4	0,4	0,6	2,4
Löhne	1,3	1,4	–0,5	–2,1	–0,9
Importe	–3,3	–32,1	–2,7	13,7	23,2
Reingewinn	0,6	1,1	–3,8	–2,2	–2,2
Gewinnquote <sup>3</sup>	23,5	23,4	22,6	22,2	21,6
Deutschland (BR)					
Preise, Gesamtabatz	3,4	– 0,3	0,6	1,4	2,8
Preise, Exporte	7,4	– 4,5	–2,9	3,2	8,4
Kosten insgesamt	3,0	– 1,8	0,4	0,6	2,5
Löhne	2,1	2,3	1,5	–0,4	–0,1
Importe	4,4	–11,3	–3,0	3,1	7,7
Reingewinn	5,7	7,0	1,5	4,5	4,9
Gewinnquote <sup>3</sup>	15,9	19,0	19,2	19,8	20,2
Frankreich					
Preise, Gesamtabatz	9,4	1,6	2,2	2,9	4,0
Preise, Exporte	11,5	– 7,4	–0,3	5,6	10,3
Kosten insgesamt	9,2	– 0,8	2,0	2,4	3,8
Löhne	8,6	1,3	0,6	0,2	1,5
Importe	9,8	– 9,4	3,9	5,9	11,6
Reingewinn	10,6	14,0	3,0	5,2	4,8
Gewinnquote <sup>3</sup>	15,3	18,2	18,3	18,7	18,8
Großbritannien					
Preise, Gesamtabatz	6,9	1,8	4,3	4,9	6,4
Preise, Exporte	7,7	– 7,9	3,2	–4,4	9,7
Kosten insgesamt	6,2	2,8	3,4	5,0	7,2
Löhne	5,5	3,6	3,3	4,5	8,0
Importe	8,7	– 1,8	5,0	5,2	9,6
Reingewinn	11,6	– 3,7	9,8	4,2	1,1
Gewinnquote <sup>3</sup>	11,8	13,8	14,5	14,4	13,8
Italien					
Preise, Gesamtabatz	13,8	3,2	4,8	5,5	6,6
Preise, Exporte	14,9	– 4,5	0,9	5,1	10,3
Kosten insgesamt	13,5	0,6	5,9	6,9	6,8
Löhne	13,7	5,0	5,0	5,2	4,5
Importe	12,7	–13,2	5,5	7,1	13,4
Reingewinn	14,2	9,1	2,4	2,7	6,2
Gewinnquote <sup>3</sup>	29,0	31,2	30,5	29,7	29,6

Entwicklung der Preise, Kosten und Gewinnquoten <sup>1</sup> (Forts.)					
Land/Position	1980–85	1986	1987	1988	1989 <sup>2</sup>
	Veränderung in Prozent (Jahresrate)				
Kanada					
Preise, Gesamtabatz	5,5	2,0	2,5	2,4	3,3
Preise, Exporte	5,6	1,9	0,4	1,8	–2,5
Kosten insgesamt	5,5	3,8	1,8	1,9	4,0
Löhne	5,1	2,1	3,2	1,7	4,8
Importe	5,0	3,8	–0,6	2,9	1,4
Reingewinn	5,5	–5,5	6,2	4,9	–0,2
Gewinnquote <sup>3</sup>	18,9	17,6	18,1	18,7	18,0

<sup>1</sup> Der Gesamtabatz umfaßt den Inlandsabsatz und den Export; alle Preis-, Kosten- und Gewinnkomponenten werden je Einheit des Gesamtabsatzes in konstanten Preisen gemessen. Folglich werden die Jahresveränderungen der Exportpreise von Veränderungen des Anteils der Exporte am Gesamtabatz und die der Kostenkomponenten von Veränderungen ihres Anteils an den Gesamtkosten berührt. Die Gesamtkosten enthalten auch Abschreibungen und indirekte Steuern abzüglich Subventionen; die Löhne und die Gewinne wurden bereinigt um Veränderungen des Anteils der abhängig Beschäftigten an den Erwerbstätigen insgesamt. <sup>2</sup> Teilweise geschätzt. <sup>3</sup> In Prozent; die erste Spalte bezieht sich auf 1980.  
Quellen: OECD, National Accounts; Angaben der einzelnen Länder.

beträchtlich verlangsamt, scheint jedoch nunmehr bei rund 5% jährlich zu verharren, was erheblich mehr ist, als Italiens Haupthandelspartner aufweisen.

... aber mit einigen Ausnahmen

Sowohl Kanada als auch Japan erlebten rückläufige Gewinnquoten in den achtziger Jahren. Die kanadischen Unternehmen hatten teilweise aufgrund der geringen weltweiten Nachfrage nach Öl und anderen Rohstoffen, die 1988 rund 20% der gesamten Warenausfuhr ausmachten, Schwierigkeiten, ihre Gewinnspannen bei Exportgütern aufrechtzuerhalten. Die Lohnkosten stiegen verhältnismäßig maßvoll, trugen jedoch im letzten Jahr hauptsächlich aufgrund einer markanten Abschwächung des Produktivitätswachstums zu einer Verringerung der Gewinnmargen bei. Japan weist von allen Ländern der Tabelle den größten Rückgang der Gewinnquote auf. Obwohl die Gewinnquote von 23,5% im Jahr 1980 nur von der Italiens übertroffen wurde, überrascht diese Entwicklung angesichts des hervorragenden Abschneidens der japanischen Unternehmen auf den Weltmärkten und des jüngsten Investitionsbooms. Mehrere Faktoren trugen zu der Entwicklung bei. Erstens hatten die japanischen Unternehmen Probleme bei der Aufrechterhaltung ihrer Margen bei Exportgütern, insbesondere 1986/87, als der gewogene reale Außenwert des Yen um fast 45% stieg. Zweitens drückten 1988/89, als ein schwächerer Yen höhere Margen bei den Ausfuhren zuließ, die Einfuhrpreise die Kosten nach oben, wobei einige Betriebe, insbesondere die öffentlichen Versorgungsunternehmen, Schwierigkeiten hatten, die höheren Kosten auf die Preise zu überwälzen. Drittens beziehen sich andere Kennziffern, die die jüngste Ertragsentwicklung günstiger wiedergeben, auf große Kapitalgesellschaften, während im übrigen Unternehmenssektor, zu dem eine große Zahl von Zulieferfirmen gehören und der rund 50% der gesamtwirtschaftlichen Produktion auf sich vereinigt, die Gewinnmargen unter Druck standen. Viertens und letztens (und vielleicht als Wichtigstes) kommt hinzu, daß die Fixkosten in einer Zeit stabiler oder sogar sinkender Preise zu einer stärkeren Belastung werden. Im Zeitraum 1980–89, als die Erzeugerpreise



jährlich nur um 0,6% stiegen (und in den letzten vier Jahren sogar fielen), erhöhten sich die Abschreibung je Produkteinheit jährlich um 3% und die indirekten Steuern abzüglich Subventionen um 5%. Da die Fixkosten in Japan nahezu 25% der gesamten Kosten betragen, erklärt diese Entwicklung, weshalb die Gesamtkosten in den achtziger Jahren trotz moderater Lohnkostenzuwächse und sinkender Importkosten um 1% pro Jahr stiegen.

## Löhne, Produktivität und Basisinflation

Die unerwartet kräftige Zunahme der Wirtschaftstätigkeit im Jahr 1989 brachte als Fortsetzung des längsten Aufschwungs seit den sechziger Jahren in den meisten Industrieländern eine angespannte Lage auf dem Arbeitsmarkt mit sich. Die Beschäftigung weitete sich in den Industrieländern mit annähernd 1,8% kräftig aus und führte zusammen mit einer moderaten Erhöhung des Arbeitskräftepotentials von 1,3% zu sinkenden Arbeitslosenquoten. Besonders deutlich ging die Arbeitslosigkeit im Verlauf des Jahres 1989 in mehreren europäischen Ländern zurück, so in Deutschland, Großbritannien, Spanien und Belgien, wenngleich vielerorts die hohe strukturelle Arbeitslosigkeit eine Hauptsorge bleibt. Eine nur geringfügige Abnahme im letzten Jahr verzeichneten hingegen die Vereinigten Staaten und Japan infolge der bereits angespannten Lage am Arbeitsmarkt, der Zunahme der Erwerbsbevölkerung und der leichten Abschwächung der Konjunktur namentlich im verarbeitenden Gewerbe. Der jüngste Rückgang der Arbeitslosenquoten läßt um so mehr hoffen, wenn man als Vergleichswert das Anfang der achtziger Jahre erreichte Konjunkturtief nimmt. Daran gemessen sind die Arbeitslosenquoten in den USA und Großbritannien um fast die Hälfte oder mehr gesunken; auch in einer Reihe anderer westeuropäischer Länder gab es beträchtliche Rückgänge.

Zunehmende  
Anspannungen  
auf dem  
Arbeitsmarkt ...

... und rück-  
läufige Arbeits-  
losenquoten

Die angespannte Arbeitsmarktlage spiegelt sich auch in den vermehrt geleisteten Überstunden, der gestiegenen Zahl der offenen Stellen und der Abnahme der Kurzarbeit wider. Die Anzahl der Kurzarbeiter in den USA ging 1989 um fast 10% zurück. In Japan lag die „job open ratio“, die die Anzahl der offenen Stellen je Arbeitssuchenden angibt, im zweiten Halbjahr 1989 bei 1,3 (sie war 1988 erstmals seit vierzehn Jahren über den Wert 1 gestiegen). In Deutschland erhöhte sich die Zahl der offenen Stellen im Jahresverlauf um mehr als 50% und näherte sich einem Höchststand, der zuletzt im Dezember 1979 erreicht worden war, und in Frankreich stieg die Zahl der offenen Stellen um über 18%.

Die Zunahme des Arbeitskräftepotentials weist von Land zu Land starke Unterschiede auf je nach der jeweiligen Bevölkerungsentwicklung und Altersstruktur sowie der Reaktionen auf die günstigen Beschäftigungsmöglichkeiten. Eine starke Zunahme der Erwerbspersonen von 1,8% bzw. 1,7% verzeichneten die USA und Japan im vergangenen Jahr aufgrund eines Anwachsens der erwerbsfähigen Bevölkerung und höherer Erwerbsquoten. In der Europäischen Gemeinschaft erhöhte sich hingegen das Arbeitskräftepotential 1989 aufgrund eines weiterhin abnehmenden Wachstums der erwerbsfähigen Bevölkerung nur um 0,5%. Deutschland ist ein Sonderfall, da 720 000 Aussiedler aus Osteuropa die treibende Kraft hinter der Zunahme der Erwerbspersonen

um 0,6% waren. Schätzungen zufolge ist etwas mehr als die Hälfte dieser Aussiedler sofort dem Arbeitskräftepotential hinzuzurechnen; die meisten sind vergleichsweise jung: Nur etwa 8% von ihnen sind über sechzig Jahre alt gegenüber 22% der derzeitigen Bevölkerung in der Bundesrepublik.

Beschleunigter  
Anstieg der  
Löhne und ...

Der Anstieg der Löhne und Gehälter hat sich im letzten Jahr in den meisten Ländern hauptsächlich aufgrund der Beschleunigung der Lohnkosten im Dienstleistungssektor verstärkt. Die Lohnzuwächse in der Industrie waren 1988 und 1989 in den großen Industrieländern mit rund 5,0% wenig verändert. Damit lagen sie jedoch mehr als 1 Prozentpunkt über der Lohnsteigerungsrate von 1987 (s. die folgende Tabelle). Besonders hohe Lohnsteigerungen waren im letzten Jahr in Großbritannien, Australien, Schweden, Finnland und Griechenland zu verzeichnen. Mehrere Lohnabschlüsse der jüngsten Zeit, die kompromißlose Haltung der Arbeitnehmer in der Frage der Arbeitszeitverkürzung und häufigere Arbeitskämpfe lassen darauf schließen, daß diese Entwicklung anhalten könnte.

... verlangsamter  
Anstieg der  
Produktivität  
im letzten Jahr

Hinzu kommt, daß die Lohnstückkosten vielfach noch weiter dadurch nach oben gedrückt wurden, daß allgemein die Produktivität im verarbeitenden Gewerbe – nach ihrem raschen Ansteigen 1988 – im vergangenen Jahr langsamer zunahm. In der Gruppe der großen Industrieländer war ein steiler Anstieg der Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe in Großbritannien, Italien und Kanada hauptsächlich wegen des stark nachlassenden Produktivitätswachstums zu verzeichnen. Eine sehr günstige Kostenentwicklung war dagegen in Japan aufgrund einer weiterhin kräftigen Zunahme der Produktivität im Jahr 1989 (die allerdings hinter dem außergewöhnlich hohen Zuwachs von 1988 zurückblieb) und – als Folge eines maßvollen Anstiegs der Löhne – in Frankreich und den Niederlanden festzustellen.

Der beschleunigte Anstieg der Löhne könnte, wenn er unvermindert anhält, in einer Reihe von Ländern angesichts des üblichen Zusammenhangs zwischen Lohnsteigerungen und hausgemachter Inflationsraten ein Problem darstellen. Hinzu kommt, daß die in den vergangenen Jahren in Japan, Großbritannien, Schweden und andernorts beobachtete „Inflation der Vermögenswerte“ zu einem stärkeren Lohnauftrieb führen könnte, wenn die Arbeitnehmer bestrebt sind, angesichts galoppierender Preise für Grundstücke und Wohnbauten ihren bisherigen Lebensstandard aufrechtzuerhalten (s. Kapitel IV).

Basisinflation und  
Lohnstückkosten

Die Grafik auf Seite 34 zeigt den Verlauf der „Basisinflation“, ein Maß für den vorhandenen inländischen Inflationsdruck, errechnet als Prozentveränderung des Index der Verbraucherpreise (ohne Nahrungsmittel und Energie), zusammen mit der Entwicklung der Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft seit 1965. Die Bereinigung des Anstiegs der Verbraucherpreise um die Entwicklung der Energiepreise ist wegen der großen Schwankungen des Ölpreises besonders wichtig.

Anstieg der  
Preise und  
Lohnstückkosten

Die Grafik verdeutlicht, daß die Anstiegssraten der Lohnstückkosten und der Binneninflation die meiste Zeit über sehr ähnlich verlaufen. Bei der Mehrzahl der Länder ist für die vergangenen drei Jahre ein Anstieg der Basisinflationssrate festzustellen. Auch wenn die allgemeine Verbesserung der Ertragssituation in den meisten Industrieländern seit 1982 vermuten läßt, daß



Lohnstückkosten und Produktivität im verarbeitenden Gewerbe <sup>1</sup>						
Land/Zeitraum	Relative Lohnstückkosten <sup>2</sup>	Inländische Bedingungen			Äußere Bedingungen	
		Lohnstückkosten (ULC)	davon		Ausländische Lohnstückkosten (Landeswährung)	Nominaler effektiver Wechselkurs
			zuzüglich: Lohnkosten	abzüglich: Produktivitätswachstum		
Veränderung in Prozent						
USA						
1961–69 Durchschnitt	– 0,7	1,6	4,7	3,1	2,7	0,5
1969–82 Durchschnitt	– 1,9	6,4	8,8	2,3	8,0	– 0,3
1982–89 Durchschnitt	– 4,6	–0,3	3,7	4,0	1,4	– 2,9
1987	–13,5	–1,0	2,6	3,7	1,2	–11,2
1988	– 7,2	0,9	3,6	2,7	1,2	– 6,8
1989	3,8	1,5	4,3	2,8	1,6	3,8
Japan						
1961–69 Durchschnitt	0,5	1,8	10,9 <sup>3</sup>	9,0	1,7	0,4
1969–82 Durchschnitt	1,7	6,5	13,3	6,4	7,8	3,0
1982–89 Durchschnitt	6,7	–0,7	5,2	6,0	1,3	8,6
1987	7,6	–2,8	2,6	5,8	–1,0	9,5
1988	3,8	–4,3	6,8	11,5	1,7	10,0
1989	– 8,7	–0,5	5,7	6,3	3,1	– 5,0
Deutschland (BR)						
1962–69 Durchschnitt	0,2	2,3	8,3	5,7	3,0	0,8
1969–82 Durchschnitt	1,6	5,8	9,8	3,8	8,4	4,2
1982–89 Durchschnitt	1,6	0,9	4,3	3,3	1,8	2,4
1987	9,2	2,9	4,6	1,7	0,4	6,6
1988	0,0	–0,5	3,6	4,1	–1,3	– 0,7
1989	– 1,8	0,9	4,2	3,2	1,7	– 1,2
Frankreich						
1963–69 Durchschnitt	1,4	4,2	8,4	3,9	2,3	– 0,5
1969–82 Durchschnitt	– 1,0	9,8	14,5	4,4	8,9	– 1,8
1982–89 Durchschnitt	– 0,6	1,9	6,1	4,2	1,5	– 1,0
1987	0,0	1,2	5,0	3,7	1,8	0,8
1988	– 4,3	–3,2	3,5	7,1	–1,0	– 2,1
1989	– 4,0	0,1	4,0	4,0	2,9	– 1,2
Großbritannien						
1963–69 Durchschnitt	– 2,7	3,2	6,7	3,4	3,6	– 2,2
1969–82 Durchschnitt	1,7	12,6	14,7	1,8	8,3	– 2,6
1982–89 Durchschnitt	– 1,2	3,1	8,5	5,3	2,0	– 2,5
1987	– 2,6	1,4	8,1	6,6	2,3	– 1,5
1988	8,3	3,0	8,4	5,3	0,4	6,0
1989	– 0,5	4,5	8,8	4,1	2,0	– 3,0
Italien						
1965–69 Durchschnitt	– 1,9	0,7	9,0	8,2	3,3	0,6
1969–82 Durchschnitt	– 0,9	14,5	19,8	4,7	8,9	– 6,5
1982–89 Durchschnitt	2,6	5,7	10,6	4,6	1,3	– 1,7
1987	0,9	3,3	8,4	4,9	2,8	0,4
1988	– 0,5	3,6	8,0	4,2	0,9	– 3,2
1989	5,5	5,9	8,1	2,1	1,1	0,6

Lohnstückkosten und Produktivität im verarbeitenden Gewerbe <sup>1</sup> (Forts.)						
Land/Zeitraum	Relative Lohnstückkosten <sup>2</sup>	Inländische Bedingungen			Äußere Bedingungen	
		Lohnstückkosten (ULC)	davon		Ausländische Lohnstückkosten (Landeswährung)	Nominaler effektiver Wechselkurs
			zuzüglich: Lohnkosten	abzüglich: Produktivitätswachstum		
Veränderung in Prozent						
Kanada						
1961–69 Durchschnitt	–1,6	0,9	5,4	4,4	1,8	–0,6
1969–82 Durchschnitt	–0,1	8,4	10,4	1,9	7,2	–1,2
1982–89 Durchschnitt	1,6	1,8	6,7	4,9	–0,1	–0,2
1987	5,0	2,9	6,2	3,2	–0,9	1,3
1988	8,9	3,0	8,0	4,9	0,1	6,1
1989	9,5	5,8	7,3	1,5	1,8	5,6
Sieben größte Länder <sup>4</sup>						
1965–69 Durchschnitt		2,6	8,1	5,4		
1969–82 Durchschnitt		7,7	11,6	3,7		
1982–89 Durchschnitt		0,6	5,2	4,5		
1987		–0,2	3,9	4,2		
1988		–0,3	5,1	5,5		
1989		1,5	5,2	3,7		

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

<sup>1</sup> Deutschland: Bergbau und verarbeitendes Gewerbe; Italien: Industrie ohne Bau. <sup>2</sup> Die Veränderung der relativen ULC ist gleich der Veränderung der inländischen ULC abzüglich der Veränderung der ausländischen ULC zuzüglich der Veränderung des nominalen effektiven Wechselkurses. <sup>3</sup> Effektivverdienste in der Gesamtwirtschaft. <sup>4</sup> Berechnet unter Verwendung von BIP-Gewichten und Wechselkursen von 1987.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; OECD; eigene Schätzungen.

die Unternehmen in der Lage und bereit sein werden, Kostensteigerungen für eine begrenzte Zeit aufzufangen, so ist doch langfristig Preisstabilität letztlich daran geknüpft, daß die Entlohnung je Beschäftigten im großen und ganzen im Ausmaß der Produktivität steigt.

Zu den positiven Merkmalen des Aufschwungs der Jahre 1982–89 gehörten die teilweise Erholung des Produktivitätswachstums im verarbeitenden Gewerbe auf durchschnittlich 4,5% pro Jahr und der starke Rückgang der Lohnzuwachsrate. Beide Entwicklungen zusammen ließen die Lohnstückkostensteigerungen in den vergangenen sieben Jahren im Durchschnitt auf eine Jahresrate von weniger als 1% im verarbeitenden Gewerbe der großen Industrieländer zurückgehen, was mithalf, die Basis für eine lange Periode wirtschaftlicher Expansion bei gleichzeitig moderatem Preisauftrieb zu legen. Zurückhaltung bei den Löhnen war ein wesentlicher Teil des „desinflationären“ Prozesses zu Beginn und Mitte der achtziger Jahre, und die maßvolle Reallohnentwicklung in den meisten Ländern hielt trotz aufkommender Anspannungen am Arbeitsmarkt an. Der verhaltenere Anstieg der Löhne hatte mehrere Ursachen, darunter die gemäßigte Haltung der

Seit Anfang der achtziger Jahre verbessertes Produktivitätswachstum

Lohnzurückhaltung trug auch zur Inflationseindämmung bei

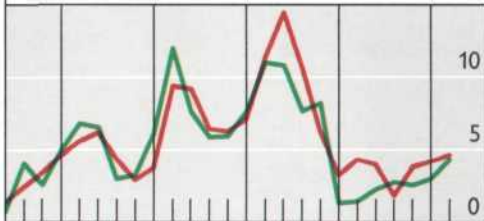


## Basisinflation und Lohnstückkosten

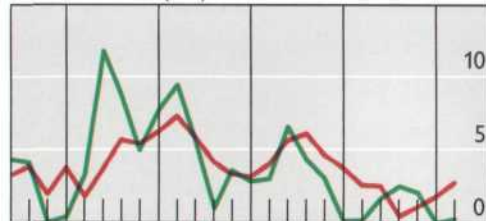
Jährliche Veränderung in Prozent

— Verbraucherpreise (ohne Nahrungsmittel und Energie)  
— Lohnstückkosten<sup>1</sup>

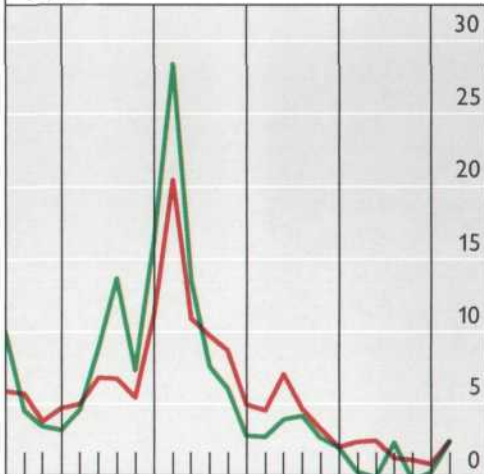
USA



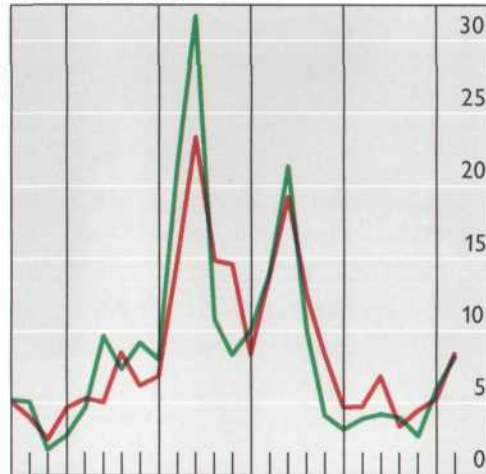
Deutschland (BR)



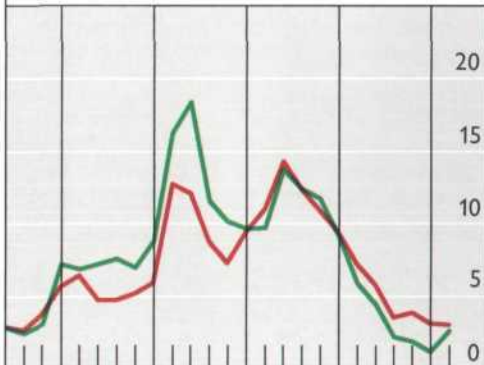
Japan



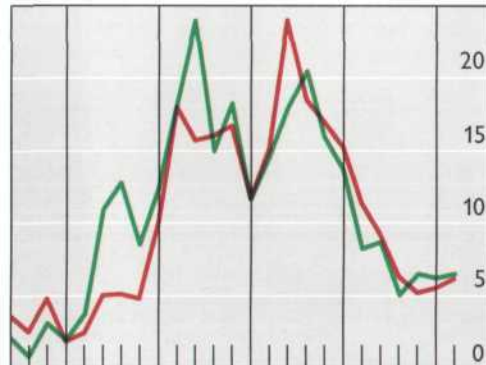
Großbritannien



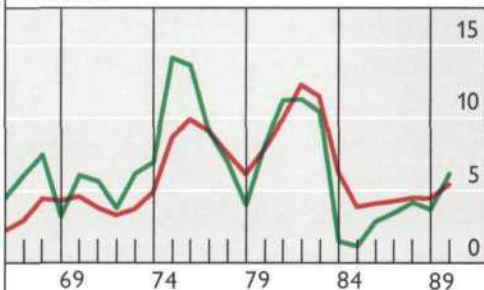
Frankreich



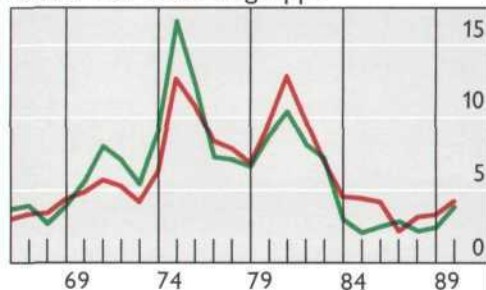
Italien



Kanada



Länder der Siebenergruppe<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Verhältnis der Entlohnung je Beschäftigten zum Ausstoß je Arbeitskraft in der Gesamtwirtschaft.

<sup>2</sup> Gewogene Durchschnitte berechnet unter Verwendung der Gewichte der privaten Verbrauchsausgaben und der Wechselkurse von 1987.

Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder.

Gewerkschaften bei Tarifverhandlungen nach der schweren Rezession Anfang der achtziger Jahre und die anhaltend hohe Arbeitslosigkeit in vielen Ländern, insbesondere in Europa. Zudem war der Rückgang der Reallöhne in einigen Ländern wie den USA auf Arbeitsplätze konzentriert, die eine geringe Qualifikation erfordern, was vielleicht mit der stärkeren internationalen Konkurrenz aus den jungen Industrie- und den Entwicklungsländern zusammenhing. Hochqualifizierte und gut ausgebildete Arbeitnehmer schnitten besser ab.

Der jüngste Anstieg der Inflation könnte auf die Lohnforderungen durchschlagen

Die Erosion der Kaufkraft der Löhne durch Preissteigerungen, die in einigen Fällen sogar zu einem absoluten Rückgang der Reallöhne führten, war eine Hauptursache für Arbeitsmarktkonflikte in der Vergangenheit. Das während des gegenwärtigen Aufschwungs relativ stabile Preisniveau hat sich dämpfend auf die Nominallohnforderungen ausgewirkt, doch könnte sich dies angesichts des 1988/89 wieder stärkeren Auftriebs ändern. Steigen die Inflationserwartungen, so tun es die Lohnforderungen womöglich noch mehr, um die zunehmende Ungewißheit über das reale Ergebnis der Lohnabschlüsse abzudecken. Auch eine niedrigere Arbeitslosigkeit begünstigt höhere Lohnforderungen.

Zusammenhang von Arbeitslosigkeit und Lohnsteigerungen

Es wurden erhebliche Anstrengungen unternommen, empirisch herauszufinden, bei welchem Niveau der Arbeitslosigkeit die Lohnzuwächse stabil gehalten werden können. Dieses Niveau wird als „non-accelerating-wages rate of unemployment“ (NAWRU) bezeichnet. Die NAWRU selbst ist nicht stabil im Zeitverlauf. Zu den institutionellen Merkmalen des Arbeitsmarktes, die Einfluß auf die NAWRU haben, gehören die Altersstruktur der Erwerbsbevölkerung, die Quote der Langzeitarbeitslosen, die regionale und sektorale Verteilung der Arbeitslosigkeit und der Grad der Zentralisierung der Lohnverhandlungen. In den Vereinigten Staaten gibt es Hinweise dafür, daß die NAWRU in den siebziger Jahren teilweise aufgrund einer veränderten Zusammensetzung der Erwerbsbevölkerung und teilweise wegen der Verlangsamung des Produktivitätswachstums stieg. Die Arbeitnehmer waren anfänglich kaum bereit, Lohnabschlüsse von weniger als „3% plus Ausgleich für den Anstieg der Lebenshaltungskosten“, die in den sechziger Jahren angesichts der erzielten Produktivitätsgewinne zur Norm geworden waren, zu akzeptieren. Eine allmähliche Wahrnehmung der sich verändernden wirtschaftlichen Lage und wieder höhere Produktivitätsgewinne ließen dann offensichtlich die NAWRU in den USA seit Mitte der achtziger Jahre erneut zurückgehen.

In Europa herrscht die Auffassung vor, daß der gemessen an den frühen siebziger Jahren hohe Stand der Arbeitslosigkeit weitgehend das Ergebnis eines strukturellen Auseinanderklaffens von Angebot und Nachfrage bei qualifizierten Arbeitskräften verschiedener Kategorien ist. Nicht nur neue Technologien führten zu höheren Anforderungen an die berufliche Qualifikation; hinzu kam die verstärkte internationale Konkurrenz aus Niedriglohnländern, welche die relative Nachfrage nach höher qualifizierten Arbeitskräften in Europa steigen ließ. Dieser Wandel trug zusammen mit der verglichen mit früheren Perioden und anderen Regionen der Welt geringen und starren Lohndifferenzierung zwischen den einzelnen Regionen und Tätigkeiten zu der Erhöhung des durchschnittlichen Niveaus der Arbeitslosigkeit bei. Hinzu



kommt, daß einkommenspolitische Maßnahmen, gesetzlich vorgeschriebene Mindestlöhne, die Finanzierungserfordernisse der Sozialversicherung und die Aktivitäten der Gewerkschaften die Lohnunterschiede seit den frühen siebziger Jahren verringert haben.

Jedenfalls zeigen die meisten Schätzungen, daß die NAWRU seit den frühen siebziger Jahren allgemein und insbesondere auf dem europäischen Kontinent gestiegen ist und daß die derzeitige Arbeitslosigkeit in vielen Ländern in der Nähe oder sogar unter dem NAWRU-Niveau liegen könnte. Dies lenkt den Blick auf den verstärkten Preis- und Lohnkostenanstieg im letzten Jahr und verdeutlicht die Schwierigkeit, einem weiteren Kostendruck zu begegnen oder vorzubeugen und gleichzeitig das kräftige Wirtschaftswachstum fortzusetzen.

Inflationäre  
Lohnkosten-  
steigerung

Ein weiterer wichtiger Punkt der Kostenentwicklung auf den Arbeitsmärkten ist, inwieweit hier Abweichungen zwischen den einzelnen Ländern bestehen und wie sie die internationale Wettbewerbsfähigkeit berühren. In fünf der sieben großen Industrieländer verstärkten Wechselkursveränderungen 1989 die auf nationalen Unterschieden der Entwicklung von Lohnkosten und Produktivität beruhenden Divergenzen in der internationalen Wettbewerbsfähigkeit. Das läßt sich aus der Tabelle auf den Seiten 32/33 durch einen Vergleich der Veränderung der inländischen und der ausländischen Lohnstückkosten (in Landeswährung) mit der in der ersten Spalte angegebenen Veränderung der relativen Lohnstückkosten entnehmen. Dies hat bei einigen Beobachtern Zweifel geweckt, ob die Devisenmärkte einen wirksamen Mechanismus zur Anpassung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte bieten. Japan beispielsweise verzeichnete 1989 einen Rückgang der Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe um 0,5%, während seine Handelspartner im Durchschnitt einen Anstieg um mehr als 3% registrierten. Trotz dieser Divergenz sank der gewogene Außenwert des Yen um mehr als 5% und war damit die gewichtigste Einzelkomponente für die starke Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit Japans (um fast 9%). Diese Zweifel verstärken sich noch angesichts der weiteren Kursabschwächung des Yen in diesem Frühjahr trotz hoher außenwirtschaftlicher Überschüsse und einer strafferen Geldpolitik.

Unterschiede  
der Lohnstück-  
kosten durch  
Wechselkurse  
verstärkt

Über längere Zeitabschnitte gesehen haben allerdings die Wechselkursveränderungen im allgemeinen die unterschiedliche Lohnkostenentwicklung zwischen den einzelnen Ländern angeglichen oder umgekehrt. In den Perioden 1969–82 und 1982–89, als die Wechselkursschwankungen beträchtlich waren, folgten die Wechselkursbewegungen der Währungen diesem Verlaufsmuster in allen großen Industrieländern mit Ausnahme der USA. Der gewogene Außenwert des US-Dollars sank im Durchschnitt in diesem Zeitraum, obwohl die Lohnstückkosten in den Vereinigten Staaten etwas schwächer stiegen als in vielen anderen Ländern, was teilweise mit strukturellen Faktoren zusammenhing. Der allgemeine Trend in den großen Industrieländern ging indes in den siebziger und achtziger Jahren dahin, daß der Außenwert der Währung in Ländern mit vergleichsweise hohen Lohnstückkostensteigerungen (Frankreich, Großbritannien, Italien und Kanada) sank und in Ländern mit einer niedrigen Erhöhung der Lohnstückkosten (Deutschland

und Japan) stieg. So ist der Tabelle zu entnehmen, daß der relativ geringe Lohnstückkostenanstieg in Japan in den Perioden 1969–82 und 1982–89 durch die Höherbewertung des Yen überkompensiert wurde, was eine Verschlechterung der so gemessenen internationalen Wettbewerbsposition Japans nach sich zog.

## Entwicklungsländer

### *Produktion und Realeinkommenswachstum*

Der starke  
Rückgang des  
realen Wachstums in Asien ...

Die Entwicklung der Produktion und der Realeinkommen in den Entwicklungsländern wies im letzten Jahr zwei charakteristische Merkmale auf (s. die Tabelle auf S. 38): Erstens schwächte sich das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktion gegenüber 1988 ab, doch war dies gänzlich der konjunkturellen Abkühlung in den asiatischen Ländern zuzuschreiben. Zweitens waren die außenwirtschaftlichen Faktoren angesichts steigender Zinsen auf den internationalen Finanzmärkten und einer geringeren Zunahme der Exportvolumen (s. die Tabelle auf S. 39) im allgemeinen weniger günstig als 1988. Hinzu kam, daß die günstigen Veränderungen im realen Austauschverhältnis großenteils den ölexportierenden Ländern zugute kamen, während die Exporteure von anderen Rohstoffen eine Verschlechterung und die Exporteure von Industriegütern lediglich einen kleinen Gewinn in den Terms of trade verzeichneten. Die Verlangsamung der realen Ausweitung der Ausfuhren war besonders ausgeprägt im Nahen Osten und in Lateinamerika, während die afrikanischen Länder die kräftigsten realen Zuwächse seit 1984 erlebten.

... beruht  
hauptsächlich  
auf Entwicklungen in China  
und Indien ...

Die Verlangsamung des Wachstums des realen Sozialprodukts in Asien, der ersten seit 1985, war durch die Entwicklungen in China und Indien bestimmt, auf die mehr als 80% des gesamten Rückgangs entfielen. Nach einem Wirtschaftswachstum, das in den vorangegangenen fünf Jahren durchschnittlich mehr als 11% betrug, und angesichts eines zunehmenden Preisauftriebs und eines sich ausweitenden außenwirtschaftlichen Defizits dämpfte die chinesische Regierung die Kreditausweitung und erhöhte die Zinsen auf real über 10%. Die Folge war eine sich abschwächende private Nachfrage und ein auf 4% reduziertes Sozialproduktwachstum, wobei die konjunkturelle Verlangsamung besonders die privaten Unternehmen auf dem Lande erfaßte und sich auch in der Zahl der unbeschäftigten und unterbeschäftigten Werktätigen niederschlug, deren Anteil an der Erwerbsbevölkerung auf schätzungsweise 13½% stieg. Zu Beginn dieses Jahres kam es dann jedoch zu einer Lockerung der Austeritätspolitik namentlich für die Agrarindustrie. In Indien war die letztjährige Entwicklung vornehmlich durch das schwächere industrielle Wachstum geprägt, während in der Landwirtschaft ein neuer Produktionsrekord erzielt wurde. Der Inflationsdruck ließ jedoch nicht nach, und das Haushaltsdefizit lag mit 8½% des Bruttosozialprodukts um 50% über den Erwartungen. Überdies stieg die Auslandsverschuldung in Relation zum Bruttosozialprodukt trotz einer kräftigen Zunahme der Exporte auf fast 25%, verglichen mit nur 12% im Jahr 1980.

Ein zweites Zentrum der konjunkturellen Abkühlung in Asien waren die



Wachstum des BIP in den Entwicklungsländern								
Land/ Ländergruppe	BIP von 1987 in Mrd. US-\$	1978-84 Durch- schnitt	1985	1986	1987	1988	1989	Pro Kopf 1980-89 Durch- schnitt
Veränderung in Prozent								
Afrika	224	3,4	3,9	2,3	0,9	3,3	3,2	-0,2
Nigeria	24	-1,8	7,9	3,2	1,8	4,2	4,0	-3,0
Länder südlich der Sahara	112	2,3	2,8	2,3	0,7	2,6	3,0	-0,4
Naher Osten	465	1,8	-1,2	-0,2	0,0	1,1	2,0	-2,3
Ägypten	33	7,3	6,7	2,7	2,5	5,9	5,0	3,8
Asien	1 138	6,2	6,2	6,9	8,3	9,4	5,2	5,3
China	297	8,3	13,1	8,3	10,6	11,2	3,9	7,7
Indien	256	3,8	5,1	4,0	3,6	10,4	4,5	3,3
Indonesien	65	6,2	2,5	5,9	4,8	5,7	6,2	2,7
Thailand	47	5,8	3,5	4,5	8,0	13,2	11,0	5,0
Junge Industrie- länder	293	7,4	3,7	10,6	12,1	9,2	6,3	6,9
Lateinamerika	788	2,0	4,1	4,5	3,1	0,4	0,7	-0,5
Brasilien	315	2,4	8,3	7,6	3,6	0,0	3,6	-0,0
Mexiko	140	4,1	2,7	-3,8	1,5	1,1	3,0	-1,0
Argentinien	77	0,3	-4,4	5,5	1,9	-3,1	-5,5	-2,9
Chile	17	2,2	2,4	5,7	5,7	7,4	9,3	0,9
Peru	44	0,6	1,9	9,5	6,9	-8,8	-12,2	-3,6
Venezuela	48	-1,2	1,3	6,8	3,0	5,7	-8,1	-2,6
Entwicklungs- länder insgesamt*	2 615	3,9	4,1	4,6	4,5	4,7	3,2	1,8

\* Berechnet unter Verwendung der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1987.  
Quellen: IMF, World Economic Outlook; UN, Commission for Latin America and the Caribbean; Angaben der einzelnen Länder.

jungen Industrieländer, wobei die Abschwächung des Produktionswachstums überwiegend der Entwicklung in Südkorea zuzuschreiben war. Die internationale Wettbewerbsfähigkeit ging infolge eines Anstiegs der Nominallöhne um 21%, kürzerer Arbeitszeit und einer sich aufwertenden Währung stark zurück, und der reale Außenbeitrag zum Produktionswachstum verschlechterte sich auf  $-6\frac{1}{2}\%$ . Gleichwohl übertraf die Zunahme des Bruttoinlandsprodukts wegen der vom privaten Verbrauch und den Unternehmensinvestitionen getragenen dynamischen Inlandsnachfrage mit  $6\frac{1}{2}\%$  den asiatischen Durchschnittswert, lag jedoch weit unterhalb der in den vorangegangenen drei Jahren erzielten Rate von  $11\frac{1}{2}\%$ . Eine schwächere Ausweitung der Exporte sorgte auch in Singapur und Hongkong für eine gewisse Abkühlung der Konjunktur. In Taiwan war die Veränderung des Außenbeitrags im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr ein negativer Faktor für das Wirtschaftswachstum. Wegen der Abnahme der gesamtwirtschaftlichen Sparquote auf  $31\frac{1}{2}\%$  (womit sie noch immer eine der höchsten in der Welt ist) stieg

... und in den jungen Industrieländern

Außenwirtschaftliche Einflüsse auf die Produktion								
Region	Terms of trade				Exportvolumen			
	1981-86 Durchschnitt	1987	1988	1989	1981-86 Durchschnitt	1987	1988	1989
	Veränderung in Prozent							
Afrika	- 7,8	2,1	- 5,5	-0,7	3,5	0,2	2,1	6,1
Naher Osten	-13,0	8,6	-19,2	8,0	-5,7	3,1	15,3	7,0
Asien	0,1	2,8	0,8	1,1	8,3	19,9	13,0	10,0
Lateinamerika	- 4,7	-2,0	- 2,2	1,3	2,5	7,8	10,4	2,9
Entwicklungsländer insgesamt*	- 3,8	3,0	- 3,9	2,3	4,2	13,0	12,0	7,9

\* Berechnet unter Verwendung der Exportgewichte und Wechselkurse von 1987.  
Quellen: IMF, World Economic Outlook; UN, Economic Commission for Latin America and the Caribbean.

jedoch der Verbrauch kräftig. Da auch die Anlageinvestitionen expandierten, erhöhte sich das Bruttoinlandsprodukt mit 7½% etwas stärker als 1988. Gleichzeitig verzeichnete Indonesien aufgrund der starken Inlandsnachfrage in den jungen Industrieländern, der markanten Zunahme ausländischer Direktinvestitionen und einer anhaltenden Expansion außerhalb der Ölindustrie das zweite Jahr eines Wachstums von nahezu 6%, und in Thailand erhöhte sich das reale Bruttoinlandsprodukt im dritten aufeinanderfolgenden Jahr stark, und zwar um rund 11%, wodurch frühere, niedrigere Schätzungen des Produktionspotentials widerlegt wurden, gleichzeitig aber Engpässe am Markt für qualifizierte Arbeitskräfte entstanden.

Anhaltende  
Stagnation  
in Lateinamerika

In *Lateinamerika* nahm das Bruttoinlandsprodukt im Durchschnitt etwas stärker zu als 1988, was jedoch nicht ausreichte, einen weiteren Rückgang des Pro-Kopf-Einkommens auf ein Niveau zu verhindern, das 8% unter dem vorherigen Höchststand von 1980 lag. Am ausgeprägtesten war der Rückgang in den Ländern, die eine Hyperinflation aufweisen (Argentinien und Peru) oder gerade Antiinflationsprogramme durchführen. Was die letztgenannte Gruppe anbelangt, so war die Abwärtsbewegung besonders ausgeprägt in Venezuela, das sich genötigt sah, seine frühere Politik der Stützung der Inlandsnachfrage durch Einsatz seiner Devisenreserven bei gleichzeitigem Festzurren des Wechselkurses auf einem untragbaren Niveau aufzugeben. In Brasilien zog die Produktion trotz eines sich stark beschleunigenden Preisauftriebs etwas an. Zum Teil war dies das Ergebnis vorgezogener Käufe in Erwartung künftiger Preissteigerungen, aber auch einiger positiver Auswirkungen des Anfang 1989 angelaufenen Stabilisierungsprogramms (des „Sommer-Plans“). Gegen Ende des letzten Jahres war die Produktion rückläufig. Demgegenüber erhöhte sich das Produktionswachstum in Mexiko im Verlauf des Jahres, da das Stabilisierungsprogramm die Zuversicht stärkte und Kapitalzuflüsse die Investitionskonjunktur anregten. In Chile übertraf das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts unter dem Einfluß einer expansiven Wirtschaftspolitik und des gestärkten Vertrauens in den privaten Sektor die Rate von 9%.



Während das Wirtschaftswachstum der ölexportierenden *Nahostländer* durch höhere Ölpreise und eine steigende weltweite Nachfrage nach Öl angeregt wurde, hatte eine hauptsächlich auf sinkenden Preisen tropischer Erzeugnisse beruhende ungünstige Entwicklung der Terms of trade eine negative Auswirkung auf das reale Einkommenswachstum in den *Ländern südlich der Sahara*. Darüber hinaus bewirkte die kräftige Zunahme der Bevölkerung erneut einen Rückgang des Pro-Kopf-Einkommens, und zwar unter das Niveau von Mitte der sechziger Jahre. Das letztjährige Ergebnis kann somit als die jüngste Episode einer langen Periode wirtschaftlichen Niedergangs angesehen werden, der in erster Linie Folgendem zugeschrieben werden kann: a) einer sinkenden Investitionsquote, verursacht durch hohe Kapital- und Betriebskosten und eine geringe Ersparnis und verstärkt in den achtziger Jahren durch einen Rückgang der Rentabilität von Investitionen auf den geringen Wert von 2,5% gegenüber mehr als 20% in anderen Entwicklungsländern mit ähnlichem Pro-Kopf-Einkommen; b) einem System von Anreizen, das die Landwirtschaft durch eine überbewertete Währung und Preisregulierungen benachteiligt; zusammen mit dem Fehlen eines diversifizierten Exportangebots, aber auch unter dem Einfluß schlechter, dürrebedingter Ernten hat dies zu einem niedrigen Exportwachstum und einem sinkenden Anteil am Welthandel selbst an den Märkten für andere Rohstoffe als Öl beigetragen; c) häufigen drastischen Verschlechterungen des realen Austauschverhältnisses, die zwar langfristig von geringerer quantitativer Bedeutung waren als das geringe Ausfuhrwachstum, gleichwohl aber ein Klima der Unsicherheit geschaffen haben; d) einer aufgeblähten öffentlichen Verwaltung, durch die das Preis-Lohn-Gefüge mittels Gewerbesteuern, Subventionen und bis vor kurzem hohen Realbezügen der Staatsbeamten verzerrt wurde. Überdies haben Preis- und Lohnregulierungen und ineffiziente Staatsbetriebe das wirtschaftliche Wachstum zugunsten der Städte verschoben und die Herausbildung eines „informellen Sektors“ kleinerer Unternehmen begünstigt, die besser auf Marktsignale reagieren, aber in der Hauptsache Dienstleistungen und andere nicht handelbare Güter produzieren; e) einer zunehmenden Auslandsverschuldung und einem Verhältnis des Schuldendienstes zu den Exporten von nahezu 50% (wegen Zahlungsrückständen allerdings effektiv nur rund 25%); und f) einem hohen Bevölkerungswachstum, das die Abhängigkeit von Nahrungsmittelimporten verstärkt und die Ersparnisbildung sowie die Investitionen reduziert.

Ein leichter Aufschwung im Nahen Osten...

... aber ein trübes Bild südlich der Sahara

### *Inflation*

Der Inflationsverlauf in den Entwicklungsländern war im vergangenen Jahr von dem Geschehen in Lateinamerika geprägt (s. die folgende Tabelle), wo in drei der größten Länder (Brasilien, Peru und Argentinien) der Anstieg der Verbraucherpreise vierstellige Raten erreichte. Mehrere Länder mit verhältnismäßig günstiger Preisentwicklung in der Vergangenheit (Venezuela, Chile und Paraguay) verzeichneten ebenfalls eine Verschlechterung an der Preisfront. Der Inflationsanstieg hatte mehrere Ursachen. In Chile bildete sich ein Nachfrageüberhang heraus, und in Venezuela war der beschleunigte Preisauftrieb auf das zuvor erwähnte Umschwenken in der Wirtschaftspolitik

Inflationsbeschleunigung in Lateinamerika...

Inflation in den Entwicklungsländern							
Land/Ländergruppe	1978–83 Durchschnitt	1984	1985	1986	1987	1988	1989
	Veränderung der Verbraucherpreise in Prozent						
Afrika und Naher Osten	14,0	14,0	7,0	11,5	17,0	18,5	17,0
Ägypten	14,4	17,0	12,1	23,9	19,7	17,7	21,3
Nigeria	14,7	39,6	5,5	5,4	10,2	38,7	42,5 <sup>1</sup>
Asien	8,2	7,0	7,3	9,4	9,7	14,5	12,0
China	3,2	2,7	11,9	7,0	8,8	20,7	19,0
Indien	10,2	8,3	5,6	8,7	8,8	9,4	8,4
Philippinen	13,8	50,3	23,1	0,8	3,8	8,8	10,5
Südkorea	15,8	2,3	2,5	2,8	3,0	7,1	5,8
Lateinamerika	71,5	133,5	145,0	88,0	131,0	286,0	531,0
Argentinien	174,7	626,7	672,1	90,1	131,3	343,0	3 096
Brasilien	96,2	197,0	227,0	150,0	219,0	582,0	1 325
Mexiko	46,6	65,5	57,7	86,2	131,8	114,2	19,7
Peru	75,4	110,2	163,4	77,9	85,8	669,0	3 388
Entwicklungsländer insgesamt <sup>2</sup>	29,0	47,0	48,5	33,5	48,0	97,0	170,0

<sup>1</sup> Geschätzt. <sup>2</sup> Durchschnitte berechnet unter Verwendung der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1987.  
Quellen: IMF, International Financial Statistics und World Economic Outlook; Angaben der einzelnen Länder.

zurückzuführen. In Ländern, die um die Reduzierung ihres Haushaltsungleichgewichts bemüht waren, trugen höhere öffentliche Tarife und niedrigere Subventionen zu der Preisinflation bei. Der wichtigste Grund, der in den drei Ländern mit Hyperinflation besonders deutlich zutage trat, war jedoch der Verlust an Vertrauen in die Fähigkeit der Regierung, alte Fehler zu korrigieren und Stabilitätsprogramme durchzuführen. So zeigten starke Sprünge der Nominalzinsen und eine Ausweitung der Differenz zwischen dem amtlichen und dem inoffiziellen Wechselkurs der Währung eine Zunahme der Inflationserwartungen an.

... aber Fortschritte in einzelnen Ländern

Gleichzeitig gab es einige Länder, die beeindruckende Fortschritte bei der Eindämmung der Inflation aufwiesen. Bolivien und Ecuador gelang es, den Preisauftrieb mit Hilfe einer restriktiven Nachfragepolitik zu dämpfen. In Mexiko half die Fortführung des im Dezember 1987 in Kraft gesetzten Stabilisierungsprogramms, die Inflationsrate im letzten Jahr auf 20% zu drücken, obwohl die Mindestlöhne und die öffentlichen Tarife angehoben wurden und die Währungsbehörden es zuließen, daß der Peso gegenüber dem US-Dollar im Kurs fiel. Die neue brasilianische Regierung legte im März dieses Jahres einen Plan zur Inflationsbekämpfung vor, durch den die Inflationsspirale an der Wurzel angepackt werden soll und der als Hauptrezept einen Preis- und Lohnstopp von 30 Tagen (mit nachfolgender Überwachung), eine einschneidende Liquiditätsverknappung mittels Einfrierens der meisten Spar- und sonstigen Finanzanlagen für achtzehn Monate und verschiedene Maßnahmen zur Verringerung des öffentlichen Defizits enthält.



Außerhalb Lateinamerikas verstärkte sich die Inflation in Nigeria und auf den Philippinen infolge höherer Ölpreise und einer Abwertung der Währung, während die Preissteigerungsraten in Südkorea und China als Ergebnis einer restriktiveren Geldpolitik und eines verhalteneren Anstiegs der Nominallohne zu fallen begannen.

### *Ressourcentransfer und Anpassungsprogramme*

Eines der ernstesten Probleme, denen sich viele, wenn auch nicht alle Entwicklungsländer in den achtziger Jahren gegenübersehen, war der Rückgang der Nettokapitalzuflüsse (s. Kapitel V) bei gleichzeitig steigenden Nettozinszahlungen. In den siebziger Jahren finanzierten die meisten Entwicklungsländer ihre Ersparnislücke durch Kapitalimporte. Da dies jedoch auf Dauer unhaltbar war und die Kreditwürdigkeit dieser Länder sich verschlechterte, mußten sie korrigierende Maßnahmen zum Ausgleich ihrer Leistungsbilanzen ergreifen. Die Anpassung an diese neue Lage erforderte es, daß Strategien zur Förderung der Ausfuhren und Verringerung der Einfuhren durch Maßnahmen ergänzt wurden, welche die gesamtwirtschaftliche Ersparnis im Verhältnis zu den Investitionen anregen sollten. Hinzu kam, daß die steigenden Kosten des Schuldendienstes den Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors anwachsen ließen, da auf den Staat oder die öffentlichen Unternehmen ein großer Teil der Auslandsverbindlichkeiten entfiel. Deshalb war es zur Konsolidierung der Leistungsbilanz und zum Vorbeugen inflationärer Auftriebendenzen auch notwendig, die private Nettoersparnis zu erhöhen und das Defizit des Basishaushalts (d.h. das Defizit vor Zinszahlungen) zu senken.

Externe und interne Transferprobleme

Die Entwicklungsländer waren somit in den achtziger Jahren mit zwei miteinander verknüpften Transfer- oder Anpassungsproblemen konfrontiert; die folgende Tabelle illustriert, wie sich diese Probleme in drei Phasen entwickelten:

Entwicklung seit 1980 ...

- die Jahre bis 1982, die durch zunehmende Nettozinszahlungen und sinkende, teilweise auch die Rezession in den Industrieländern widerspiegelnde Exporte gekennzeichnet waren. Binnenwirtschaftlich führte der Anstieg der Nettozinszahlungen zu höheren Staatsdefiziten, und die gesamtwirtschaftliche Ersparnis nahm stark ab, obwohl sich der Finanzierungssaldo des privaten Sektors etwas verbesserte;
- eine zweite Phase bis 1986/87, als die Leistungsbilanz allmählich einem Gleichgewicht angenähert wurde, allerdings hauptsächlich durch eine Verringerung der Einfuhren. Binnenwirtschaftlich ging die Rückführung der Importe mit einer geringeren Sachkapitalbildung einher, während die Verbesserung der Finanzierungssalden auf den privaten Sektor beschränkt war; in der Tat war der Finanzierungsbedarf des zentralen öffentlichen Haushalts 1987 höher als 1982;
- die jüngste Phase, die durch höhere Ausfuhren, aber eine noch stärkere Zunahme der Einfuhren (mit dem Ergebnis eines größeren Leistungsbilanzdefizits) geprägt war. Die Verschlechterung in der Leistungsbilanz war nicht auf höhere Investitionen, sondern auf die niedrigere gesamtwirtschaftliche Ersparnis zurückzuführen, wobei der öffentliche Finanzierungsbedarf weiter zunahm.

... in allen Entwicklungsländern ...

Nettoressourcentransfers und Veränderung der Finanzierungssalden								
Ländergruppe/Jahr	Ex	Im	Int	BoP	I	S	$S_p - I_p$	$S_g - I_g$
	in Prozent des BSP/BIP							
Entwicklungsländer insgesamt <sup>1</sup>								
1980	19,9	20,6	-2,3	-3,0	26,6	23,6	-0,5	- 2,5
1982	19,2	20,4	-3,3	-4,5	24,5	20,0	0,5	- 5,0
1986	18,8	18,2	-3,0	-2,4	23,9	21,5	3,6	- 6,0
1987	20,3	18,4	-2,7	-0,8	24,7	23,9	5,3	- 6,1
1988	19,6	17,9	-2,7	-1,0	25,1	24,1	5,1	- 6,1
1989	21,1	20,0	-2,8	-1,7	24,2	22,5	5,4	- 7,1
Lateinamerika								
1980	17,9	18,8	-3,5	-4,4	23,4	19,0	-2,2	- 2,2
1984	20,7	15,4	-5,5	-0,2	16,6	16,4	4,7	- 4,9
1987	16,4	14,0	-3,8	-1,4	19,8	18,4	7,9	- 9,3
1988	15,7	13,1	-3,8	-1,2	20,8	19,6	8,1	- 9,3
1989	17,2	14,6	-3,9	-1,3	19,6	18,3	11,5	-12,8
Asien								
1980	25,8	26,6	-1,2	-2,0	29,0	27,0	1,3	- 3,3
1982	27,1	27,5	-1,7	-2,1	27,1	25,0	2,1	- 4,2
1986	32,0	29,5	-2,0	0,5	29,0	29,5	4,4	- 3,9
1987	37,1	33,0	-1,8	2,3	29,2	31,5	5,9	- 3,6
1988	38,6	36,0	-1,7	0,9	29,2	30,1	4,4	- 3,5
1989	41,0	39,1	-1,7	0,2	28,7	28,9	3,7	- 3,5
Afrika südlich der Sahara <sup>2</sup>								
1980	29,7	36,0	-2,2	-8,5	19,8	11,3	-1,0	- 7,5
1981	27,9	34,9	-2,8	-9,8	20,9	11,1	-2,9	- 6,9
1985	28,2	28,9	-2,9	-3,6	18,4	14,8	1,7	- 5,3
1988	26,2	31,0	-2,5	-7,3	18,0	10,7	-0,7	- 6,6
1989	29,1	33,2	-3,0	-7,1	17,6	10,5	-0,8	- 6,3

Anmerkung: Berechnet unter Verwendung der folgenden, in Prozent des BSP/BIP ausgedrückten Identitätsgleichung aus der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung:  
 $Ex - Im - Int \equiv BoP \equiv S - I \equiv (S_p - I_p) + (S_g - I_g)$ ,  
wobei Ex = Export von Waren und Dienstleistungen, Int = Nettozinszahlungen, BoP = Leistungsbilanzsaldo, S = gesamtwirtschaftliche Ersparnis, I = gesamtwirtschaftliche Investitionen,  $(S_g - I_g)$  = Nettokreditgewährung des Zentralhaushalts sind. Um die Konsistenz zu gewährleisten, werden Im = Import von Waren und Dienstleistungen gemessen als  $Ex - Int - BoP$  und  $(S_p - I_p) = Nettokreditgewährung$  des privaten Sektors als  $BoP - (S_g - I_g)$ .

<sup>1</sup> Weltbankdefinition ohne europäische Länder. <sup>2</sup> Ohne Nigeria.

Quellen: World Bank, World Debt Tables; IMF, World Economic Outlook.

... in Lateinamerika ...

Ein Blick auf einzelne Regionen zeigt, daß sich *Lateinamerika* dem steilsten Anstieg der Nettozinszahlungen gegenüber sah, die 1984 im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt 5½% erreichten und damit um 2 Prozentpunkte über dem entsprechenden Wert von 1980 lagen. Mit Hilfe einschneidender Importkürzungen und einer leichten Ausweitung der Ausfuhren war dann jedoch das Leistungsbilanzdefizit fast verschwunden. Auf der binnenwirtschaftlichen Seite stieg der Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors, und die gesamtwirtschaftliche Ersparnis ging zurück, wodurch eine geringere Sachkapitalbildung der wichtigste inländische Gegenposten zur Verringerung



des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts war. Die nächsten fünf Jahre waren eine Zeit der Stagnation oder sogar der Verschlechterung auf der außenwirtschaftlichen Seite, während im Inland die Investitions- und die gesamtwirtschaftliche Sparquote auf ein Niveau von 19–20% des Bruttosozialprodukts zurückkehrten, was ausreichen könnte, um eine jährliche Ausweitung der Produktion um etwa 4% zu gewährleisten. Der öffentliche Finanzierungsbedarf ist indes auf fast 13% des Bruttosozialprodukts gestiegen, und ein zunehmender Teil wird im Inland zu sehr kurzen Laufzeiten finanziert, was die Inflation anheizt. Die Einfuhren haben sich stabilisiert, die Ausfuhren abgeschwächt, und dies hat den Rückgang der Nettozinszahlungen aufgewogen, der zudem teilweise das Ergebnis wachsender Zahlungsrückstände und/oder von Umschuldungen war.

In Asien war die Verschlechterung der Leistungsbilanz in der Anfangsphase gering und beruhte hauptsächlich auf höheren Einfuhren. Im Zeitraum 1982–86 kehrte sich der Leistungsbilanzsaldo aufgrund einer kräftigen Ausweitung der Exporte in einen Überschuß. Auch dank einer höheren gesamtwirtschaftlichen Ersparnis – vornehmlich im privaten Sektor – vermochten die asiatischen Länder die Investitionen auszuweiten und die Kapazitäten für eine weitere Expansion zu schaffen. Auch in der jüngsten Phase nahmen die Exporte kräftig zu, wurden jedoch von den Importen übertroffen, nachdem in einer Reihe von Ländern das von den Exporten gestützte Wachstum einem von der Inlandsnachfrage getragenen Wachstum wich. Diese Entwicklung schlug sich auch in einer leichten Abschwächung der privaten und der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis nieder, während der Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors bei 3,5% des Bruttosozialprodukts gehalten wurde.

... in Asien ...

Kennzeichnend für die Entwicklung in Afrika südlich der Sahara war der fehlgeschlagene Versuch, eine binnenwirtschaftliche Anpassung herbeizuführen, die die Anfangserfolge an der außenwirtschaftlichen Flanke konsolidieren würde. Das Leistungsbilanzdefizit sank zwischen 1981 und 1985 um beachtliche 6% des Bruttoinlandsprodukts. Erreicht wurde dies jedoch unter den Bedingungen eines schwachen Produktionswachstums und vornehmlich durch Dämpfung der Importe und Investitionen. Das Fehlen einer tiefergreifenden inländischen Anpassung trat in den Jahren 1985–89 zutage, als sowohl der öffentliche wie der private Finanzierungssaldo zurückgingen und die gesamtwirtschaftliche Ersparnis auf nur noch 10½% des Bruttosozialprodukts fiel. Die Einfuhren begannen in dieser Zeit zu steigen, doch schlug sich in dieser Zunahme angesichts stagnierender Investitionen hauptsächlich das Unvermögen nieder, die Produktion so zu steigern, daß damit der laufende Konsumbedarf gedeckt werden konnte.

... und in Afrika  
südlich der Sahara

### *Anpassungsmuster und Länderbeispiele*

Die Unterschiede bei den oben erörterten externen und internen Veränderungen lassen sich auch in der Weise darstellen, daß man die Schuldnerländer nach vier Anpassungsmustern gruppiert.

Typische Fälle

Eine erste Gruppe ist dadurch charakterisiert, daß sie Schwierigkeiten beim Ausgleich der Leistungsbilanz und bei der Begrenzung des Defizits im

a) weder außen-  
noch binnenwirt-  
schaftliche  
Anpassung

öffentlichen Haushalt hat. Viele Länder südlich der Sahara gehören in diese Gruppe, wobei die außen- und binnenwirtschaftlichen Ungleichgewichte, wie oben erwähnt, auf das niedrige Produktionswachstum und die sinkenden Spar- und Investitionsquoten zurückgeführt werden können, wohingegen die Inflationsrate in den meisten Fällen verhältnismäßig moderat war. Diese Gruppe schließt auch Länder wie *Peru* und *Argentinien* ein, wo die Fehlanpassung am deutlichsten in einem Teufelskreis von sich beschleunigender Inflation und einem sinkenden Realwachstum zum Ausdruck kommt. Die zunehmende monetäre Finanzierung des Defizits des öffentlichen Sektors war eine Hauptursache der Inflation und führte gemeinsam mit Bestrebungen, feste Paritäten aufrechtzuerhalten, zu einer realen Höherbewertung der heimischen Währung. Letztlich waren die Behörden dann gezwungen, die Währung abzuwerten, was wiederum eine neue Runde von Preis- und Lohnsteigerungen auslöste. Bei solchen Verhältnissen vermindern sich die Anreize zu sparen und zu investieren tendenziell, was weitere negative Folgen für das reale Wirtschaftswachstum hat.

b) außenwirt-  
schaftliche, aber  
keine binnen-  
wirtschaftliche  
Anpassung

Einer zweiten Gruppe, zu der eine Anzahl lateinamerikanischer Länder gehört, ist es gelungen, die Leistungsbilanz in den Griff zu bekommen, doch gelang es ihr nicht, den Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors einzudämmen. Die meisten Länder dieser Gruppe drosselten ihre Einfuhren über niedrigere Investitionen und sahen sich einem starken Inflationsdruck ausgesetzt, nachdem ein wachsender Anteil des öffentlichen Finanzierungsbedarfs durch Geldschöpfung gedeckt wurde. *Brasilien* ist ein typischer Vertreter dieser zweiten Gruppe: Ein hoher Handelsbilanzüberschuß deckt den Nettozinsaufwand, ganz im Gegensatz zu der Situation vor Ausbruch der Schuldenkrise (s. die Grafik auf S. 46). Diese Verbesserung kam indes hauptsächlich dadurch zustande, daß die Einfuhren – teils durch administrative Kontrollen – auf rund die Hälfte ihres vorherigen Niveaus gedrückt wurden. Auch die Zinsrückstände sind angewachsen, während der Anteil der Exporte an der gesamten Erzeugung nur geringfügig höher liegt als Anfang der achtziger Jahre. Auf der binnenwirtschaftlichen Seite hat sich die private Nettoersparnis erhöht, hauptsächlich jedoch infolge niedrigerer Investitionen. Das Defizit des öffentlichen Sektors hat etwa denselben Umfang wie 1980–82, wobei ein wachsender Anteil der öffentlichen Verschuldung im Inland zu immer kürzeren Laufzeiten erfolgte. Infolgedessen stieg der Kreditbedarf unter Einbeziehung der Refinanzierung der öffentlichen Verbindlichkeiten von rund 12% des Bruttosozialprodukts zu Beginn der achtziger Jahre auf fast 50% im Jahr 1988.

Auch die *Philippinen* gehören zu dieser zweiten Ländergruppe, wenngleich die Entwicklung dort von jener in *Brasilien* abwich. Der Anteil der Exporte hat stetig zugenommen, und der Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors blieb in der Regel unter 5% des Bruttosozialprodukts. Die Investitionsquote verringerte sich jedoch von 1981 bis 1985 um mehr als die Hälfte, und auch die gesamtwirtschaftliche Ersparnis ging zurück.

Eine dritte Gruppe, die einige asiatische und lateinamerikanische Länder umfaßt, bekam die öffentlichen Finanzen in den Griff, hat jedoch Schwierigkeiten, außenwirtschaftlich das Gleichgewicht zu finden. Die äußeren



## Nettoressourcentransfer und Finanzierungssalden\*

In Prozent des BSP/BIP

Linke Skala:

— Exporte

— Importe

Rechte Skala:

■ Nettokapitalerträge

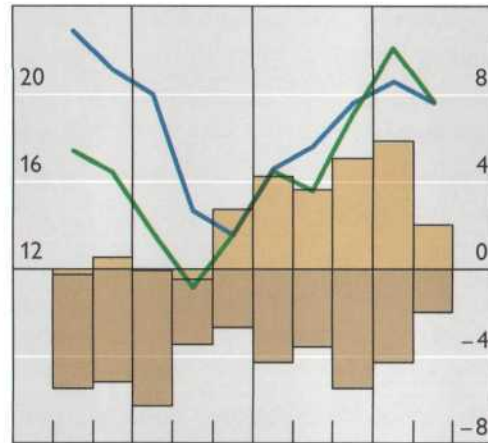
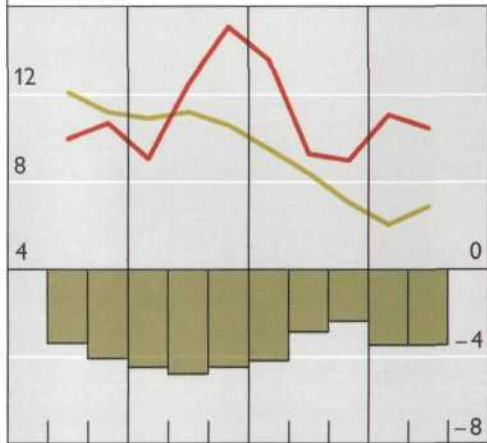
— Bruttoersparnis

— Bruttoinvestitionen

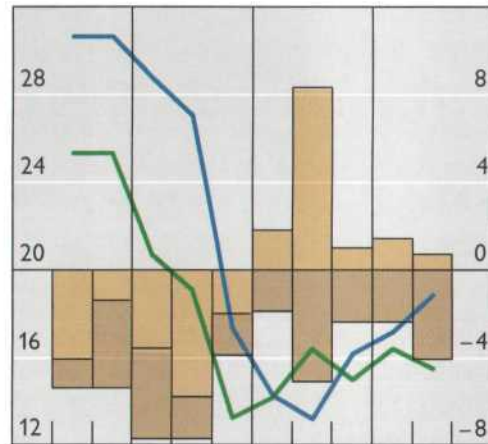
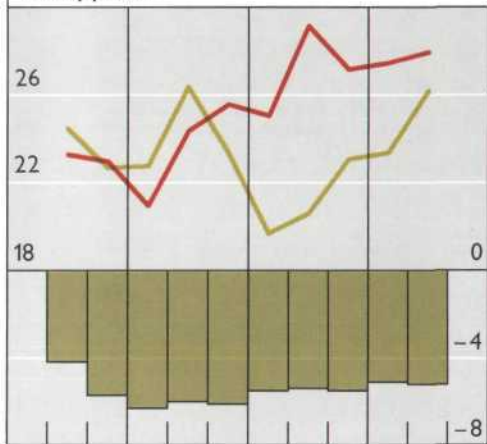
■ private Nettokreditvergabe

■ öffentliche Nettokreditvergabe

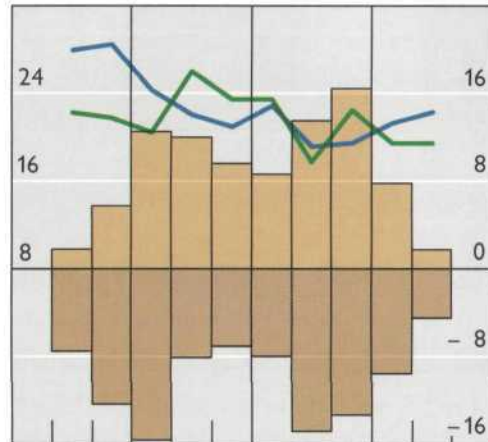
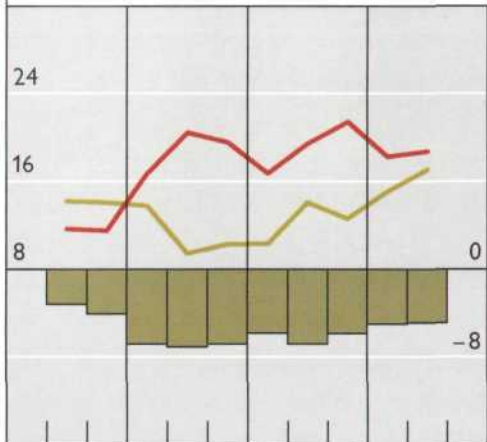
Brasilien

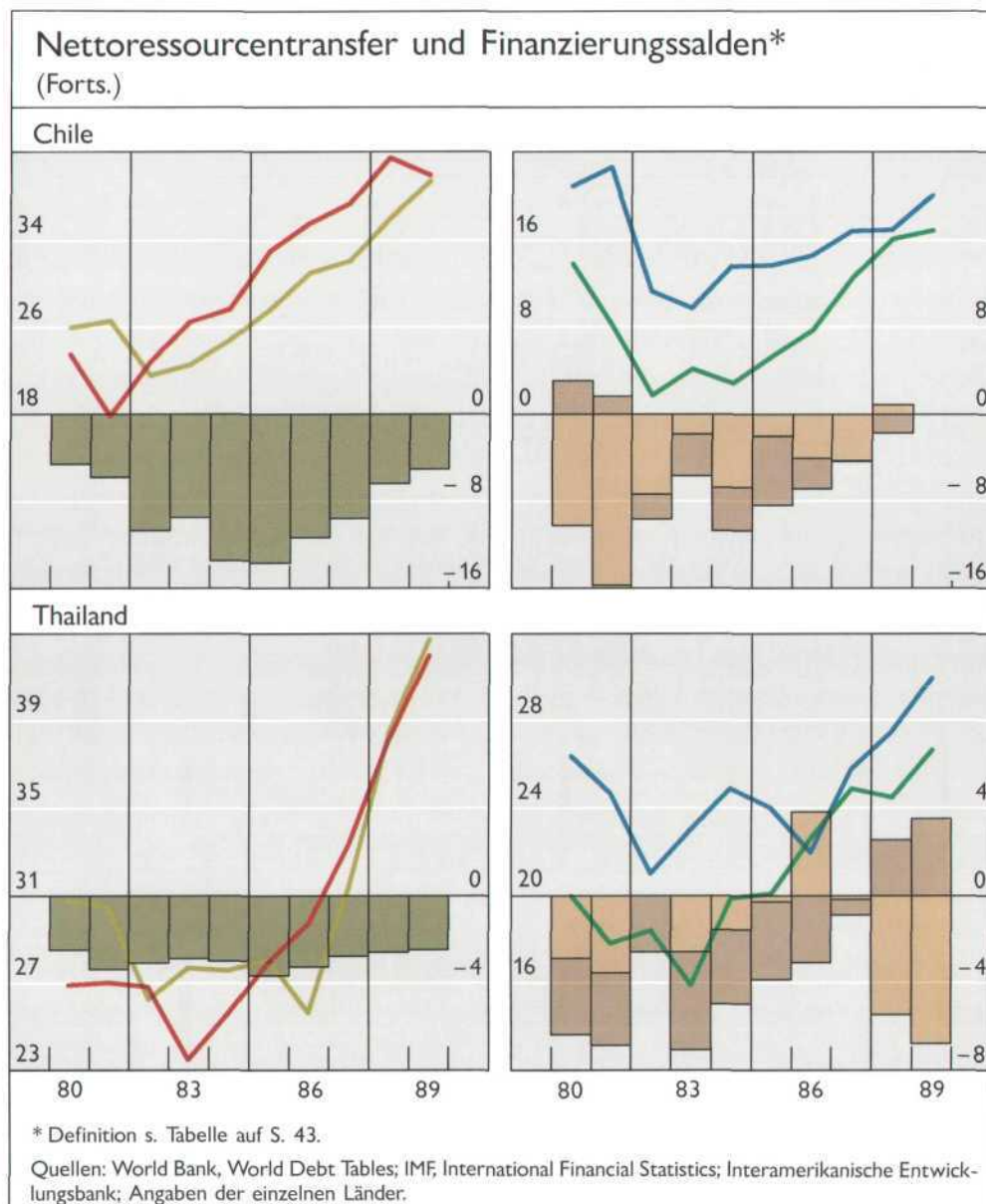


Philippinen



Mexiko





c) binnenwirtschaftliche Anpassung aber prekäre Außenbilanz

Probleme sind gewöhnlich das Ergebnis unzureichender Produktionskapazitäten als Folge früherer Kürzungen bei der Sachkapitalbildung und/oder von Maßnahmen zur Wechselkursstabilisierung auf einem unrealistisch hohen Niveau als Mittel der Inflationseindämmung. Dieser Fall trifft auf Mexiko zu, wo als anfängliche Reaktion auf die Schuldenkrise der Handelsbilanzüberschuß aufgrund höherer Ausfuhren und rückläufiger Einfuhren stark anstieg. Seitdem hat sich die Handelsbilanzsituation wieder verschlechtert. Eine Ursache hierfür war natürlich der Rückgang der Einnahmen aus der Ölproduktion, doch wurden überdies die Importe liberalisiert, und die Bemühungen um eine Stabilisierung des nominalen Wechselkurses als Teil eines umfassenden einkommenspolitischen Abkommens gingen mit einem gewissen Anstieg des realen Außenwerts einher. Es gibt auch Anzeichen, daß die binnenwirtschaftliche Anpassung noch nicht gesichert ist. Die gesamtwirtschaftliche Ersparnis hat nicht ausreichend zugenommen, um den Anstieg der Nettozinszahlungen auszugleichen; freilich dürfte dies teilweise mit dem Rückgang des realen



Pro-Kopf-Einkommens (um 15% seit 1981) zusammenhängen. Trotz einer restriktiveren Finanzpolitik und eines Überschusses im Basishaushalt liegt der Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors noch immer bei fast 6% des Bruttosozialprodukts, nachdem Bestrebungen, die Kapitalflucht durch eine Erhöhung der Realzinsen umzukehren, auch den Zinsendienst auf die gegenüber Inländern bestehende Staatsschuld hat steigen lassen.

Chile kann auch zu dieser Gruppe gezählt werden, wenngleich die Anpassung erheblich von jener in den anderen lateinamerikanischen Ländern abweicht. Die Exportquote ging zu Beginn der achtziger Jahre stark zurück, hat sich inzwischen jedoch wieder erhöht, wenn auch nicht ausreichend, um die Nettozinszahlungen abzudecken. Die binnenwirtschaftliche Anpassung ist eindeutig von dem starken Rückgang der Realeinkommen zu Beginn der achtziger Jahre geprägt, als die gesamtwirtschaftliche Sparquote auf unter 2% fiel. Obwohl sie danach wieder anstieg, ist die Ersparnis nach wie vor gemessen am Investitionsbedarf niedrig, und jüngste Trends legen den Schluß nahe, daß die Produktionskapazitätsverluste von Anfang der achtziger Jahre noch nicht wieder wettgemacht wurden.

Eine vierte Gruppe schließlich, die hauptsächlich aus asiatischen Ländern besteht, erwirtschaftete einen genügend hohen Handelsbilanzüberschuß, um die Nettozinszahlungen zu finanzieren, erhöhte die gesamtwirtschaftliche Ersparnis und verhinderte eine Zunahme des öffentlichen Finanzierungsbedarfs. Diese Länder verließen sich gewöhnlich auf ein exportinduziertes Wirtschaftswachstum und hielten die Inflation auf einem niedrigen Niveau. Thailand kann zu dieser Gruppe gezählt werden; die dort gemachten Erfahrungen zeigen, wie eine rechtzeitige Anpassung Maßnahmen erübrigen kann, die unmittelbar auf die Deckung des Devisenbedarfs gerichtet sind und hohe soziale Kosten verursachen. In den frühen achtziger Jahren wurde eine relativ hohe Sachkapitalbildung aufrechterhalten, und eine stabilitätsorientierte Geldpolitik half, die Inflation niedrig zu halten und die Wettbewerbsposition zu verbessern. Ferner trug die Finanzpolitik zum Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis bei. In der Leistungsbilanz, die 1986 annähernd ausgeglichen war, ist in letzter Zeit eine Verschlechterung eingetreten, und obwohl das Defizit problemlos durch ausländische Direktinvestitionen finanziert werden konnte, könnte ein Anstieg der privaten Sparquote gleichwohl erforderlich sein.

d) außen- und binnenwirtschaftliche Anpassung

In mehreren der oben erörterten Fälle können die Transferprobleme auf Faktoren zurückgeführt werden, auf welche die betreffenden Länder kaum Einfluß haben. Typisch war indes, daß Erfolg oder Mißerfolg bei dem Versuch einer reibungslosen Anpassung weniger von der Stärke des ursprünglichen Schocks als von der eingeschlagenen Politik abhing. So vermochten die Länder, die rasch reagierten und auf exportfördernde Maßnahmen vertrauten, aus ihren Schulden- und Transferproblemen „herauszuwachsen“. Dagegen verschlimmerten sich in den Ländern, die Anpassungsmaßnahmen unterließen, sowohl die äußeren als auch die inneren Probleme tendenziell im Zeitverlauf.

## Osteuropäische Volkswirtschaften: der Prozeß der Wirtschaftsreform

Eine allgemeine  
Hinwendung zur  
Marktwirtschaft

Alle osteuropäischen Länder durchlaufen gegenwärtig einen radikalen Wandel, der jeden Aspekt des politischen, sozialen und wirtschaftlichen Lebens erfaßt. Die meisten dieser Länder sind nunmehr zur Abkehr vom sozialistischen Wirtschaftssystem und zur Einführung der Marktwirtschaft nach dem Vorbild der westlichen Industrieländer entschlossen. Zwar unterscheiden sich die wirtschaftlichen Verhältnisse und die Reformstrategien erheblich von Land zu Land, doch ist ihnen allen das Erbe der zentralen Planung gemeinsam, weshalb sie sich mit denselben fundamentalen Fragen und Herausforderungen auseinanderzusetzen haben.

In diesem Abschnitt des Berichts sollen diese Fragen und Herausforderungen in einem allgemeinen Zusammenhang erörtert werden, wobei sowohl einige Aspekte der wirtschaftlichen Entwicklungen in Osteuropa als auch die Ordnung und die Strukturen, wie sie sich in diesen Ländern unter dem System zentraler Planung herausgebildet haben, angesprochen werden. Ohne einen solchen Überblick wäre es schwierig, die ungeheure Komplexität der sich diesen Ländern stellenden Aufgabe zu verstehen, die nicht nur eine Reform des Wirtschaftssystems, sondern auch eine Veränderung der Sichtweisen und des wirtschaftlichen Verhaltens beinhaltet.

### *Das zweifache Problem von Angebotsineffizienz und makroökonomischen Ungleichgewichten*

Statistische und  
konzeptionelle  
Unterschiede ...

Eine Analyse der Wirtschaftsentwicklung in den osteuropäischen Ländern wird durch zwei Umstände erschwert. Erstens bestehen zahlreiche statistische Probleme aufgrund fehlender Daten und der Verwendung statistischer Konzepte, die mit denen der westlichen Länder nicht ohne weiteres vergleichbar sind. Zweitens gibt es in einer zentralen Planwirtschaft, in der die Preise reguliert sind, die Vollbeschäftigung garantiert ist und die außenwirtschaftlichen Transaktionen staatlich gelenkt werden, keine „sichtbaren“ statistischen Hinweise auf gesamtwirtschaftliche Ungleichgewichte. Statt dessen spiegeln sich die Ungleichgewichte in Erscheinungen wie Angebotsmängeln und Schlangestehen sowie Schwarzmärkten für Devisen und hochwertige Importgüter wider, die sich gewöhnlich einer genauen statistischen Erfassung entziehen.

... erschweren  
den wirtschaft-  
lichen Ost-West-  
Vergleich

In den meisten osteuropäischen Ländern vermitteln denn auch die verfügbaren amtlichen Statistiken kein wirklichkeitsnahes Bild der wirtschaftlichen Lage. Insbesondere die volkswirtschaftlichen Gesamtdaten zum Produktionswachstum erklären kaum die Mängel beim Warenangebot und das Gefälle im Lebensstandard gegenüber den westlichen Industrieländern. Zwar hat sich das Produktionswachstum in den letzten Jahren deutlich verlangsamt, doch ist den Angaben zufolge die zusammengefaßte Erzeugung aller osteuropäischen Staaten zwischen 1960 und 1989 im Jahresdurchschnitt um 5% gestiegen, verglichen mit einer Rate von nur 3,3% für die Länder der Europäischen Gemeinschaft (s. die Tabelle auf S. 50). Über einen längeren Zeitraum gesehen ist die Divergenz sogar noch auffallender. So ist in der



Bundesrepublik Deutschland das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung oder der Produktion wichtiger, direkt vergleichbarer Sektoren seit 1950, als das Pro-Kopf-Einkommen in der Deutschen Demokratischen Republik nur um 20% unter dem der Bundesrepublik gelegen haben dürfte, viel schwächer gewesen als das für die DDR ausgewiesene Wachstum. Demgegenüber deuten einige Verbrauchsindikatoren darauf hin, daß sich der relative Lebensstandard, besonders wenn man die erheblichen Qualitätsunterschiede berücksichtigt, in die entgegengesetzte Richtung entwickelt haben muß (s. die gegenüberstehende Tabelle).

Ausgewiesenes Produktionswachstum in Ost- und Westeuropa						
Position	1960–70	1970–75	1975–80	1980–85	1985–89	1960–89
	Jahresrate in Prozent					
Produktionswachstum:*						
Osteuropa	6,8	6,1	4,3	2,8	2,6	5,0
Europäische Gemeinschaft	4,8	2,9	2,9	1,5	3,1	3,3

\* Materielle Produktion (netto) für Osteuropa (Bulgarien, DDR, Polen, Rumänien, Sowjetunion, Tschechoslowakei und Ungarn) und BSP/BIP für die zwölf Länder der Europäischen Gemeinschaft.  
Quellen: UN-Wirtschaftskommission für Europa (ECE); Wiener Institut für internationale Wirtschaftsvergleiche; Europäische Gemeinschaft.

Es gibt mehrere Gründe, weshalb die Produktionsmeßwerte in Osteuropa die realwirtschaftliche Entwicklung tendenziell überzeichnen. Das im System zentraler Planwirtschaft verwendete Konzept der materiellen Nettoproduktion gibt nur den Wert der physischen Produktion und der mit der Auslieferung der Waren verbundenen Dienstleistungen an. Nicht enthalten sind in ihm die „nichtmateriellen“ Dienstleistungen etwa des Gesundheits- und Bildungswesens oder des Bankgewerbes, die Teil des Bruttoinlandsprodukts sind, jedoch in Osteuropa vergleichsweise unterentwickelt blieben. Noch wichtiger ist, daß die Ermittlung der Produktion auch durch das verzerrte Preisgefüge stark beeinträchtigt wird. Für neue Produkte, insbesondere langlebige Gebrauchsgüter, deren Herstellung verhältnismäßig stark wächst, werden in Osteuropa vergleichsweise hohe Preise festgesetzt, weshalb sie mit einem hohen Gewicht in die Produktionsindizes eingehen. Gleichzeitig gibt es in den osteuropäischen Betrieben die weitverbreitete Praxis, ein bereits vorhandenes Produkt geringfügig abzuwandeln, um so den Preis anheben zu können. Dies ist ein bequemer Weg, den Wert der Produktion zu erhöhen und das Plansoll zu erfüllen, ohne die Produktion ausweiten oder deren Qualität verbessern zu müssen. Da die Preisänderungen weder im Index der Verbraucherpreise noch im Produktionsdeflator berücksichtigt werden, führt die Substitution alter durch neue Produkte zu einer Überzeichnung des Wachstums der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung.

In der Tat deuten mehrere Faktoren darauf hin, daß die Produktion in Osteuropa viel weniger effizient ist als die der westlichen Industrieländer. Beispielsweise zeigen die verfügbaren Daten, daß die Vorratsinvestitionen in den osteuropäischen Ländern sich während der achtziger Jahre auf durch-

Gründe für die Überzeichnung des Wachstums ...

... und Indizien für Angebotsineffizienz

Ausgewiesene Wirtschaftsindikatoren der Bundesrepublik Deutschland und der Deutschen Demokratischen Republik		
Position	Bundesrepublik Deutschland	Deutsche Demokratische Republik
Pro-Kopf-Einkommen 1950 (in nationaler Währung):	2 100	1 675
Durchschnittliches jährliches Produktionswachstum 1950–88 (in Prozent):		
BSP/Materielle Produktion (netto)	5,0	5,9
Landwirtschaft	1,8	2,2
Baugewerbe	3,4	7,0
Energiewirtschaft und Bergbau	2,5	7,3
Verarbeitendes Gewerbe	5,1	
Kennziffern des Lebensstandards (1988):		
Personenwagen <sup>1</sup>	97	52
Farbfernseher <sup>1</sup>	94	52
Telefon <sup>1</sup>	98	16
Wohnraum <sup>2</sup>	33	27
<sup>1</sup> In Prozent der privaten Haushalte. <sup>2</sup> Quadratmeter pro Person. Quellen: Statistisches Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland; Statistisches Jahrbuch der Deutschen Demokratischen Republik.		

schnittlich 2–3% der Jahresproduktion beliefen, was ein sehr viel höherer Prozentsatz als in den Marktwirtschaften ist; die Anlageinvestitionen, die einen größeren Teil der gesamtwirtschaftlichen Produktion als in den westlichen Ländern ausmachen, werden offenbar in wenig produktive Bereiche fehlgeleitet – ein Eindruck, der durch die enttäuschenden Ergebnisse der in den siebziger Jahren von einer Reihe von Ländern unternommenen und mit Hartwährung finanzierten Investitionen bestätigt wird; zudem scheint der Energieverbrauch je Einwohner erheblich über dem im Westen zu liegen, was auf sehr viel energieintensivere Produktionsverfahren hindeutet.

Die Angebotsseite als Schwachstelle der osteuropäischen Volkswirtschaften findet auch in deren Außenhandel ihren Niederschlag. Die Exporte von Industrieerzeugnissen aus diesen Ländern in konvertibler Währung expandierten zwischen 1981 und 1987 um 16% und damit weniger als halb so kräftig wie der Welthandel mit Industriegütern im selben Zeitraum. Diese Entwicklung ist um so auffallender, als die wachsenden Schuldenprobleme mehrerer Länder in diesem Zeitraum hätten erwarten lassen, daß sie die Planer dazu bewegten, Ressourcen in den Exportsektor umzuleiten.

Mangelnde Flexibilität auf der Angebotsseite ist die Hauptursache des niedrigen Lebensstandards und der zunehmenden makroökonomischen Ungleichgewichte. In einer Marktwirtschaft werden derartige Ungleichgewichte durch die Preis-, Zins-, Beschäftigungs- und Zahlungsbilanzentwicklungen offengelegt, die ihrerseits ausgleichende Anpassungen bei Nachfrage und Angebot auslösen. Ein solcher Mechanismus existiert in einem zentral geplanten System nicht, bei dem sich das Ungleichgewicht in erster Linie auf dem Markt für Verbrauchsgüter bildet, da der Staatsverbrauch und der Großteil der Investitionsausgaben vom Plan gelenkt werden. Auf das



Sparguthaben und Löhne in Ost- und Westeuropa						
Land	1973			1988		
	Spargut- haben je Ein- wohner <sup>1</sup>	Durch- schnitt- licher Monats- lohn <sup>1</sup>	Ver- hältnis	Spargut- haben je Ein- wohner <sup>1</sup>	Durch- schnitt- licher Monats- lohn <sup>1</sup>	Ver- hältnis
Bulgarien	700	140	5	1 900 <sup>2</sup>	235 <sup>2</sup>	8 <sup>2</sup>
DDR	3 930	835	4½	9 090	1 280	7
Polen	6 100	2 800	2	96 800	51 800	2
Rumänien	1 700	1 390	1	7 300 <sup>3</sup>	2 860 <sup>3</sup>	2½ <sup>3</sup>
Sowjetunion	275	135	2	1 040	215	5
Tschechoslowakei	6 650	2 160	3	17 000	3 050	5½
Ungarn	5 940	2 510	2½	31 900	8 800	3½
Deutschland (BR)	6 830	1 560	4½	20 120	3 170	6½
Frankreich	8 620	2 140	4	47 300	9 790	5
Großbritannien	940 <sup>4</sup>	260 <sup>4</sup>	3½ <sup>4</sup>	4 940	820	6
Italien	921 580	206 220	4½	9 004 500	1 815 000	5
Spanien	69 100	17 350	4	751 820	135 200	5½

<sup>1</sup> In Einheiten der jeweiligen Landeswährung. <sup>2</sup> 1987. <sup>3</sup> 1986. <sup>4</sup> 1975.  
Quellen: UN-Wirtschaftskommission für Europa (ECE); Angaben der einzelnen Länder.

Auseinanderklaffen von Nachfrage und Angebot an den Verbrauchsgütermärkten wurde häufig nur langsam oder überhaupt nicht reagiert, was einerseits zu Kreditvergaben und wachsenden Subventionszahlungen an unrentable Betriebe und andererseits zu zunehmenden Lagerbeständen unverkaufter Produkte, der Ausbreitung von Schwarzmärkten und dem Aufbau eines Nachfrageüberhangs in Gestalt eines „unfreiwilligen“ Haltens von Bargeld und Spareinlagen führte.

Wenn es auch schwierig ist, das Ausmaß und die Schwere des makroökonomischen Ungleichgewichts in den osteuropäischen Staaten genau abzuschätzen, so bestehen doch kaum Zweifel, daß sich in den meisten Ländern aufgrund fehlender finanzieller Kontrolle auf einzel- und gesamtwirtschaftlicher Ebene ein Geldüberhang herausgebildet hat. Der Eindruck, daß vielfach ein Nachfrageüberschuß besteht, wird beispielsweise durch die starken Preissteigerungen nach der Liberalisierung der Märkte erhärtet. In Ungarn, wo die Preisreform schrittweise durchgeführt wurde, hat sich die Inflation von 5,3% im Jahr 1986 auf 17% im Jahr 1989 beschleunigt, und in Polen, wo die Liberalisierung eher abrupt erfolgte, ist es in den letzten Monaten des Jahres 1989 zu einer Hyperinflation gekommen.

Anhand der folgenden Tabelle, in der die Sparguthaben je Einwohner zu den durchschnittlichen Monatslöhnen ins Verhältnis gesetzt werden, wird versucht, einen ungefähren Eindruck von dem Kaufkraftpotential zu geben, das sich in den Händen der Bevölkerung der einzelnen osteuropäischen Länder angehäuft hat. Etwas überraschend ist vielleicht, daß diese Guthaben außer im Falle Bulgariens und der Deutschen Demokratischen Republik nicht außergewöhnlich hoch erscheinen, wenn man sie mit den Ersparnissen der privaten Haushalte in den westeuropäischen Ländern vergleicht. Um die

Makroökono-  
mische Ungleich-  
gewichte spiegeln  
sich in ...

... einem Geld-  
überhang ...

Leistungsbilanzsaldo und Auslandsverschuldung in konvertibler Währung (Schätzung)											
Land/Ländergruppe	Leistungsbilanzsaldo							Auslandsverschuldung			
	1970-75	1976-80	1981-85	1986	1987	1988	1989	1980	1985	1988	1989
	Milliarden US-Dollar										
Bulgarien	- 1,1	1,1	2,4	-0,9	0,0	-0,7	-0,8	3,5	4,0	7,7	10,8
DDR <sup>1</sup>	- 2,6	- 6,3	3,7	0,8	0,7	0,6	-0,2	14,4	13,2	19,8	20,6
Polen <sup>2</sup>	- 6,4	-15,3	- 7,3	-0,6	-0,4	-0,6	-1,8	24,1	29,3	39,2	41,4
Rumänien	- 1,5	- 5,3	3,1	1,3	1,9	2,2	2,0	9,6	6,6	2,9	0,3
Sowjetunion	- 0,8	6,9	14,9	1,0	4,0	3,1	-1,0	27,5	25,2	46,8	49,2
Tschechoslowakei	- 0,9	- 2,7	1,8	0,2	-0,3	-0,4	-0,3	4,9	4,6	6,7	7,9
Ungarn	- 1,4	- 3,6	- 0,7	-1,4	-0,9	-0,8	-1,4	9,1	14,0	19,6	20,2
Osteuropa	-14,7	-25,2	17,9	0,4	5,0	3,4	-3,5	93,1	96,9	142,7	150,4
Europäische Gemeinschaft <sup>3</sup>	6,3	-40,0	- 4,0	51,5	34,9	16,1	2,4	..	..	..	..

<sup>1</sup> Einschl. der Transaktionen mit der Bundesrepublik Deutschland. <sup>2</sup> Die Leistungsbilanzschätzungen beziehen die fälligen, aber nicht notwendigerweise gezahlten Zinsbeträge ein. So beliefen sich die effektiv gezahlten Zinsen in dem Dreijahreszeitraum von 1987 bis 1989 kumuliert auf \$ 3 Mrd., während die Zinsrückstände und Zinsnachlässe rund \$ 6½ Mrd. ausmachten. <sup>3</sup> Die gegenwärtigen zwölf Mitgliedsländer.

Quellen: IWF; UN; OECD; Wiener Institut für internationale Wirtschaftsvergleiche; Angaben der einzelnen Länder.

potentiell überschüssige Nachfrage abschätzen zu können, müssen jedoch mehrere Faktoren berücksichtigt werden. Ein erheblicher Teil der gesamten liquiden Geldbestände dürfte in Form von Bargeld gehalten werden; es sind jedoch nicht für alle Länder Zahlen über die Bargeldbestände in der Hand Privater verfügbar. Überdies sind die dem Sparverhalten zugrundeliegenden Motive von entscheidender Bedeutung. Einerseits muß die Höhe der Sparguthaben dann, wenn sie im wesentlichen auf das Fehlen alternativer Geldanlagen zurückzuführen ist, nicht unbedingt auf das Bestehen eines Geldüberhangs in Osteuropa hindeuten. Andererseits sind die Guthaben, da die Verzinsung der Spareinlagen gewöhnlich sehr niedrig ist, womöglich nicht das Ergebnis einer rationalen Entscheidung zwischen gegenwärtigem und zukünftigem Konsum, sondern lediglich ein Reflex des knappen Warenangebots. In diesem Fall ist daran zu zweifeln, daß hohe Sparguthaben aufrechterhalten werden, wenn erst einmal das Warenangebot nicht mehr durch Preiskontrollen zurückgehalten wird.

... und einer schwachen Außenposition und in der Auslandsverschuldung wider

Schließlich deuten auch die schwache außenwirtschaftliche Position und die hohe Auslandsverschuldung der meisten osteuropäischen Länder auf bestehende Ungleichgewichte hin. Zumeist sind allerdings die in konvertibler Währung entstandenen Leistungsbilanzdefizite größtenteils auf gezielt hohe Einfuhren von Ausrüstungsgütern zurückzuführen, mit denen der industrielle Sektor modernisiert werden sollte, und können deshalb nicht als Überschwappen eines Nachfrageüberschusses in die Zahlungsbilanz gewertet werden.

### Die Hauptmerkmale einer Zentralverwaltungswirtschaft

In der unmittelbaren Nachkriegsperiode führten alle osteuropäischen Staaten Systeme der Zentralverwaltung nach sowjetischem Muster ein. Bis vor



kurzem bewegten sich die Volkswirtschaften trotz der in der Vergangenheit unternommenen Reformversuche weitgehend im Rahmen des ursprünglichen Modells.

Die wichtigsten Merkmale einer Zentralverwaltungswirtschaft sind der Staatsbesitz am größten Teil der Produktionsmittel und die Tatsache, daß die Entscheidungen über die Produktion, die Aufteilung des Sozialprodukts zwischen Konsum und Investitionen und den Einsatz der Produktionsmittel im Rahmen eines umfassenden Plans getroffen werden. Der Plan wird auf der Basis von Direktiven über die Zuteilung der Produktionsmittel umgesetzt, d.h. durch ein System des „materiellen Ausgleichs“, in dem die Produktionsmittel aufgrund des zur Erfüllung des Produktionszieles geschätzten Bedarfs zur Verfügung gestellt werden. Der Plan ist daher sowohl ein Dokument, das die wirtschaftspolitischen Ziele der Behörden darlegt, als auch ein Instrument zu deren Verwirklichung.

Die zentrale Rolle des Plans ...

Die Betonung des materiellen Ausgleichs hat zwei bedeutende Auswirkungen. Erstens besteht weder Bedarf für einen Mechanismus des Ausgleichs zwischen der Nachfrage nach und dem Angebot an Produktionsmitteln im Herstellungsprozeß noch für Informationen zur Ermittlung der Opportunitätskosten der Produktion. Preise müssen nicht zur Markträumung führen und werden daher behördlich festgelegt, über lange Zeiträume unverändert belassen und haben eigentlich nur buchhalterische Funktionen. Zweitens stellt Geld kein eindeutiges Anrecht auf reale Güter dar. Während den physischen Bewegungen von Waren und Dienstleistungen gegenläufige Zahlungen durch das Bankensystem entsprechen, dürfen diese Finanztransaktionen die Planerfüllung nicht beeinträchtigen. Angehäufte finanzielle Forderungen können die Unternehmen nicht frei zur Beschaffung von Produktionsmitteln verwenden (diese sind nur aufgrund einer Ermächtigung der Planungsbehörden verfügbar), und umgekehrt stellen finanzielle Defizite kein Hindernis für die im Plan vorgesehene Versorgung mit Produktionsmitteln dar.

... und die Auswirkungen auf Preise und Geld

Das Planungsprinzip stößt jedoch bei der Verteilung der Waren und Dienstleistungen an den privaten Haushaltssektor an seine praktischen Grenzen. Daher stützen sich alle Zentralverwaltungswirtschaften bei der Verteilung der Verbrauchsgüter in einem gewissen Ausmaß auf den Marktmechanismus, wobei versucht wird, das gesamtwirtschaftliche Marktgleichgewicht dadurch zu erreichen, daß das geplante Verbrauchsgüterangebot zu administrativ festgelegten Preisen und die Summe der im Plan vorgesehenen Lohn- und Transferzahlungen aufeinander abgestimmt werden.

Die Durchführung eines Systems zentraler Planung erfordert zur Festlegung und Umsetzung des Planes auf allen Produktionsebenen umfassende administrative Vorkehrungen. Dieses Erfordernis trägt zum Aufbau einer großen, machtvollen Bürokratie bei, in welcher die Verantwortung für die Wirtschaftslenkung innerhalb einer hierarchischen Struktur, bestehend aus Staatsplanungskommission, Fachministerien und Staatsbetrieben, aufgeteilt wird. Grundsätzlich sind Entscheidungen über die Zuteilung der Produktionsmittel stark zentralisiert. Doch haben die Unternehmen aufgrund der bei der Aufstellung des Planes notwendigen Beachtung von technischen Produktionsmöglichkeiten durch das Aushandeln von spezifischen Ausstoßmengen, Pro-

Die zentrale Planung erfordert eine ausufernde Bürokratie ...

duktionsmittelzuteilungen und der für Gehaltszahlungen gewährten Beträge erheblichen Raum zur Einflußnahme auf den Plan. Für die Unternehmen besteht ein starker Anreiz, „weiche“ Planziele auszuhandeln und Arbeitskräfte und Produktionsmittel zum Schutz gegen mögliche Versorgungsengpässe zu horten. Im Gegensatz dazu haben die privaten Haushalte praktisch keinen direkten Einfluß auf den Plan. Obwohl sie in der Wahl, wie sie ihr Einkommen verwenden, frei sind, haben Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage üblicherweise keine Auswirkungen auf die den Planern vorbehaltene Zuteilung der Produktionsmittel.

... und eine  
strenge  
Kontrolle der  
Außenwirtschaft

Zentral geplante Wirtschaften müssen sich von äußeren Einflüssen isolieren, die die Preissetzungsmöglichkeiten beschränken und die Entscheidungen der Planer durch das Öffnen alternativer Wege zur Produktionsmittelbeschaffung für Unternehmen untergraben könnten. Um den Außenhandel unter straffer Kontrolle halten zu können, ist dieser normalerweise unter der Leitung des Außenhandelsministeriums zentralisiert, das das alleinige Recht hat, die gütermäßige und geographische Zusammensetzung der Exporte und Importe zu bestimmen. Den Unternehmen und privaten Haushalten ist es nicht erlaubt, direkt mit Ausländern Handel zu treiben, und der Außenhandel wird zumeist über darauf spezialisierte Außenhandelsorganisationen abgewickelt. Die Monopolstellung des Staates wird noch durch die Inkonvertibilität der Währung und das für Unternehmen und Einzelpersonen geltende Verbot des Haltens von oder Handelns mit Fremdwährung verstärkt. Die Preise der handelbaren Güter im Ausland und im Inland werden durch verschiedene Preisausgleichsmechanismen, die zu einem weitreichenden System gespaltenen Wechselkurse führen, streng getrennt gehalten.

Ein unter-  
entwickelter  
Finanzsektor

Infolge der beherrschenden Rolle des Planes gibt es in zentral gelenkten Wirtschaften kaum eine oder überhaupt keine Verwendung für die klassischen geld- und fiskalpolitischen Instrumente. Da die Zahlungsströme nur Plandirektiven entsprechen sollen, spielen Geld und Kredit nur eine passive Rolle. Der Finanzsektor ist nur ansatzweise vorhanden und besteht gewöhnlich aus einer Staatsbank, die sowohl als Zentralbank als auch für die Mehrzahl der Unternehmensgeschäfte als Geschäftsbank agiert, einigen Spezialbanken, die sektorspezifische Aktivitäten, darunter den Außenhandel, finanzieren, und Sparkassen, die Sammelstellen für die Geldbestände des Volkes darstellen. Das Bankensystem spielt so gut wie keine Rolle in der Intermediation zwischen Ersparnissen und Investitionen, die im wesentlichen durch eine umfangreiche Einkommensumverteilung über den Staatshaushalt erfolgt, sondern dient hauptsächlich dazu, die Einhaltung der Mengenvorgaben zu überprüfen.

Diese Beschreibung der Grundzüge einer Zentralverwaltungswirtschaft stellt unvermeidlich eine starke Vereinfachung einer in Wirklichkeit sehr komplexen Ordnung dar. Tatsächlich haben alle Länder sehr bald nach der Einführung des Planwirtschaftssystems damit begonnen, Anstrengungen zu unternehmen, um seine Starrheit zu verringern und es den sich verändernden Verhältnissen und Erfordernissen anzupassen.



## *Experimente mit Reformprogrammen in der Vergangenheit*

Versuche, das zentrale Planungssystem zu reformieren, haben eine lange Geschichte. Anfänglich war die Verbesserung der Genauigkeit und der Effizienz der Planung das Ziel, was durch eine Stärkung der institutionellen Strukturen, durch eine genauere Definition der Aufgaben und durch eine Verfeinerung der Instrumente der administrativen Lenkung erreicht werden sollte.

Es wurde jedoch sehr bald offensichtlich, daß dieser Reformansatz wenig dazu beitragen konnte, die zunehmenden wirtschaftlichen Anspannungen zu verringern, die sich in einer Verknappung auf den Verbrauchermärkten, in schlechter Produktqualität, dem Fehlen technischen Fortschritts und der Verschwendung von Ressourcen widerspiegeln. Insbesondere zwei Überlegungen deuteten auf die Notwendigkeit größerer Flexibilität hin: Erstens wurde erkannt, daß die Behörden nie ausreichend Informationen haben können, um alle notwendigen mikroökonomischen Entscheidungen zu treffen. Daher müßten die Unternehmen direkter in die Erstellung und Ausführung des Planes eingebunden werden. Zweitens müßten die Manager für eine effiziente Planung und Verwendung der vorhandenen Ressourcen mehr Verfügungsgewalt und Verantwortung erhalten, und ihre Entscheidungen müßten die von den Signalen des Marktes herrührenden Informationen berücksichtigen.

Diese Überlegungen waren die Basis verschiedener Reformprogramme, die einige Elemente einer Marktwirtschaft in das System der zentralen Planung einbauten. So wurden den Unternehmen mehr Autonomie gegeben, das Preissystem überarbeitet und Wechselkurse vereinheitlicht, das Konzept der Rentabilität eingeführt und, am allerwichtigsten, die mengenmäßige Zuteilung der Produktionsmittel abgeschafft und durch ein auf der Verwendung von Steuern und Subventionen basierendes System der indirekten Wirtschaftslenkung ersetzt.

Alle osteuropäischen Länder haben mit diesen marktwirtschaftlichen Elementen experimentiert, doch waren Ausmaß und Zeitpunkt der Reformen und die Umstände, unter denen sie durchgeführt wurden, sehr unterschiedlich. Was die höhere wirtschaftliche Effizienz betrifft, waren die Reformen in der Praxis weniger erfolgreich, und einige dürften sogar die bestehenden makroökonomischen Ungleichgewichte verschärft haben. Rückblickend kann das Scheitern der Reformversuche auf zwei Umstände zurückgeführt werden.

Erstens stellten die Reformprogramme das ideologische Postulat des Sozialismus, nämlich den Staatsbesitz an Produktionsmitteln und die vorrangige Stellung des nationalen Planes nicht in Frage. Ihr Hauptziel war es vielmehr, eine effizientere Durchführung des Planes zu sichern. Daher spielte der nationale Plan weiterhin eine zentrale Rolle in der Wirtschaftslenkung, und die Behörden griffen immer dann sofort auf Preiskontrollen, behördlich festgelegte Zinssätze und eine vorrangige Zuteilung von Krediten und Betriebsmitteln zurück, wenn es Anzeichen dafür gab, daß dezentrale Entscheidungen oder Entwicklungen auf dem Markt zu Ergebnissen zu führen

Mängel der Zentralverwaltung wurden erkannt

Reformversuche schlugen fehl, weil ...

... es ihnen nicht gelang, die zentrale Wirtschaftslenkung zu verringern ...

drohten, die mit dem Planziel unvereinbar waren. So blieb die Rolle des Marktes bei der Zuteilung der Ressourcen unklar, und die Wechselbeziehung zwischen Rentabilität, Preisen, Geld und finanziellen Beschränkungen wurde nie ausreichend anerkannt.

Der offensichtlichste Beweis für den fehlenden Willen der Behörden, die Wirtschaftslenkung aus der Hand zu geben, wurde beim Übergang von strikten quantitativen Direktiven zur Verwendung von indirekten wirtschaftspolitischen Instrumenten erbracht. Steuern und Subventionen wurden keineswegs in einer gleichmäßigen und transparenten Weise angewandt, sondern wurden in einer Weise maßgeschneidert, die es den Behörden ermöglichte, Produktionsergebnisse, Einkommen und Preise den Planvorgaben entsprechend zu gestalten. Dieser Ansatz öffnete Tür und Tor für Verhandlungen, die es den unrentablen Unternehmen ermöglichten, im Austausch gegen die Erfüllung der Wünsche der Planer um Steuernachlässe und Direktsubventionen zu feilschen. Als Folge der Möglichkeit, auf dem Verhandlungsweg mühelos finanzielle Zugeständnisse erreichen zu können, waren die Unternehmen keiner Budgetbeschränkung unterworfen, wodurch, neben dem Fehlen verlässlicher Indikatoren für den Marktwert der Produktion und der Investitionen, das Konzept der Rentabilität bedeutungslos wurde.

... und sie  
institutionellen  
Veränderungen  
zu wenig  
Aufmerksamkeit  
schenkten

Zweitens schenken die Reformen den notwendigen Änderungen der institutionellen Strukturen der Volkswirtschaft überraschend wenig Aufmerksamkeit. Sowohl die Liberalisierung des Außenhandelssektors als auch der Aufbau eines unabhängigen Finanzsektors wurden lange Zeit hindurch vernachlässigt und erst vor kurzem Bestandteil der Reformprogramme. Während hinsichtlich des Aufbrechens des Monopols der Außenhandelsorganisationen und der Erweiterung des Rechts auf Handel der einzelnen Unternehmen zuletzt bedeutende Fortschritte gemacht wurden, steckt die Reform des Finanzsystems noch in den Kinderschuhen. Aber selbst dort, wo gewisse strukturelle Änderungen vorgenommen wurden, wie z.B. in der Gestaltung des wirtschaftlichen Entscheidungsfindungsprozesses, wurden sie nicht durch institutionelle Reformen entsprechend abgestützt. Das Ausmaß und die Bedeutung der Autonomie der Unternehmen blieben unklar, nicht zuletzt deshalb, weil weder die bestehende Bürokratie abgebaut noch deren Einflußmöglichkeit bei mikroökonomischen Entscheidungen verringert wurden. Folglich gab es keine klare Abgrenzung der Verantwortung zwischen Planern und Managern. Hinzu kam, daß nur wenige Maßnahmen ergriffen wurden, um den Wettbewerb durch eine Verringerung des Monopolisierungsgrads im Industriesektor und eine Förderung des Privatsektors zu verstärken.

### *Die Hauptaspekte der Reform*

Drei grundsätz-  
liche Fragen

Bei dem Unterfangen, Programme zur Umwandlung ihrer Volkswirtschaften in Marktwirtschaften zu entwerfen, sehen sich die Regierungen der osteuropäischen Länder mit drei Hauptfragen konfrontiert: Was sind die Grundvoraussetzungen einer Marktwirtschaft? Welcher ist der geeignetste Ansatz? Welches sind die während der Übergangszeit zu erwartenden Hauptrisiken und -probleme? Während die Antworten in Anbetracht der besonderen Umstände in jedem Land etwas unterschiedlich ausfallen können, deuten die



Erfahrungen mit Reformversuchen in der Vergangenheit und die weitreichende Gleichartigkeit der Probleme aller osteuropäischen Länder darauf hin, daß es einige für alle gültige allgemeine Grundsätze gibt.

*Die Grundvoraussetzungen.* Die erfolgreiche Umwandlung osteuropäischer, zentral geplanter Volkswirtschaften in Marktwirtschaften setzt zwei grundlegende Veränderungen voraus: die Errichtung von Märkten für Waren und Dienstleistungen, Finanzaktiva und Arbeitskräfte und die Entwicklung neuer Instrumente makroökonomischer Wirtschaftspolitik. Für beide Veränderungen sind weitreichende Strukturreformen in der Wirtschaft, dem Finanzwesen und den Institutionen jedes Landes notwendig.

Die Errichtung von Märkten legt die mikroökonomische Grundlage für eine den relativen Knappheiten und den gesellschaftlichen Prioritäten entsprechende Allokation der Ressourcen. Märkte schaffen und verbreiten Informationen über relative Preise und Kosten und liefern dadurch Entscheidungskriterien im Hinblick auf das, was produziert werden soll, welche Produktionsmittel verwendet werden sollen, wo investiert werden soll und wie wirtschaftliche Leistungen beurteilt werden sollen.

Damit Märkte diese Funktionen erfüllen können, ist es unbedingt erforderlich, daß die Marktteilnehmer in ihren wirtschaftlichen Entscheidungen autonom sind, Preise die für eine Markträumung notwendige Höhe erreichen dürfen, Budgetbeschränkungen wirksam sind und daß die Märkte in einem von Wettbewerb gekennzeichneten Umfeld operieren. Diese Bedingungen setzen in der Praxis Maßnahmen auf mehreren Gebieten voraus. Zuerst müssen die osteuropäischen Länder Preis-, Lohn- und Zinskontrollen aufgeben, die Entscheidungsfindung dezentralisieren, die Eigentumsgesetze überarbeiten und die Beschränkungen für die Betätigungsmöglichkeiten des Privatsektors abschaffen. Zweitens muß der Aufbau eines Finanzmarktes als hauptsächlicher Träger der Intermediation zwischen Ersparnissen und Investitionen mit Nachdruck verfolgt werden. Das setzt wiederum voraus, daß das Recht auf Erwerb und Verkauf von Finanzaktiva verankert und ein unabhängiger Bankensektor geschaffen wird, der die Aufgabe übernimmt, die Kreditwürdigkeit von Geschäftsoperationen zu überprüfen, indem er aktiv nach Darlehensmöglichkeiten in neuen und vielversprechenden Geschäften sucht und verlustträchtigen Unternehmen Kredite verweigert. Drittens muß der rechtliche und institutionelle Rahmen im Hinblick auf die Schaffung eindeutiger Regelungen für die Abwicklung von Geschäften und die Festlegung von Mindeststandards des Konsumenten-, Sparer- und Arbeitnehmerschutzes reformiert werden. Schließlich muß noch besondere Aufmerksamkeit den Maßnahmen zur Förderung des Wettbewerbs sowohl unter einheimischen Anbietern als auch zwischen einheimischen und ausländischen Produzenten geschenkt werden.

Um die Staatsbetriebe größerem Wettbewerb auszusetzen, ist es notwendig, die monopolistischen Strukturen aufzubrechen, die in allen osteuropäischen Staaten zur Vereinfachung des Planungsprozesses geschaffen wurden. Zusätzlich müssen die für die Betätigungsmöglichkeiten des Privatsektors und der Staatsbetriebe bestehenden Beschränkungen beseitigt werden, damit alle Unternehmen unabhängig von ihren Eigentumsverhältnissen

Schaffung von Märkten und indirekten wirtschaftspolitischen Instrumenten

Notwendiger Wettbewerb in der Binnenwirtschaft ...



gleichberechtigt und ungehindert miteinander in Wettbewerb treten können. In diesem Zusammenhang wird es auch notwendig sein, das Problem der Eigentumsrechte zu behandeln, vor allem im Hinblick auf die Frage, wem gegenüber die Manager der Staatsbetriebe letztendlich verantwortlich sind und wie der Staat als Eigentümer der Produktionsfaktoren sicherstellen soll, daß sein Vermögen nicht vergeudet wird. Experimente mit Selbstverwaltung und Arbeiterräten haben sich als unbefriedigend erwiesen; eine Privatisierung eines großen Teils des im Staatseigentum befindlichen Sektors sollte ernsthaft überlegt werden. Die Übertragung von Staatsbetrieben in private Hände wirft jedoch sehr schwierige Fragen bezüglich des effizientesten, gerechtesten und administrativ geeignetsten Verfahrens auf. In der Praxis dürfte sie nur langsam zu erreichen sein.

... und im  
Außenhandel

Um die Schaffung eines von Wettbewerb geprägten Umfelds zu erleichtern, ist es unbedingt erforderlich, die heimische Wirtschaft gegenüber ausländischer Konkurrenz zu öffnen. Eine Liberalisierung des Außenhandels, die alle Importe und nicht nur komplementäre Produkte betrifft, wird viel dazu beitragen, bestehende Preisverzerrungen durch die Verknüpfung der inländischen und ausländischen Preise der handelbaren Güter zu beseitigen und eine dem komparativen Vorteil der eigenen Wirtschaft entsprechende Umschichtung der Ressourcen zu fördern. Ein freier Außenhandel setzt jedoch einen einheitlichen und realistischen Wechselkurs und eine – zumindest beschränkte – Konvertibilität der heimischen Währung voraus. Die Integration der osteuropäischen Länder in das westliche Handelssystem sollte von einer Überprüfung der für den Handel innerhalb Osteuropas geltenden Regeln begleitet sein. Zwar wird eine Anpassung der Handelsusancen, die sich unter den Regeln des Rates für Gegenseitige Wirtschaftshilfe herausgebildet haben, wahrscheinlich einige Zeit in Anspruch nehmen, doch würde die Wirksamkeit der Liberalisierungsmaßnahmen stark beeinträchtigt, sollte ein beträchtlicher Teil des Außenhandels weiterhin innerhalb des von zwischenstaatlichen Handelsabkommen bestimmten Rahmens und zu administrativ ausgehandelten Preisen abgewickelt werden. Die Öffnung der Binnenwirtschaft gegenüber ausländischer Konkurrenz bedeutet auch eine liberale Politik gegenüber ausländischen Investitionen, die durch den Zufluß von Finanzmitteln und den Import von Expertisen auf dem Gebiet der Technologie und des Managements einen bedeutenden Beitrag zur Stärkung der Angebotsseite im Inland leisten können.

Als Folge dieser mikroökonomischen Veränderungen, durch die die Verantwortung für die Allokation der Ressourcen auf den Markt übertragen wird, werden die Behörden der Möglichkeit beraubt, makroökonomische Ungleichgewichte durch direkte Einflußnahme auf Menge und Zusammensetzung der Produktion zu korrigieren. Folglich werden sie ein neues auf Geld-, Fiskal- und Wechselkurspolitik aufbauendes System indirekter Wirtschaftslenkung entwickeln müssen. Zu diesem Zweck wird die derzeit übliche Praxis diskretionärer und stark differenzierter Steuern und Subventionen einem transparenten und zweckmäßigen System direkter und indirekter Steuern weichen müssen. Die Aufgaben der Zentralbank müssen von denen der Geschäftsbanken und anderer Finanzinstitute getrennt werden, und



sowohl die direkte Zuteilung von Krediten als auch die behördliche Festsetzung der Zinssätze müssen beseitigt und durch indirekte Instrumente der monetären Steuerung ersetzt werden, wobei die Kreditgewährung durch die Marktteilnehmer bestimmt wird.

*Das Tempo der Reform.* Der Übergang zur Marktwirtschaft wird unvermeidlich größere Anpassungsschocks hervorrufen. Dies spräche für einen Reformprozeß mit langsamer, stufenweiser Umstellung, der es der Wirtschaft erlaubt, sich allmählich den neuen Gegebenheiten anzupassen. Doch könnte eine solche auf graduelle Änderung der Struktur der Volkswirtschaft ausgerichtete Strategie, die sich auf eine begrenzte Anzahl von Liberalisierungsmaßnahmen oder auf eine Eingrenzung der Reformen auf bestimmte Sektoren beschränkt, beträchtliche Risiken in sich bergen. Erstens läßt die Erfahrung mit Reformprogrammen in der Vergangenheit den Schluß zu, daß Teilreformen wahrscheinlich nur Teilerfolge erzielen und daß vor allem die Versuche, nur einige Marktelemente einzuführen, nicht ausreichen, einen echten Markt zu schaffen. Ein schrittweiser Ansatz neigt dazu, die enge Verbindung zwischen Liberalisierung der Preise, Dezentralisierung der Entscheidungen, Finanzdisziplin und indirekter Wirtschaftssteuerung außer acht zu lassen. Diese Reformelemente ergänzen und verstärken einander jedoch und sind daher Teil eines einzigen Programms. Zweitens wird es nur dann möglich sein, die bürokratische Starrheit zu überwinden und die notwendigen institutionellen Reformen durchzuführen, wenn sich die Marktkräfte schnell durchsetzen können. Drittens wird die Dringlichkeit, Reformen in allen wichtigen Bereichen in Angriff zu nehmen, durch das Vorherrschen großer makroökonomischer Ungleichgewichte noch erhöht. Selbst kleine Schritte in Richtung einer Liberalisierung würden sofort größere Anpassungsprobleme schaffen, und zunehmender Widerstand gegenüber weiteren Reformschritten könnte den gesamten Reformprozeß gefährden. Aus diesen Gründen scheint es ratsamer, eine Strategie zu verfolgen, bei der der Weg zur Marktwirtschaft auf einem umfassenden Konzept beruht. Dabei sollten alle wichtigen Reformschritte unter Beachtung der dem Prozeß innewohnenden politischen und ökonomischen Risiken möglichst früh eingeleitet werden. Es sollte jedoch nicht der Versuch unternommen werden, die unvermeidlichen Friktionen während des Übergangsprozesses durch eine Unterdrückung oder ein Abschwächen der Marktsignale und damit durch eine Verlangsamung des Reformtempos zu mildern. Vielmehr sollte der Anpassungsschock durch sozialpolitische Maßnahmen abgefedert werden, die mit der Einführung der Marktwirtschaft vereinbar sind.

Risiken eines  
graduellen  
Reformansatzes

*Risiken und Probleme während der Übergangsperiode.* Das schwerwiegendste Problem, dem die Entscheidungsträger während der ersten Phase des Reformprozesses begegnen werden, ist die Gefahr eines Produktionsrückgangs in Verbindung mit starkem inflationären Druck, und der Erfolg der Umwandlung der Wirtschaft wird weitgehend davon abhängen, wie schnell sich die Produktion erholen wird. Während in den meisten osteuropäischen Ländern relativ gut ausgebildete Arbeitskräfte und eine starke Rohstoffbasis auf langfristig günstige Wachstumsaussichten hindeuten, ist es wahrscheinlich, daß die den Reformmaßnahmen folgenden Angebotseffekte zuerst schwach

Die Gefahr eines  
Produktions-  
rückgangs und  
starken inflatio-  
nären Drucks  
verdeutlicht ...

oder sogar negativ sein werden. Die Anpassung der relativen Preise wird zusammen mit höheren Zinssätzen, Subventionskürzungen und einem realistischen Wechselkurs sehr bald die ineffizienten Unternehmen bloßstellen und dazu nötigen, unrentable Betriebe umzustrukturieren oder zu schließen. Gleichzeitig wird jedoch die Einführung neuer Produktionstechniken und die Umverteilung der Arbeitskräfte nur langsam vor sich gehen, vor allem da der Übergang zu neuen Tätigkeiten durch tiefsitzende, in einem System der Zentralverwaltung geformte Lebensgewohnheiten, durch Mißtrauen gegenüber Privatinitiative und durch das Fehlen von unternehmerischen Fähigkeiten und von Know-how auf dem Gebiet der Technik und des Managements gehemmt wird. Diese binnenwirtschaftlichen Schwierigkeiten auf der Angebotsseite werden in unterschiedlichem Ausmaß durch außenwirtschaftliche Zwänge verstärkt, so daß die meisten osteuropäischen Länder wenig Spielraum haben, durch den Import ausländischer Ressourcen die Anpassungsprobleme zu mildern.

... die Notwendigkeit flankierender sozialer Maßnahmen

Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in der Anfangsphase der Reform unterstreicht die Bedeutung flankierender sozialer Maßnahmen. Vorübergehende Arbeitslosigkeit und rückläufige Reallöhne sind für eine Gesellschaft schwer zu akzeptieren, in der sich die Bevölkerung über viele Jahre hinweg an Vollbeschäftigung, wirtschaftliche Absicherung und niedrige und stabile Preise für Waren und Dienstleistungen des täglichen Lebens gewöhnt hat – selbst wenn der Preis für diese soziale Absicherung wirtschaftliche Ineffizienz und niedriger Lebensstandard waren. Die Schaffung eines neuen sozialen Netzes, das eine Arbeitslosenversicherung und staatlich unterstützte Umschulungsprogramme beinhaltet, wird ein unentbehrlicher Bestandteil des Reformprozesses sein.

Strikte finanzielle Disziplin auf mikro- und makroökonomischer Ebene notwendig

Das Nachhinken der Produktion im Frühstadium der Reform wird den Entscheidungsträgern kaum eine andere Wahl lassen, als eine sehr straffe Nachfragepolitik zu verfolgen. Der Hauptgrund dafür ist die sich im Gefolge der internen Preisliberalisierung ergebende Gefahr inflationären Auftriebs. Selbst wenn im Prozeß der Beseitigung bestehender Preisverzerrungen es nicht zugelassen wird, daß alle Preise sofort auf ein markträumendes Niveau ansteigen, ist es sehr unwahrscheinlich, daß Preisanpassungen ohne einen nachhaltigen Anstieg des Preisniveaus erfolgen. Diese Tendenz wird in jenen Ländern noch verstärkt werden, in denen sich als Zeichen eines Nachfrageüberschusses ein Geldüberhang herausgebildet hat. Wenn es nicht gelingt, die Preisanpassung auf eine einmalige Erhöhung des Preisniveaus zu beschränken, dann besteht die ernste Gefahr, daß eine anhaltende Inflation den Reformprozeß untergraben könnte. Ein inflationäres Umfeld verschleiert die Preissignale, führt zu übermäßigem Lohnauftrieb und neigt dazu, spekulative Aktivitäten zu fördern, indem es Ersparnisse in Auslandsaktiva, Lageraufbau und Liegenschaftserwerb umleitet.

Auf eine Eindämmung des inflationären Drucks ausgerichtete makroökonomische Maßnahmen sind jedoch nicht nur für die Entwicklung der Märkte wichtig, sondern sie stellen auch ein unverzichtbares Element dafür dar, finanzielle Disziplin auf mikroökonomischer Ebene zur Geltung zu bringen. Das Verfolgen einer ausreichend restriktiven Geld- und Fiskalpolitik



bedeutet in der Praxis die Erhaltung positiver realer Zinssätze und eine strenge Budgetkontrolle. Dadurch bleibt kein Spielraum für große Subventionszahlungen oder für neue Maßnahmen zur Unterstützung von Unternehmen mit Finanzproblemen. Nur unter diesen Bedingungen werden Staatsbetriebe, die viele Jahre hindurch unter lockeren Budgetbeschränkungen agiert haben, das finanzielle Ergebnis als ausschlaggebendes Kriterium für die Beurteilung der Effizienz der Ressourcenverwendung akzeptieren.

Zwar wird die Verwirklichung der Marktwirtschaft in den osteuropäischen Ländern in letzter Instanz auf deren Bereitschaft und Entschlossenheit beruhen, die notwendigen Reformmaßnahmen zu ergreifen, doch werden das Tempo des Fortschritts und das Ausmaß, in dem die Anpassungsprobleme entschärft werden können, stark vom Beitrag der westlichen Länder zum Reformprozeß abhängen. Dieser Beitrag sollte hauptsächlich in zwei Formen geleistet werden. Erstens sollten parallel zur Öffnung der osteuropäischen Länder gegenüber ausländischer Konkurrenz sowohl die Handelsbeschränkungen für deren Exporte auf westliche Märkte als auch die in bezug auf den Erwerb von Hochtechnologieprodukten aus dem Westen bestehenden Beschränkungen aufgehoben werden. Die Fortführung der Handelsrestriktionen würde nicht nur die Integration Osteuropas in die Weltwirtschaft stark behindern und die Liberalisierung der Binnenwirtschaften viel schwerer gestalten, sie würde auch ein ernstes Hindernis für ausländische Direktinvestitionen darstellen und den dringend notwendigen Zufluß von Know-how auf dem Gebiet der Technik und des Managements behindern. Zweitens wird in Anbetracht des erschwerten Zugangs zu ausländischen Ersparnissen und der beschränkten Möglichkeiten zur Bildung heimischer Ersparnisse der in den osteuropäischen Ländern für die Umwandlung des Industriesektors und die Erneuerung der Infrastruktur notwendige Ressourcentransfer ohne entsprechende finanzielle Unterstützung durch den Westen – über private wie öffentliche Kanäle – kaum möglich sein.

Unterstützende  
Maßnahmen  
durch die  
westlichen  
Industrieländer

#### *Der gegenwärtige Stand der Reformen*

Während die jüngsten politischen Entwicklungen im Zusammenspiel mit der sich rasch verschlechternden Wirtschaftslage dem Reformprozeß zusätzlichen Schwung verliehen haben, ist der in den einzelnen Ländern Osteuropas tatsächlich erreichte Fortschritt in bezug auf Entwürfe von Reformansätzen und Umsetzung der Reformmaßnahmen sehr unterschiedlich. Nur zwei haben bislang weitreichende Reformen unternommen und sind eindeutig auf dem Weg zur Marktwirtschaft. Anfang dieses Jahres hat *Polen* ein umfassendes Programm mit dem Ziel in Kraft gesetzt, das Gleichgewicht in der Binnenwirtschaft wiederherzustellen und das Wirtschaftssystem umzugestalten. Während der kurzen einleitenden Stabilisierungsphase sieht das Programm eine restriktive Nachfragepolitik, eine starke Kürzung der Preisstützungen und die Freigabe der meisten Preise, auf eine deutliche Verringerung der Reallöhne hinauslaufende Lohnbeschränkungen und den Übergang zu einer teilweisen Konvertibilität des Zloty in Verbindung mit der Liberalisierung des Außenhandels vor. In der zweiten, mehrere Jahre dauernden Phase wird die Betonung auf der Vervollendung der Umstrukturierung der Wirtschaft liegen.

Weitreichende  
Reformen  
in Polen  
und Ungarn ...



Diese wird die Beseitigung der verbleibenden Preis- und Außenhandelskontrollen, die Einführung eines neuen Steuersystems und, am allerwichtigsten, die Privatisierung der Staatsbetriebe umfassen. Anfang April gab es bereits einige erste Erfolge zu verzeichnen; der Wechselkurs wurde ohne Rückgriff auf den mit \$ 1 Mrd. dotierten Stabilisierungsfonds mehrerer westlicher Länder stabilisiert, und die Preissteigerungsrate war von einer Hyperinflation auf eine Monatsrate von 4% im März gefallen. Gleichzeitig kam es jedoch zu einem Rückgang der Produktion um real 20–30% und einer stark steigenden Arbeitslosigkeit, die an westlichen Standards gemessen freilich noch immer niedrig ist – deutliche Zeichen der kurzfristigen Anpassungskosten. Auch in *Ungarn* wurden während der letzten zwei Jahre Maßnahmen ergriffen, um die Flexibilität der Wirtschaft zu erhöhen; zudem wurden beträchtliche Fortschritte bei der Umwandlung der Wirtschaft erzielt. Die Preise und der Außenhandel wurden in einem beträchtlichen Ausmaß liberalisiert, das Steuersystem reformiert, ein zweistufiges Bankensystem errichtet, und derzeit werden Anstrengungen unternommen, um die Privatisierung des Staatseigentums zu beschleunigen. Die Liberalisierungsmaßnahmen waren jedoch nicht durch eine ausreichend strenge finanzielle Disziplin abgesichert, und ein zu starker Lohnauftrieb, steigende Binneninflation und ein zunehmendes Leistungsbilanzdefizit deuten auf die dringende Notwendigkeit einer restriktiven Einkommens-, Geld- und Fiskalpolitik hin.

... aber noch nicht abgeschlossene Diskussion über die Reformstrategie in anderen Ländern

In den anderen osteuropäischen Ländern ist die Diskussion über die Art und das Tempo der Reformen noch nicht abgeschlossen. In allen diesen Staaten – mit Ausnahme Rumäniens und der Deutschen Demokratischen Republik – wurde seit 1987 mit Maßnahmen experimentiert, die darauf abstellten, die Autonomie der Staatsbetriebe auszuweiten, die Beschränkungen bezüglich der Betätigungsfelder des Privatsektors zu verringern und die Rolle des Finanzsektors zu vergrößern. Doch im großen und ganzen haben diese begrenzten Reformen eher dazu beigetragen, die Lenkungsmechanismen und die Effektivität des bestehenden Wirtschaftssystems zu schwächen, ohne einen wesentlichen Schritt in Richtung einer Marktwirtschaft darzustellen. Diese Entwicklung wurde insbesondere in der *Sowjetunion* deutlich. Dort hatten die größere Unabhängigkeit der Staatsbetriebe, die Förderung des Genossenschaftssektors und eine Bankenreform sehr geringe Auswirkungen auf die reale Produktion, aber sie führten zu beträchtlichen Lohnsteigerungen, zu höheren Subventionen und zu einem zunehmenden, durch Geldschöpfung finanzierten Budgetdefizit. Zwar haben die Entscheidungsträger die Bedeutung kurzfristiger Stabilisierungsmaßnahmen erkannt und Maßnahmen unternommen, um die Lohnsteigerungen und das Haushaltsdefizit zu verringern, doch wird der zukünftige Kurs einer tiefgreifenden Umwandlung der sowjetischen Wirtschaft noch diskutiert. In der *Tschechoslowakei*, in der 1987 ein Reformprogramm implementiert wurde, mit dem Ziel, die Verwendung des Marktmechanismus mit einer Stärkung der Zentralgewalt zu verbinden, hat sich die neue Regierung noch nicht für eine umfassende Reformstrategie entschieden, sondern hat einige der in dem alten Programm vorgesehenen marktorientierten Maßnahmen zeitlich vorgezogen. Zu Beginn des laufenden Jahres wurden ein zweistufiges Bankensystem geschaffen, die Währung



abgewertet, die Großhandelspreise teilweise angepaßt und der Außenhandel etwas liberalisiert. Spezielle Aufmerksamkeit wird jetzt der Förderung des Wettbewerbs geschenkt, und die Gesetze zur Festlegung der Privatisierungsregeln und der Betätigungsmöglichkeiten für Privatunternehmen werden derzeit ausgearbeitet. In *Bulgarien* wurden während der letzten zwei Jahre neue Gesetze verabschiedet, um den Wettbewerb zu stärken, Unternehmen mehr gewinnorientiert zu machen und Privatinitiative etwas zu fördern. Die Umsetzung dieser Maßnahmen war jedoch bisher langsam, und die aktuelle wirtschaftliche Lage wird durch wachsende binnen- und außenwirtschaftliche Ungleichgewichte beherrscht. Im Gegensatz zu diesen drei Ländern hat *Rumänien* seit Mitte der achtziger Jahre, als sich der Schwerpunkt der Wirtschaftspolitik auf die Rückzahlung der Auslandsschulden verlagerte und das System straffer Zentralverwaltung dazu verwendet wurde, eine drastische Kürzung der Inlandsnachfrage durchzusetzen, von jeglichen Reformmaßnahmen Abstand genommen. Vor kurzem wurden einige sehr kleine erste Schritte unternommen, um das System der Planung und einige der Beschränkungen für das Kleingewerbe und die Landwirtschaft zu lockern, damit die Inlandsproduktion belebt und die Isolation des Landes gegenüber der Außenwelt überwunden wird.

Die *Deutsche Demokratische Republik*, in der während der achtziger Jahre praktisch keine Systemveränderungen vorgenommen wurden, stellt einen Sonderfall dar, da sowohl das Tempo als auch die Art der Reformen im Zusammenhang mit der wirtschaftlichen und politischen Union mit der Bundesrepublik Deutschland entschieden werden. Es besteht die politische Übereinkunft, zu einem frühen Zeitpunkt eine Wirtschafts- und Währungsunion zwischen den beiden deutschen Staaten zu bilden. Die notwendigen weitreichenden Strukturänderungen werden zweifellos beträchtliche Unterstützung seitens der Bundesrepublik notwendig machen. Doch da eine schnelle Anpassung des Wirtschaftssystems und die Einführung der D-Mark die Attraktivität des Landes für westliche Investoren stark erhöhen wird, erscheinen die Aussichten auf einen großangelegten Transfer von Privatkapital und von Know-how auf dem Gebiet der Technik und des Managements als gut, und der Umstrukturierungsprozeß dürfte im Vergleich zu anderen osteuropäischen Ländern relativ schnell vonstatten gehen, und die Kosten der Anpassung werden wohl relativ gering ausfallen.

Die DDR:  
ein Sonderfall

### III. Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr

#### Schwerpunkte

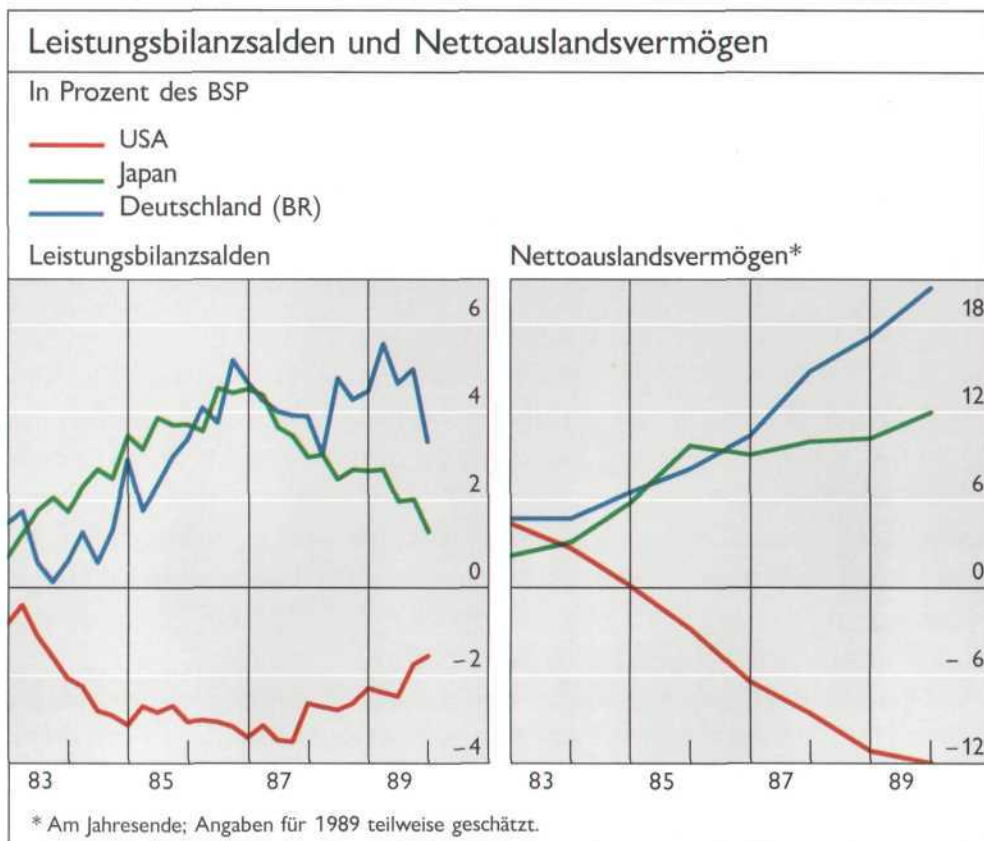
Die Zahlungsbilanzungleichgewichte sowohl der USA als auch Japans verringerten sich im letzten Jahr stark. Das amerikanische Leistungsbilanzdefizit fiel auf etwas mehr als 2% des Bruttosozialprodukts, verglichen mit einem Spitzenwert von rund 3¼% im Jahr 1987. Der japanische Leistungsbilanzüberschuß ging ebenfalls zurück, wobei sich der Abbau insbesondere im Jahresverlauf verstärkte. Allerdings erreichten beide Länder eine geringere Anpassung in ihrem realen Außenhandelssaldo als 1988, und das Ende des Anpassungsprozesses begann sich abzuzeichnen.

Die Leistungsbilanzungleichgewichte in den anderen Industriestaaten, insbesondere in Europa, weiteten sich aus. Das Defizit Großbritanniens erreichte 4% des Bruttosozialprodukts, und die italienischen und spanischen Defizite nahmen beide ebenfalls deutlich zu. Gleichzeitig stieg der Überschuß Deutschlands auf fast 4½% des Bruttosozialprodukts. Die Entwicklung im Laufe des Jahres ließ jedoch erkennen, daß sich sowohl der deutsche Überschuß als auch das Defizit Großbritanniens infolge unterschiedlicher Veränderungen der Inlandsnachfrage nunmehr doch abzubauen begannen. Außerhalb Europas stiegen die ohnehin großen australischen und kanadischen Defizite weiter an.

Das Volumen des privaten Kapitalverkehrs – Direkt- ebenso wie Portfolioinvestitionen – nahm 1989 beträchtlich zu. In zahlreichen Industrieländern überstiegen die nichtoffiziellen Nettokapitalzuflüsse sogar hohe Leistungsbilanzdefizite, was zu einer Währungsaufwertung und, wo die Behörden intervenierten, zu einer beträchtlichen Reservebildung führte. Umgekehrt übertrafen die nichtoffiziellen Abflüsse aus den Hauptüberschußländern (Japan und Deutschland) deren Leistungsbilanzüberschüsse, woraus ein Abwertungsdruck auf den Wechselkurs resultierte. Da die Währungsbehörden dem entgegenwirkten, verschlechterte sich die Nettoreservposition beider Länder. Das Abschmelzen der Reserven war in Japan besonders ausgeprägt, wo sich die Kapitalabflüsse im letzten Jahr zumeist deutlich über dem Leistungsbilanzüberschuß bewegten, was zu einem starken Kursrückgang des Yen führte.

In der Dritten Welt verbesserten höhere Erdölpreise und die gestiegene Abhängigkeit der Industriestaaten von importiertem Öl 1989 die Leistungsbilanzposition der wichtigsten Ölexporteure. Aber die Ölpreise blieben sehr volatil; in den ersten Monaten des Jahres 1990 fielen sie stark. Der hohe Überschuß der Schwellenländer Asiens nahm etwas ab, aber nur wegen des starken Rückgangs des südkoreanischen Überschusses. Das aggregierte Leistungsbilanzdefizit der übrigen Entwicklungsländer nahm zu. Insbesondere



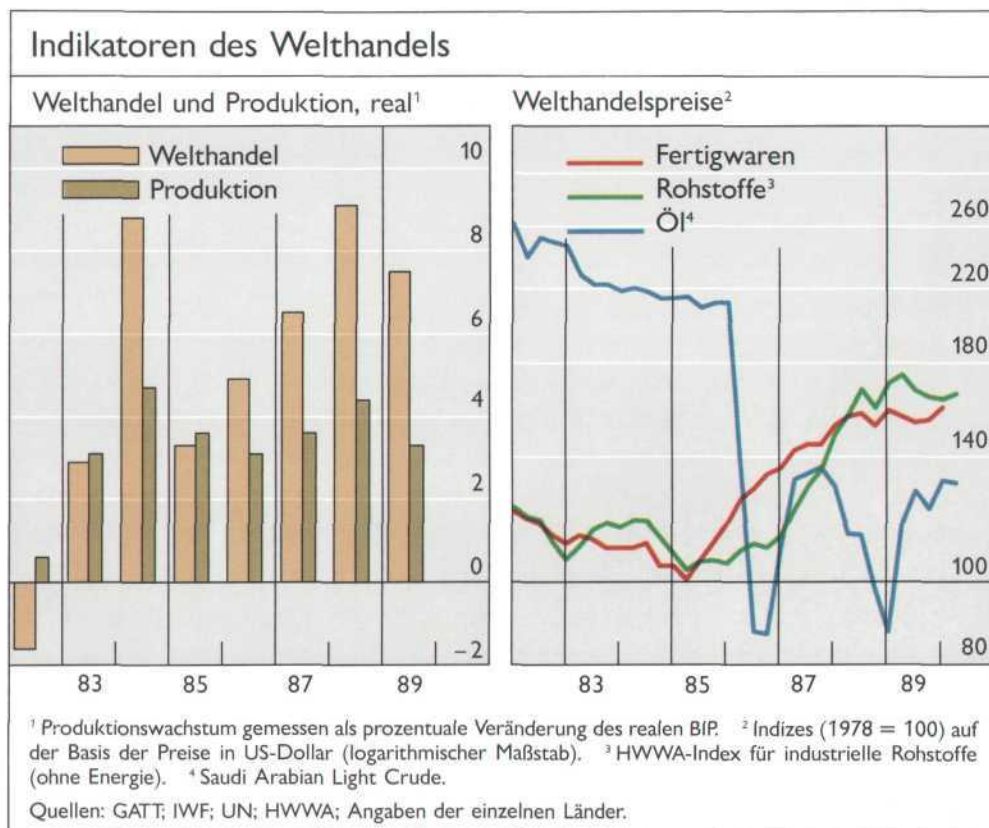


waren die hochverschuldeten Länder nicht in der Lage, außenwirtschaftliche Anpassungen vorzunehmen. Sie vermochten vor allem keine Vorteile aus dem starken Wachstum des Welthandels zu ziehen: Die Zunahme ihres Exportvolumens erreichte weniger als die Hälfte der Wachstumsrate des Welthandels. Die Finanzierung des anhaltenden Leistungsbilanzdefizits dieser Gruppe von Ländern blieb schwierig; es gab eine weitere Akkumulation von Zinsrückständen, und die Abhängigkeit von offiziellen Finanzierungsquellen nahm zu.

## Welthandel

Im wesentlichen infolge der fortgesetzten wirtschaftlichen Expansion in den Industrieländern stieg das Welthandelsvolumen im letzten Jahr um 7½% – etwas weniger als 1988, aber immer noch mehr als zweimal so schnell wie das Produktionswachstum. Die durchschnittlichen Dollarpreise der gehandelten Güter änderten sich während des letzten Jahres wenig. Im Zuge der Dollaraufwertung stiegen die Exportpreise der Industrieländer in Landeswährung durchschnittlich um etwa 5½%, verglichen mit rund 2% im Vorjahr. Erstmals seit Jahren erhöhten sich die Exportpreise der Industrieländer in Landeswährung deutlich schneller als ihr durchschnittlicher BIP-Deflator. Die Höherbewertung des Dollars versetzte einige Exporteure außerhalb der USA in die Lage, ihre Gewinnmargen zu erhöhen: Da in zahlreichen Ländern Kapazitätsengpässe auftraten und die japanischen Exporte durch verschiedene Abkommen beschränkt blieben, dürfte der Preiswettbewerb auf den internationalen Märkten an Intensität verloren haben.

Verlangsamung  
des Welthandels-  
wachstums



Erhöhung  
der Ölpreise,  
aber Abbröckeln  
der übrigen  
Rohstoffpreise

Die höheren Ölpreise führten zu einer Verschlechterung der Terms of trade der Industrieländer gegenüber der Dritten Welt. Die Preise für industrielle Rohstoffe (ohne Energie), die 1988 und Anfang 1989 scharf angezogen hatten, fielen im letzten Jahr über lange Zeit zurück; im Jahresvergleich gab es nur eine geringe Veränderung. Im Gegensatz dazu bröckelten die Agrarpreise ab, wobei die Kakao- und Kaffeepreise stark fielen, weil einige größere Produzenten in Abwesenheit einer Quotenregelung und anderer Preisstützungsmaßnahmen ein Überangebot auf den Weltmarkt warfen.

Abschwächung  
der Exporte aus  
Entwicklungs-  
ländern

Dem Volumen nach nahmen die Einfuhren der Industrieländer aus Entwicklungsländern etwas weniger zu als die Einfuhren aus anderen Industrieländern. Aus diesem Grunde verlangsamten sich die Ausfuhren der Entwicklungsländer recht deutlich, und das Mengenwachstum ging von 11% im Jahr 1988 auf 7½% im Jahr 1989 zurück (s. die Grafik auf S. 69). Die Dämpfung der Exporte war in den hochverschuldeten Ländern besonders ausgeprägt, in denen sich die mengenmäßige Zunahme von 10% im Jahr 1988 auf nur noch 3½% im letzten Jahr abschwächte. Dieses magere Ergebnis muß in erster Linie der heimischen Wirtschaftspolitik dieser Länder angelastet werden. Erstens reduzierte die jahrelange Unfähigkeit, hohe und zunehmende Haushaltsdefizite unter Kontrolle zu bringen, die gesamtwirtschaftliche Ersparnis im Inland und ließ kaum eine andere Wahl zu, als die Investitionen zu beschneiden. Tatsächlich ist die Investitionsquote seit Beginn der Schuldenkrise stark gesunken, und infolgedessen erscheint der Spielraum für Kapazitätserweiterungen nunmehr sehr eingeschränkt. Zweitens erlebten zahlreiche Länder in dieser Gruppe während der letzten zwei Jahre eine reale



Aufwertung ihrer Währung, da der nominale Wechselkurs nicht ausreichend angepaßt wurde, um die extrem hohen Inflationsraten auszugleichen.

Zwei mittelfristige Trends dürften in den kommenden Jahren für die Entwicklung des internationalen Handels zunehmend bedeutsam sein. Der eine ist die steigende Abhängigkeit der Industrieländer von Öllieferungen der OPEC; der andere ist die wachsende Bedeutung des Dienstleistungsverkehrs (insbesondere Kapitalerträge und Reiseverkehr) in der Leistungsbilanzentwicklung.

Die Nettoölexporte der OPEC stiegen von 17,4 Mio. Barrel pro Tag 1988 auf 19,5 Mio. Barrel pro Tag 1989 und waren somit um etwa 40% höher als 1985. Die stärkere Abhängigkeit von OPEC-Lieferungen ergab sich aus den niedrigeren Ölpreisen in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre. Dies hat nicht nur tendenziell die Nachfrage erhöht, sondern auch das Ölangebot der Industriestaaten gemindert, wo die Produktionskosten im allgemeinen viel höher sind als in den OPEC-Ländern.

Stärkere  
Abhängigkeit  
von der OPEC ...

Insgesamt ist der Weltölverbrauch (außerhalb Osteuropas) seit 1985 jährlich um 3% gestiegen, nachdem er während der ersten Hälfte der achtziger Jahre abnahm. Im ganzen sank in den Industrieländern das Verhältnis des Ölverbrauchs zum Bruttosozialprodukt, das in der ersten Hälfte des Jahrzehnts um mehr als ein Viertel zurückging, im letzten Jahr weiter, aber viel weniger als zuvor im Jahrzehnt. Da geringe Einsparungen im Energieverbrauch durch die starke Produktionsausweitung kompensiert wurden, stieg der gesamte Ölverbrauch in den Industrieländern an. Außerdem wuchs die Nachfrage in den Entwicklungsländern wegen der Verstädterung und Industrialisierung insbesondere in Südostasien schneller.

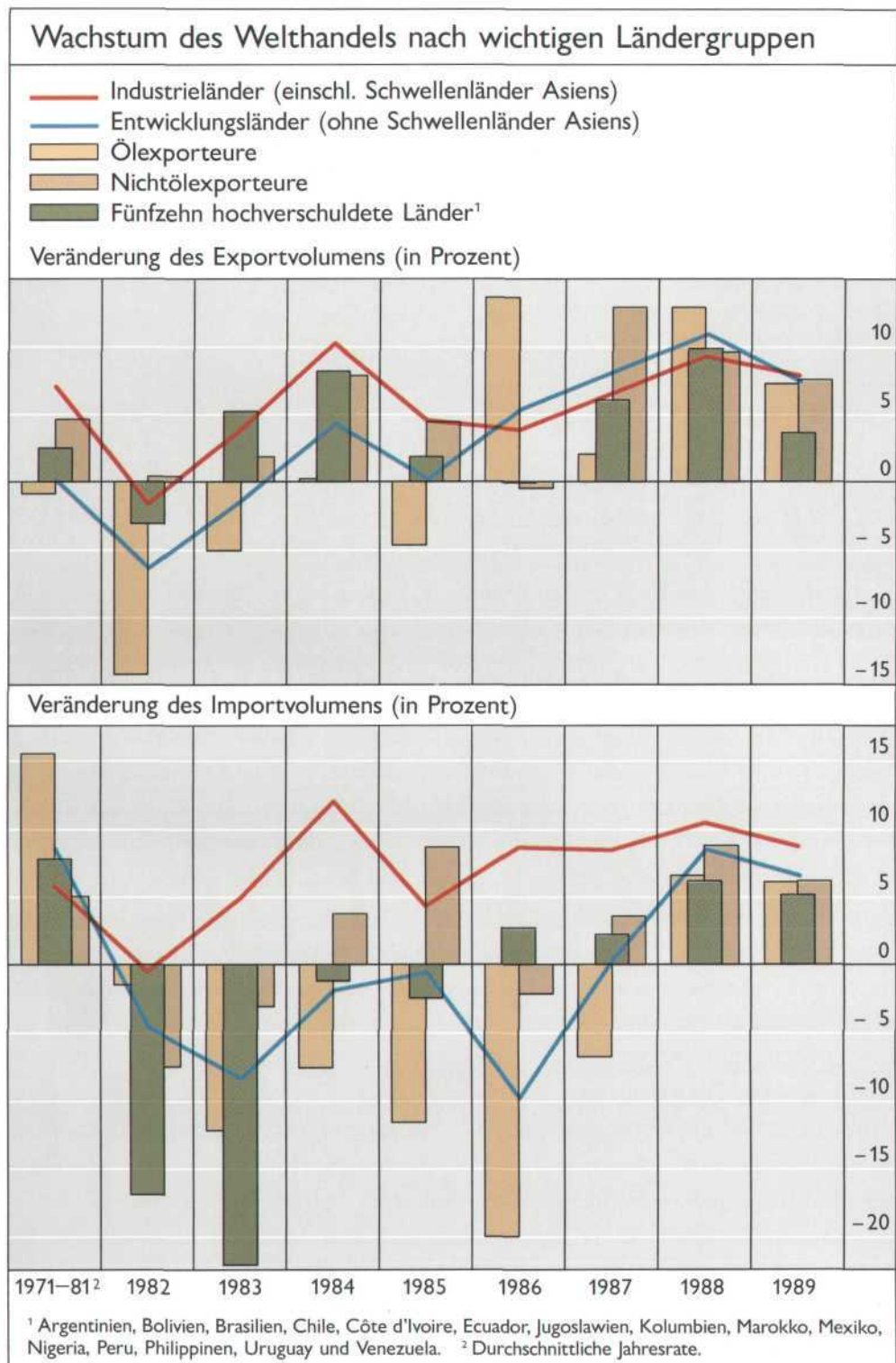
... bei steigender  
weltweiter  
Ölnachfrage ...

Gleichzeitig war die Ölförderung in den Industrieländern in den letzten Jahren gleichbleibend oder abnehmend. 1989 betrug die Abnahme etwa 4%. Den größten absoluten Rückgang gab es in den Vereinigten Staaten. Weil die Explorations- und Erschließungsausgaben wegen der niedrigeren Ölpreise stark gekürzt wurden, sank die Ölproduktion in den USA seit 1985 jedes Jahr, woraus sich ein kumulativer Rückgang bis 1989 von 15% ergab. Zusammen mit dem gestiegenen Energieverbrauch hatte dies zur Folge, daß das Volumen der US-Ölimporte 1989 mehr als 50% höher war als 1985. Außerdem verminderten unfallbedingte Schwierigkeiten in der Produktion den Ausstoß der Industrieländer im letzten Jahr zusätzlich.

... und sinkender  
Ölförderung  
in den Industrieländern

Das sich verändernde Gleichgewicht zwischen Ölnachfrage und -angebot in den Industrieländern trug im letzten Jahr zu einem Anstieg des jahresdurchschnittlichen Ölpreises um etwa 20% bei. Nichtsdestoweniger haben Angebotsunsicherheiten dafür gesorgt, daß die Ölpreise volatil waren und hochempfindlich auf kurzfristige Nachfrageschwankungen reagierten. Erstens überholte 1989 die zusammengefaßte Produktion von Iran und Irak – beides Länder mit starkem Nachholbedarf an Devisen – die von Saudi-Arabien. Zweitens war die Ölproduktion in der Sowjetunion in letzter Zeit rückläufig, und es besteht eine beträchtliche Unsicherheit über das künftige Angebot. Besonders instabil waren die Ölpreise auf den Weltmärkten in den ersten Monaten des Jahres 1990, als sie stark fielen.

Der andere wichtige mittelfristige Trend war die zunehmende Bedeu-



Steigender Anteil des Reiseverkehrs und der Kapitalerträge ...

tung gewisser internationaler Transaktionen im Dienstleistungsbereich. Zahlungen im Reiseverkehr und Kapitalerträge hatten am gesamten Waren- und Dienstleistungsverkehr 1988 einen Anteil von etwa 18½%, verglichen mit nur 11½% im Jahr 1975 (s. die folgende Tabelle).

Der steile Anstieg der Kapitalerträge spiegelt die Integration und Globalisierung der Finanzmärkte wider. In den meisten Industriestaaten unterliegen internationale Kapitalbewegungen heute nur noch wenigen Beschränkungen – ein durchgreifender Wandel gegenüber der Situation, die



Welthandel mit Waren und Dienstleistungen <sup>1</sup>					
Position	1975	1980	1985	1988	1989 <sup>2</sup>
	Milliarden US-Dollar				
Insgesamt	970	2 544	2 688	3 992	4 350
Waren	720	1 822	1 899	2 785	3 010
Dienstleistungen	250	722	789	1 207	1 340
<i>Anteile am gesamten Handel von Waren und Dienstleistungen (in Prozent)</i>					
Dienstleistungen	25,8	28,4	29,4	30,2	31
darunter: Transport	7,0	6,2	5,3	4,9	n.v.
Reiseverkehr	4,4	4,0	3,6	4,6	n.v.
Kapitalerträge	7,2	11,3	13,5	13,9	n.v.

<sup>1</sup> Durchschnitt der Aktiv- und Passivposten. <sup>2</sup> Vorläufige Schätzungen.  
Quellen: IMF, Balance of Payments Yearbook und World Economic Outlook.

noch in den späten siebziger Jahren vorlag. Gleichzeitig wurde eine Vielzahl von Finanzinstrumenten entwickelt, um das Fremdwährungsrisiko zu reduzieren bzw. zu steuern. Daher hat die grenzüberschreitende Kreditaufnahme und -vergabe aus Gründen zugenommen, die von der Leistungsbilanzfinanzierung ziemlich unabhängig sind – eine Entwicklung, die im folgenden näher untersucht wird. Wenngleich die Zahlen über Kapitalerträge in der Leistungsbilanzstatistik mit am unsichersten sind (die ausgewiesene Summe der Zahlungen aller Länder überschritt die Einnahmen im Jahr 1988, dem letzten Jahr, für das umfassende Zahlen vorliegen, um mehr als \$ 50 Mrd.), so besteht über die ungefähre Größenordnung dieses Wandels doch kein Zweifel.

Im Gegensatz dazu ist der Anteil der übrigen Dienstleistungen (also ohne Kapitalerträge und Reiseverkehr) trotz der stärkeren Dienstleistungsorientierung der meisten hochentwickelten industrialisierten Volkswirtschaften gesunken. Dies mag zum Teil dadurch erklärt werden, daß die gestiegene Effizienz im Transportwesen und die Verlagerung im Güterhandel von der Schwerindustrie zu relativ leichten, hochwertigen Produkten (insbesondere zur Elektronik) die Transportkosten reduziert haben. Der Anteil der Transportdienstleistungen ist in den letzten Jahren in der Tat gesunken (s. die obige Tabelle). Eine andere Erklärung mag darin bestehen, daß viele Zahlungen für Finanzdienstleistungen in den Kapitalertragsbewegungen eingeschlossen sind. Aber es ist auch möglich, daß verschiedene Beschränkungen im Dienstleistungsverkehr – ebenso wie das Fehlen anerkannter Regeln – die Internationalisierung von Dienstleistungen behindert haben könnten. Es ist vielleicht bezeichnend, daß die Kategorie von Dienstleistungstransaktionen, die den wenigsten Beschränkungen unterworfen ist – Auslandsreisen und Tourismus –, in den letzten Jahren verhältnismäßig schnell gewachsen ist.

Die Schaffung multilateraler Rahmenbedingungen für den Dienstleistungshandel ist eines der Hauptprobleme, mit denen sich die gegenwärtige Uruguay-Runde der GATT-Verhandlungen befaßt. Zu den übrigen Problemen

... aber relativer Rückgang des übrigen Dienstleistungsverkehrs

Die Uruguay-Runde ...

... sollte die Probleme Handelsdiskriminierung und Mißbrauch „vorübergehender“ Schutzmaßnahmen lösen

gehören die Rückführung des Textilhandels in den GATT-Rahmen, die Behandlung des Agrarhandels und die Ausarbeitung klarerer, international vereinbarter Regeln für die traditionellen „Schutzmaßnahmen“, die eine vorübergehende Abschirmung der heimischen Industrie erlauben. Die Frist zur Erreichung einer Übereinkunft über diese umfassenden und ehrgeizigen Themen läuft Ende dieses Jahres aus.

Zwei neue Entwicklungen verdienen besonderes Augenmerk: die immer häufigere Zuflucht zu bilateralen Handelsbeschränkungen und die immer mehr übliche Praxis „vorübergehender“ Maßnahmen, die einen fast dauerhaften Schutz bestimmter heimischer Industrien gewähren. Der Artikel 301 des amerikanischen Omnibus Trade and Competitiveness Act (der als Vergeltungsmaßnahme bilaterale Handelsbeschränkungen zuläßt), die von der Europäischen Gemeinschaft verhängten neuen Anti-Dumping-Maßnahmen und zahlreiche freiwillige Absprachen über Exportbeschränkungen zielen allesamt darauf ab, zwischen den ausländischen Anbietern zu diskriminieren. Die bilaterale Beilegung von Handelsstreitigkeiten untergräbt zwangsläufig auch die GATT-Verfahren und bringt so die Gefahr einer Schwächung des multilateralen Handelssystems mit sich. Zweitens scheinen viele dieser handelsbeschränkenden Maßnahmen, die in den letzten Jahren eingeführt wurden, zu fast dauerhaften Erscheinungen des internationalen Handels geworden zu sein und nicht nur als vorübergehende Hilfsmittel zur Abfederung der kurzfristigen Anpassung zu dienen. Laut GATT hatten mehr als 60% der 249 Absprachen über diskriminierende Exportbeschränkungen irgendeiner Art, die Ende 1989 in Kraft waren, kein festgelegtes Auslaufdatum. Im Interesse einer Stärkung des Freihandelssystems ist daher zu hoffen, daß die Uruguay-Runde mit einem weitreichenden und wirksamen Abkommen zu Ende geht, das die jüngste Abkehr von der Nichtdiskriminierung ausländischer Anbieter als einem Schlüsselprinzip des internationalen Handels rückgängig macht und verhindert, daß vorübergehende Schutzmaßnahmen permanent werden.

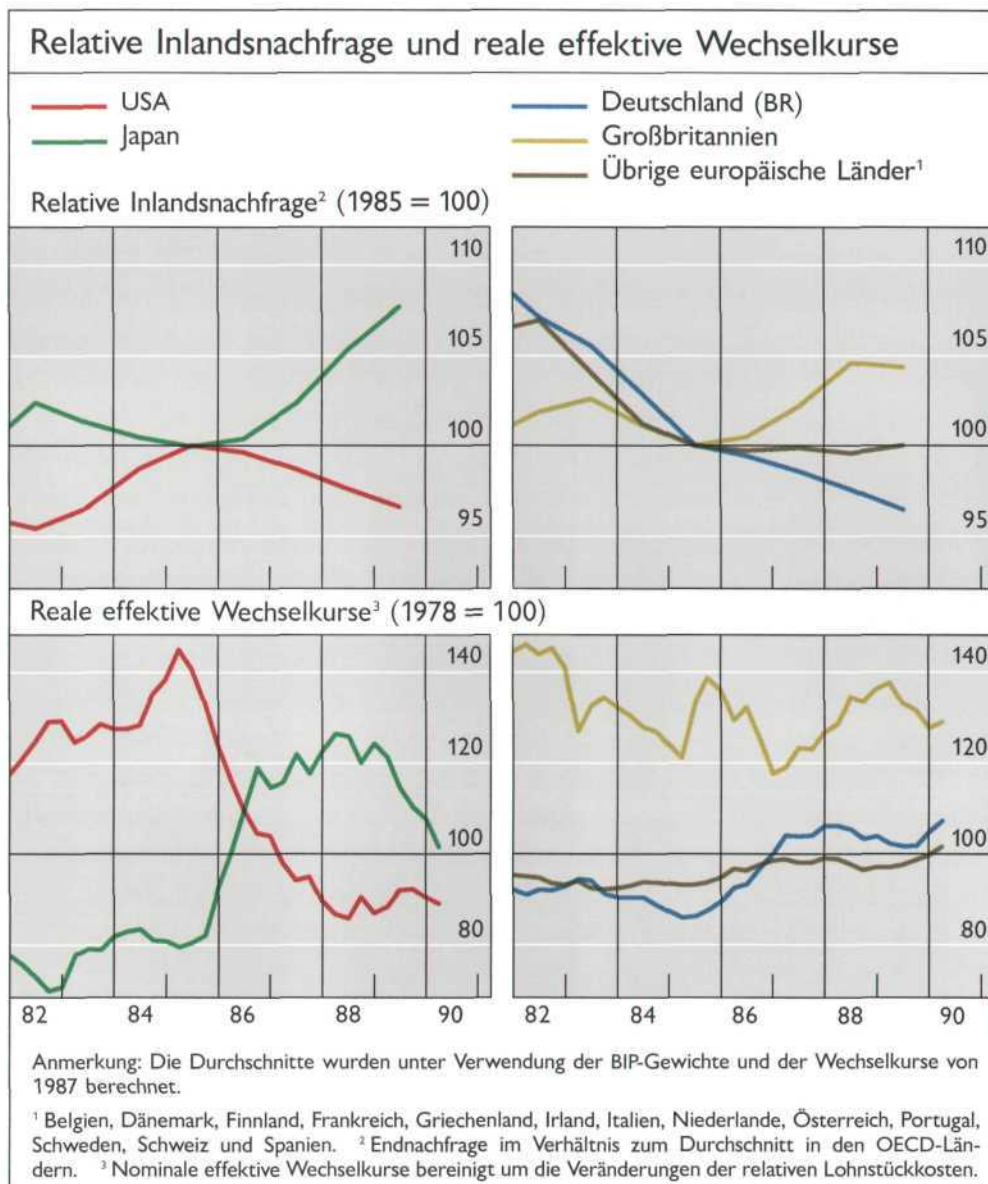
### Abnehmende Ungleichgewichte der USA und Japans

Die Leistungsbilanzungleichgewichte der USA und Japans sind viel schneller geschrumpft, als zuvor erwartet wurde. Unter Ausschluß von Wechselkursbedingten Bewertungseffekten auf die Direktinvestitionen fiel das amerikanische Leistungsbilanzdefizit von einem Höchststand von \$ 160 Mrd. im Jahr 1987 auf unter \$ 104 Mrd. im Jahr 1989 (s. die Tabelle auf S. 73); die Abnahme des japanischen Überschusses betrug in diesem Zeitraum etwa \$ 30 Mrd.

Relative Nachfrage und Wettbewerbsfähigkeit für Anpassung förderlich

Die traditionellen Bestimmungsgründe der Handelsbilanz, die relative Inlandsnachfrage und die Wettbewerbsfähigkeit, wie sie in den (in der Grafik auf Seite 72 dargestellten) realen effektiven Wechselkursen zum Ausdruck kommen, trugen im letzten Jahr zu der Verminderung der amerikanischen und japanischen Ungleichgewichte bei. Die Inlandsnachfrage stieg in Japan viel schneller als in den meisten anderen Industriestaaten, während ihr Wachstum in den Vereinigten Staaten deutlich unter dem allgemeinen Durchschnitt lag. Zweitens war der reale Außenwert des Dollars gegen Ende 1987 und Anfang 1988 auf seinem tiefsten und der des Yen auf





seinem höchsten Stand. Da sich Änderungen der Wettbewerbsfähigkeit mit einer Verzögerung von bis zu zwei Jahren auf das Handelsvolumen auswirken, war die Wirkung der Dollarabschwächung (und des Yen-Anstiegs) bis Anfang 1988 wahrscheinlich noch 1989 zu spüren. Überdies verringerte die Aufwertung des Dollars und die Abwertung des Yen 1989 den Dollarbetrag der amerikanischen und japanischen Ungleichgewichte. In den USA fiel sogar der in Dollar gerechnete Index der Einfuhrpreise (ohne Öl). Dies glich in gewissem Umfang die Wirkung deutlich höherer Ölpreise auf die amerikanischen Terms of trade aus, welche sich nur leicht verschlechterten. Infolgedessen zeigte sich der größte Teil der Verbesserung bei den Handelsvolumina weitgehend in den Dollarwerten. Ebenso akzentuierte der Terms-of-trade-Verlust für Japan die Verminderung des in Dollar gerechneten japanischen Überschusses.

Größtenteils spiegelte die Verminderung des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits 1989 den Rückgang des Außenhandelsdefizits wider, das auf den niedrigsten Stand seit 1984 zurückging. Während das Öldefizit sich um etwa

US-Ausfuhr-  
volumen stark  
ausgeweitet ...

\$ 10 Mrd. ausweitete, verminderte sich das Defizit bei den übrigen Gütern um fast \$ 24 Mrd. Dies war weitgehend eine Folge des schnellen Wachstums des Ausfuhrvolumens in der ersten Hälfte des Jahres, als die realen Exporte (ohne landwirtschaftliche Produkte) mit einer Jahresrate von fast 16%

Die Leistungsbilanz der USA						
Position	1985	1986	1987	1988	1989	
					Jahr	viertes Quartal <sup>1</sup>
	Milliarden US-Dollar					
Leistungsbilanz	-112,7	-133,3	-143,7	-126,5	-105,9	- 82,3 <sup>2</sup>
Handelsbilanz	-122,1	-145,1	-159,5	-127,2	-113,2	-115,2 <sup>2</sup>
Nettokapitalerträge	25,9	21,6	22,3	2,2	1,0	27,0 <sup>2</sup>
Sonstige Dienstleistungen	- 1,0	5,9	7,7	13,1	20,6	23,8 <sup>2</sup>
Übertragungen	- 15,5	- 15,7	- 14,2	- 14,6	- 14,3	- 17,9 <sup>2</sup>
Nachrichtlich:						
Ohne Bewertungs- änderungen:						
Leistungsbilanz	-119,5	-143,9	-160,2	-125,5	-103,7	- 96,6
Nettokapitalerträge	19,1	11,0	5,7	3,2	3,2	13,7
Handelsbilanz (ohne Öl) <sup>3</sup>	- 81,5	- 95,5	- 79,5	- 38,2	- 17,8	- 20,6 <sup>2</sup>
Veränderung in Prozent						
Ausfuhrvolumen	3,6	6,2	16,2	20,5	12,4	10,8 <sup>2,4</sup>
Einfuhrvolumen	4,8	12,4	6,5	6,1	5,8	5,1 <sup>2,4</sup>
Terms of trade	- 0,1	3,0	- 6,2	2,1	- 1,9	- 4,0 <sup>2,4</sup>
Anmerkung: Derzeit behandelt die amerikanische Leistungsbilanzrechnung Schwankungen des Dollarwerts von Vermögen und Verbindlichkeiten aus Direktinvestitionen, die sich aus Wechselkursänderungen ergeben, als Kapitalerträge. Demzufolge sinkt der Saldo der Kapitalerträge, wenn sich der Dollar aufwertet, und umgekehrt.						
<sup>1</sup> Auf Jahreswerte hochgerechnet. <sup>2</sup> Saisonbereinigt. <sup>3</sup> Durchschnittswerte im Außenhandel auf der Basis von 1982. <sup>4</sup> Veränderung gegenüber dem vierten Quartal 1988.						

zunahmen. Wenngleich es in der zweiten Hälfte eine gewisse Verlangsamung gab, war die Zunahme um etwa 12½%, in Jahreswerten gerechnet, noch immer viel stärker als das Wachstum des Welthandels. Allerdings waren die amerikanischen Marktanteilsgewinne geringer als 1987 und 1988, was darauf hindeutet, daß die Wirkung des starken Dollarverfalls im Zeitraum 1985–87, der sich in den letzten achtzehn Monaten zum Teil umkehrte, allmählich zu Ende gehen dürfte.

... aber auch  
steigende  
Einfuhren

Das Volumen der Wareneinfuhren stieg 1989 trotz des wesentlich langsameren Wachstums der Inlandsnachfrage nur etwas weniger als 1988. Die Dynamik der Importe war nur zum Teil der anhaltenden Stärke der Energieeinfuhren zu verdanken, da das Volumen der Importe ohne Öl ebenfalls um über 5% zunahm. Im Ergebnis liefen diese mengenmäßigen Entwicklungen auf eine Verringerung des realen Defizits im Außenhandel (wiederum ohne Öl) um fast \$ 20 Mrd. hinaus, verglichen mit einem Rückgang um über \$ 40 Mrd. 1988.

Die starke Grundtendenz der amerikanischen Importnachfrage kam in



einem 16prozentigen Anstieg der realen Importe von Investitionsgütern zum Ausdruck. Diese Wachstumsrate war etwa dreimal so hoch wie die der gesamten Ausrüstungsinvestitionen, woraus eine gestiegene Abhängigkeit von ausländischen Investitionsgütern abzulesen ist. Andererseits gingen die Einfuhren von Personenkraftwagen – etwa ein Fünftel aller Importe (ohne Öl) – sogar um mehr als 4% dem Volumen nach zurück, was weitgehend daran lag, daß das gestiegene Angebot japanischer Tochtergesellschaften, die in den Vereinigten Staaten produzieren, direkte Importe ersetzte.

Die amerikanische Bilanz der „unsichtbaren Transaktionen“ (Dienstleistungen und Übertragungen) verbesserte sich um über \$ 6 Mrd. Die Hauptänderungen gab es bei den Dienstleistungen (ohne Kapitalerträge): Der hierauf entfallende Überschuß stieg um \$ 7½ Mrd. im wesentlichen aufgrund höherer Einnahmen im Tourismus und in anderen privaten Dienstleistungsbereichen. Unter Ausschluß von Bewertungseffekten bei den Direktinvestitionen verzeichnete die Kapitalertragsbilanz einen unveränderten Überschuß von \$ 3,2 Mrd. Angesichts des Umfangs des Leistungsbilanzdefizits und der sich daraus ergebenden Aufstockung der Nettoauslandsverbindlichkeiten verlangt das Ausbleiben einer Verschlechterung der Kapitalertragsposition nach einer Erklärung. Im wesentlichen waren zwei Faktoren dafür verantwortlich. Der erste war eine Verbesserung bei den Nettoerträgen aus Direktinvestitionen um fast \$ 6 Mrd. (vor wechselkursbedingten Kapitalverlusten), die sich aus einem starken Wachstum der Gewinne von US-Tochterunternehmen im Ausland und einem offensichtlichen Rückgang bei den ausländischen Erträgen aus Direktinvestitionen in den Vereinigten Staaten ergab. Zweitens implizierte die Art der – hauptsächlich in Dollar denominierten und relativ langfristigen – amerikanischen Auslandsverbindlichkeiten, daß die Zinszahlungen an das Ausland gegen den erheblichen Anstieg der kurzfristigen Zinssätze bei anderen Währungen im vergangenen Jahr teilweise abgeschottet waren. Gleichwohl erhöhte sich das Defizit bei den Portfolioerträgen um \$ 5,8 Mrd.

Japans Leistungsbilanzüberschuß betrug 1989 insgesamt \$ 57 Mrd. und lag damit um mehr als \$ 22 Mrd. unter dem Vorjahresniveau. Dieses Ergebnis verschleierte einen noch stärkeren Rückgang im Laufe des Jahres. Auf saisonbereinigte Jahreswerte hochgerechnet fiel der Überschuß von mehr als \$ 80 Mrd. im ersten Quartal – etwa die Größenordnung von 1987 und 1988 – auf weniger als \$ 40 Mrd. im vierten Quartal, bevor er dann im ersten Quartal 1990 wieder auf etwa \$ 60 Mrd. zunahm.

Dieser geringere Überschuß von 1989 spiegelte im wesentlichen einen Rückgang des Handelsungleichgewichts wider, der sich aus einer fortgesetzten Abschwächung der realen Nettoexporte und einer deutlichen Verschlechterung der Terms of trade ergab. Die frühere Aufwertung des Yen dürfte auch weiterhin die Exporte begrenzt haben: Das Ausfuhrvolumen stieg 1989 um weniger als 4% und schwächte sich während des Jahres ab. Ein anderer Faktor – möglicherweise von größerer langfristiger Bedeutung – ist die Tatsache, daß die Produktionsausweitung durch japanische Tochtergesellschaften im Ausland die direkten Ausfuhren ersetzt, wie sich beim fortgesetzten Rückgang der Zahl der exportierten Kraftfahrzeuge zeigt: Im letzten Jahr wurden 6,2 Mio. Fahrzeuge exportiert, verglichen mit einem Spitzenwert von 7,2 Mio. im Jahr

Höherer US-Überschuß bei nicht faktor- gebundenen Dienst- leistungen ...

... bei gleich- zeitig unver- änderten Netto- kapitalerträgen

Abnahme des japanischen Überschusses ...

... bei weiterhin schwachem Ex- portwachstum ...

Die japanische Leistungsbilanz						
Position	1985	1986	1987	1988	1989	
					Jahr	viertes Quartal <sup>1</sup>
	Milliarden US-Dollar					
Leistungsbilanz	49,2	85,8	87,0	79,6	57,2	36,8 <sup>2</sup>
Handelsbilanz	56,0	92,8	96,4	95,0	76,9	56,0 <sup>2</sup>
Nettokapitalerträge	6,8	9,5	16,7	21,0	23,4	27,0
Sonstige Dienstleistungen	-12,0	-14,4	-22,4	-32,3	-38,9	-41,5 <sup>3</sup>
Übertragungen	- 1,6	- 2,1	- 3,7	- 4,1	- 4,2	- 4,7 <sup>2</sup>
Nachrichtlich:						
Handelsbilanz (ohne Öl) <sup>3</sup>	86,7	74,0	63,0	49,0	44,8	43,0
Veränderung in Prozent						
Ausfuhrvolumen	4,6	- 0,6	0,3	5,1	3,8	- 0,1 <sup>4</sup>
Einfuhrvolumen	0,4	9,5	9,3	16,7	7,8	9,0 <sup>4</sup>
Terms of trade	3,8	33,6	2,2	2,3	- 4,2	- 7,9 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Auf Jahreswerte hochgerechnet.    <sup>2</sup> Saisonbereinigt.    <sup>3</sup> Durchschnittswerte im Außenhandel auf der Basis von 1985.    <sup>4</sup> Veränderung gegenüber dem vierten Quartal 1988.

<sup>1</sup> Auf Jahreswerte hochgerechnet. <sup>2</sup> Saisonbereinigt. <sup>3</sup> Durchschnittswerte im Außenhandel auf der Basis von 1985. <sup>4</sup> Veränderung gegenüber dem vierten Quartal 1988.

... und starker  
Importzunahme

1985. Gleichzeitig hielt das Wachstum der Einfuhren von Industrieerzeugnissen an, jedoch mit einem geringeren Tempo als in den drei Jahren 1986–88, was dafür spricht, daß die Wirkungen der zurückliegenden Yen-Aufwertung und der Liberalisierung der Einfuhr allmählich ausklingen. Gleichwohl stieg das Volumen der industriellen Einfuhren im letzten Jahr immer noch doppelt so stark wie die Inlandsnachfrage. Wertmäßig erreichten die gesamten Einfuhren von industriellen Verbrauchsgütern fast \$ 30 Mrd., während dieser Betrag noch 1986 unter \$ 10 Mrd. lag. Diese Volumensentwicklungen hatten den Nettoeffekt, daß der reale Außenhandelsüberschuß (ohne Öl) auch 1989 weiter abnahm, jedoch deutlich weniger als in den vorangegangenen drei Jahren.

Zusätzlich trugen die Abwertung des Yen und der höhere Dollarpreis des Erdöls zu einer Verschlechterung des realen Austauschverhältnisses um etwas mehr als 4% bei – die erste derartige Verschlechterung seit 1980. Angesichts der Höhe der Yen-Abwertung im letzten Jahr war dieser Terms-of-trade-Verlust verhältnismäßig gering. Dies liegt hauptsächlich daran, daß die Preise von japanischen Exporten eher in Fremdwährung festgesetzt werden, was zur Folge hatte, daß die in Yen ausgedrückten Durchschnittswerte der Ausfuhr (die in der Zeit von 1985 bis 1988 mit einer jahresdurchschnittlichen Rate von mehr als 8% gesunken waren) 1989 um fast 7% stiegen. Nichtsdestoweniger nahm der Terms-of-trade-Verlust im Vorjahresvergleich im Laufe des Jahres zu und erreichte im letzten Quartal 1989 fast 8%.

Yen-Abwertung  
erhöht Gewinn-  
margen bei  
Ausfuhren

Der erneute Anstieg der Yen-Exportpreise nach sechs Jahren des Rückgangs bringt zum Ausdruck, daß sich die Gewinnmargen bei den Ausfuhren stark verbessert haben (s. die Tabelle auf S. 28), woraus sich die Möglichkeit einer weiteren japanischen Exportwelle auf den Weltmärkten ergibt. Neuere Umfragen deuten darauf hin, daß die heimischen Investitionen in die Fertigung in den Haushaltsjahren 1988 und 1989 um insgesamt 60%



zunahmen. Obwohl die letzte Umfrage (vom Februar 1990) zu dem Ergebnis kam, daß die Hersteller immer noch damit rechneten, die Inlandsnachfrage werde schneller als die Ausfuhren steigen (was dafür spricht, daß der Investitionsboom in erster Linie auf den heimischen Markt gerichtet ist), könnte eine weitere Abwertung des Yen diese Vorstellung durchaus ändern.

Die Zunahme der Nettokapitalerträge betrug weniger als \$ 2½ Mrd., was angesichts der Größe des Leistungsbilanzüberschusses und der Tatsache, daß die Zinsen 1989 wesentlich höher waren als 1988, ziemlich wenig ist. Der Hauptgrund hierfür ist, daß Japan eine Nettoschuldnerposition bei kurzfristigen Verbindlichkeiten hat, aber bei den langfristigen Forderungen ein Gläubiger ist. Der Anstieg der kurzfristigen Dollarzinsen von Anfang 1988 bis Anfang 1989 ließ somit die Zahlungen für Japans Verbindlichkeiten mehr ansteigen als die Einnahmen aus den Aktiva des Landes. Als die kurzfristigen Dollarsätze von März 1989 bis zum Ende des Jahres fielen, während andere Zinssätze eher stiegen, nahmen die Nettokapitalerträge auf Jahreswerte hochgerechnet von ungefähr \$ 21 Mrd. im ersten Halbjahr 1989 auf \$ 27 Mrd. im letzten Quartal zu. Der Fehlbetrag bei den nicht faktorgebundenen Dienstleistungen weitete sich viel weniger als 1988 aus, hauptsächlich weil die Zuwachsrate der japanischen Ausgaben für Auslandsreisen abnahm. Gleichwohl gaben japanische Touristen im letzten Jahr mehr als \$ 22 Mrd. im Ausland aus; das war dreimal so viel wie 1986.

Steigende japanische Netto-kapitalerträge

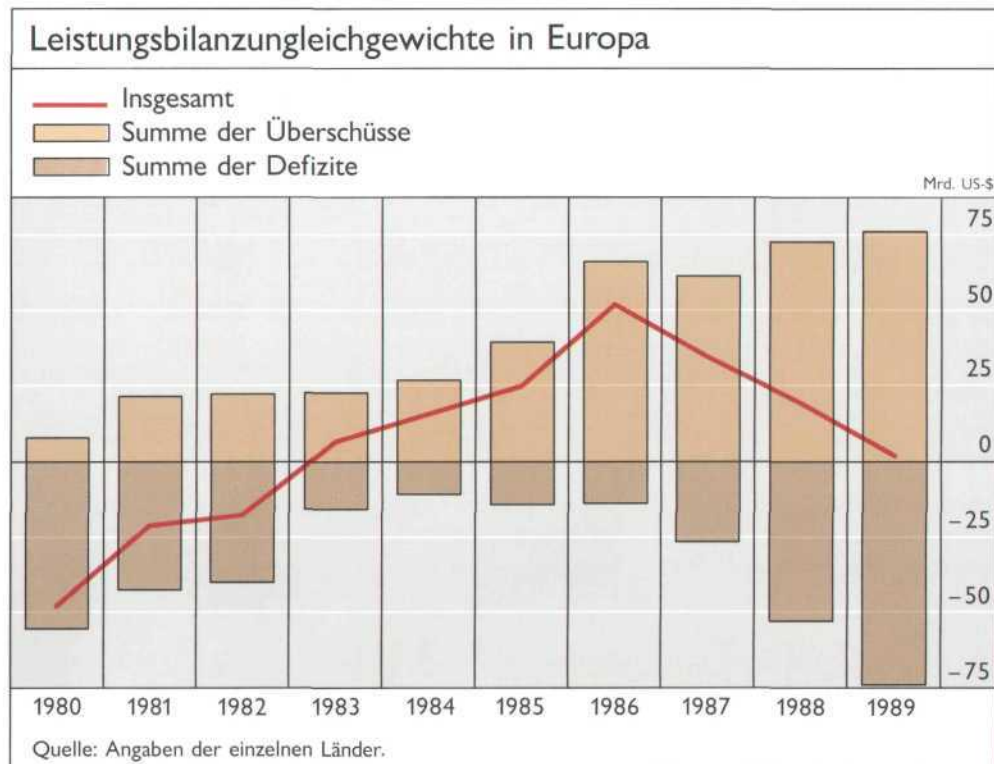
Zusammenfassend läßt sich sagen, daß das vielleicht herausragendste Merkmal der fortgesetzten Anpassung der amerikanischen und japanischen Ungleichgewichte darin besteht, daß 1989 eine geringere reale Anpassung – gemessen als Differenz zwischen dem Wachstum des Import- und Exportvolumens – erreicht wurde als 1988. Ein wichtiger Grund hierfür ist, daß die Wirkungen des anpassungsfördernden Dollarrückgangs und Yen-Anstiegs in der Zeit von 1985 bis Ende 1987 wahrscheinlich während des Jahres 1989 nachließen, worauf in der Tat die meisten ökonometrischen Schätzungen hinweisen. Im Laufe des Jahres 1989 bewegten sich die Wechselkurse über weite Strecken in eine Richtung, die – sofern sie beibehalten wird – schließlich einer weiteren Anpassung entgegenwirken dürfte. Dies gilt insbesondere für Japan. Darüber hinaus wäre es nicht realistisch, darauf zu setzen, daß die reale Inlandsnachfrage in Japan weiterhin jährlich um rund 3 Prozentpunkte schneller als in anderen Industriestaaten wächst, wie dies 1988 und 1989 der Fall war.

Langsamere reale Anpassung in den USA und Japan

## Wachsende Ungleichgewichte in Europa

Die zusammengefaßte Leistungsbilanzposition Westeuropas, die noch 1986 einen Überschuß von etwa \$ 50 Mrd. aufwies, verschlechterte sich 1989 um weitere \$ 17½ Mrd., so daß nun praktisch eine ausgeglichene Bilanz vorliegt. Indessen verschleiert diese Entwicklung, die bei globaler Betrachtung nach einer Korrektur der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte aussieht, die beträchtliche Ausweitung der Ungleichgewichte innerhalb Europas. Wie die folgende Grafik zeigt, verschwand der zusammengefaßte Überschuß Westeuropas aufgrund einer gleichzeitigen Ausdehnung der Überschüsse in

Abbau der Überschüsse insgesamt ...



... bei gleich-  
zeitiger  
Zunahme der  
Ungleichge-  
wichte zwischen  
den einzelnen  
Ländern ...

einigen Ländern und einer deutlichen Verschlechterung der Leistungs-  
bilanzpositionen von Ländern, die bereits ein Defizit aufwiesen. Die Leistungs-  
bilanzdefizite von Großbritannien, Finnland, Italien, Schweden und Spanien  
weiteten sich 1989 insgesamt um etwa \$ 25 Mrd. aus, während der zusam-  
mengefaßte Überschuß Belgien-Luxemburgs, Deutschlands und der Nieder-  
lande um \$ 7 Mrd. stieg.

... aufgrund  
dreier Faktoren

Drei Faktoren haben zu den zunehmenden Leistungsbilanzungleichge-  
wichten in Europa beigetragen. Am wichtigsten erscheinen wohl die beträcht-  
lichen Unterschiede im Wachstum der Inlandsnachfrage innerhalb Europas in  
den letzten Jahren. Ein zweiter Faktor besteht darin, daß die Ungleichgewich-  
te im allgemeinen keine Korrekturbewegungen bei den realen Wechselkursen  
ausgelöst haben. Vielmehr waren zahlreiche Länder mit Leistungsbilanzdefi-  
ziten ebenfalls diejenigen mit einer höheren Inflation, woraus eine deutliche  
reale Aufwertung ihrer Währungen resultierte. Drittens hat der kumulierte  
Einfluß der nachhaltigen und zum Teil zunehmenden Leistungsbilanzungleich-  
gewichte auf die internationalen Nettovermögenspositionen – und damit auf  
die Nettokapitalertragsströme – selbst die vorhandenen Ungleichgewichte  
tendenziell verstärkt. Ein weiterer möglicher Grund ist, daß der ziemlich  
hohe Investitionsanteil in der jüngsten Wachstumsphase für jene Länder, die  
auf importierte Investitionsgüter angewiesen sind, nachteilig gewirkt haben  
dürfte. Die vorliegenden, wenn auch begrenzten Informationen sprechen  
jedoch dafür, daß die Unterschiede in den Verbrauchs- und Investitionsgüter-  
anteilen keine wesentliche Rolle gespielt haben.

Die Grafik auf Seite 79 zeigt, inwieweit die Außenhandelsentwicklung  
der meisten Länder in den letzten zwei Jahren mit der relativen Stärke ihrer  
Inlandsnachfrage zusammenhing.



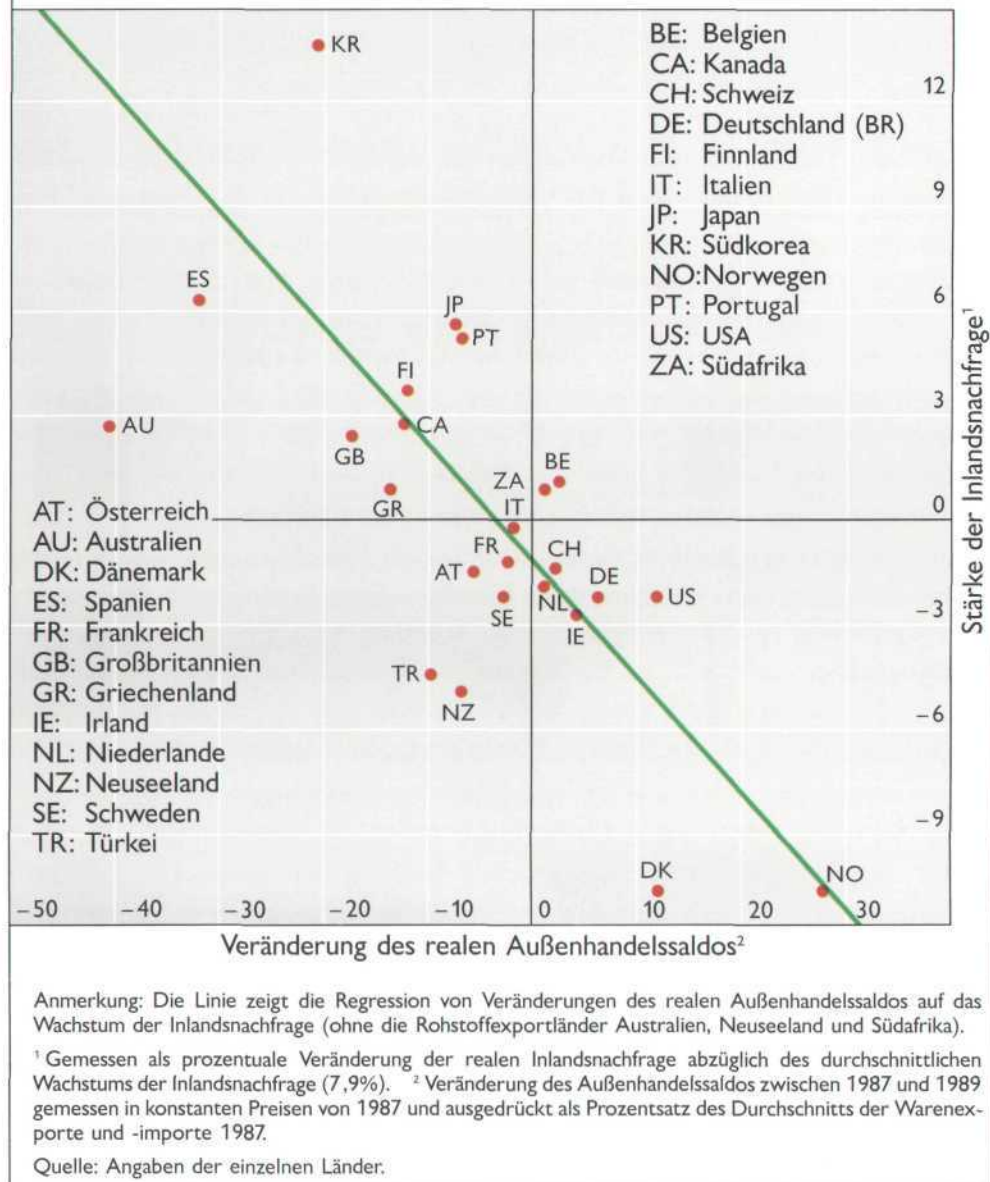
Leistungsbilanzsalden der Industrieländer und der asiatischen Schwellenländer									
Land/Ländergruppe	Leistungsbilanz			darunter					
				Handelsbilanz			Kapitalertragsbilanz		
	1987	1988	1989	1987	1988	1989	1987	1988	1989
Milliarden US-Dollar									
Industrieländer insgesamt	- 36,4	- 45,9	- 80,0	- 28,1	- 7,9	- 36,3	7,8	-10,6	-14,7
USA	-143,7	-126,5	-105,9	-159,5	-127,2	-113,2	22,3	2,2	1,0
Japan	87,0	79,6	57,2	96,4	95,0	76,9	16,7	21,0	23,4
Europäische Gemeinschaft	34,7	16,0	2,3	27,6	17,4	3,4	- 7,7	- 7,0	- 4,4
Belgien-Luxemburg	2,8	3,6	3,9	- 0,2	1,4	1,3	0,4	0,3	1,1
Dänemark	- 3,0	- 1,8	- 1,4	0,8	1,9	2,4	- 4,1	- 4,3	- 4,5
Deutschland (BR)	46,0	50,4	55,5	68,3	77,9	75,4	4,1	5,1	11,8
Frankreich	- 4,4	- 3,5	- 3,7	- 8,7	- 8,1	- 10,3	- 0,4	0,1	- 0,5
Griechenland	- 1,2	- 1,0	- 2,6	- 5,5	- 6,1	- 7,4	- 1,4	- 1,5	- 1,5
Großbritannien	- 7,4	- 26,7	- 34,1	- 18,1	- 37,0	- 38,0	6,9	9,5	5,0
Irland	0,4	0,7	0,6	2,6	3,8	3,7	- 3,1	- 4,0	- 4,0
Italien	- 1,6	- 6,3	- 10,6	- 0,1	- 1,4	- 2,0	- 6,6	- 7,1	- 8,3
Niederlande	2,9	5,5	6,9	5,1	8,5	8,0	0,2	- 0,7	0,9
Portugal	0,4	- 1,1	- 0,6	- 3,6	- 5,5	- 5,2	- 0,9	- 0,9	- 0,8
Spanien	- 0,2	- 3,8	- 11,6	- 13,0	- 18,0	- 24,5	- 2,8	- 3,5	- 3,6
Übrige europäische Länder	0,1	2,9	- 0,8	- 8,4	- 7,2	- 10,0	0,2	1,1	- 1,0
Finnland	- 1,8	- 3,0	- 4,9	1,4	1,1	- 0,2	- 1,7	- 1,9	- 2,2
Island	- 0,2	- 0,2	- 0,1	- 0,1	0,0	0,1	- 0,2	- 0,2	- 0,2
Jugoslawien	1,2	2,5	2,4	0,1	0,6	- 0,2	- 1,7	- 1,8	- 1,5
Norwegen	- 4,2	- 3,7	0,3	- 0,8	- 0,1	3,9	- 1,2	- 1,9	- 2,5
Österreich	- 0,4	- 0,5	- 0,2	- 5,1	- 6,3	- 5,9	- 0,9	- 0,9	- 0,8
Schweden	- 1,1	- 2,1	- 5,2	4,5	4,9	3,5	- 2,6	- 3,1	- 4,1
Schweiz	7,6	8,4	5,9	- 5,2	- 5,6	- 6,7	10,5	13,0	12,0
Türkei	- 1,0	1,5	1,0	- 3,2	- 1,8	- 4,5	- 2,0	- 2,1	- 1,7
Sonstige Industrieländer	- 14,5	- 17,9	- 32,8	15,8	14,1	6,6	-23,7	-27,9	-33,7
Australien	- 8,6	- 10,1	- 15,7	- 0,5	- 1,1	- 3,7	- 6,6	- 8,1	-10,1
Kanada	- 7,1	- 8,3	- 16,6	8,6	8,0	3,9	-12,5	-15,0	-18,9
Neuseeland	- 1,8	- 0,8	- 2,1	0,5	2,0	0,8	- 2,1	- 2,5	- 2,3
Südafrika	3,0	1,3	1,6	7,2	5,2	5,6	- 2,5	- 2,3	- 2,4
Vier Schwellenländer									
Asiens	31,4	28,9	23,5	25,1	21,8	18,8	1,4	4,0	5,5
Hongkong	2,9	2,8	5,0	- 0,3	- 1,0	0,7	n.v.	n.v.	n.v.
Singapur	0,6	1,7	2,3	- 2,6	- 2,6	- 2,8	0,8	0,9	1,0
Südkorea	9,9	14,2	5,1	7,7	11,6	4,5	- 2,8	- 2,0	- 1,2
Taiwan	18,0	10,2	11,1	20,3	13,8	16,4	2,3	3,4	3,9

Quellen: IWF; OECD; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Weit überdurchschnittliche Wachstumsraten der Inlandsnachfrage in Finnland, Portugal, Spanien und Großbritannien führten in den letzten beiden Jahren zu einer deutlichen Verschlechterung ihrer realen Außenbeiträge. Großbritannien blieb das europäische Land mit dem höchsten Außenhandelsdefizit. Mit \$ 38 Mrd. war es aber nur um \$ 1 Mrd. höher als 1988 und zeigte

Zunahme der Inlandsnachfrage in Defizitländern stärker ...

### Wachstum der Inlandsnachfrage und Veränderung des realen Außenhandelssaldos von 1987 bis 1989



im Laufe des Jahres Anzeichen eines Umschwungs, als sich das Wachstum der Inlandsnachfrage spürbar verlangsamte. Das Importvolumen an Industrieerzeugnissen (saisonbereinigt und ohne Sonderfaktoren) stieg im Jahr bis zum vierten Quartal 1989 um rund 3%, was gegenüber früheren Perioden eine deutliche Verlangsamung bedeutete. Im gleichen Zeitraum nahm das Exportvolumen an Industrieerzeugnissen um mehr als 14% zu (wiederum saisonbereinigt und ohne Sonderbewegungen). Infolgedessen verringerte sich das Außenhandelsdefizit (ohne Öl). Ein vorübergehender Faktor, der das Außenhandelsdefizit Großbritanniens erhöhte, bestand darin, daß eine Unfallserie und schwerwiegende Produktionsprobleme in der Nordsee 1989 den britischen Ölüberschuß auf ca. \$ 2½ Mrd. halbierten.

In Spanien blieb 1989 das Wachstum der Inlandsnachfrage sehr stark, steigerte das Volumen der Einfuhren (ohne Energie) um 17,5% und brachte die kumulierte Zunahme seit 1985 auf 125%, was deutlich über die Zunahme



des spanischen Exportvolumens hinausgeht. Infolgedessen erhöhte sich das Außenhandelsdefizit Spaniens 1989 um mehr als \$ 6 Mrd. auf ungefähr \$ 24½ Mrd.

Im Hauptüberschußland Deutschland wuchs die Inlandsnachfrage bis vor kurzem weniger als im Durchschnitt der übrigen Industrieländer. Bis 1989 war die Inlandsnachfrage in Deutschland nur um etwa 12% gegenüber dem Niveau von 1985 gestiegen; im übrigen Europa betrug das Wachstum etwa 18%. Auch 1989 erhöhte sich das Volumen der deutschen Exporte schneller als das der Importe – gegenüber 1988 weitete sich die Spanne sogar noch etwas aus. Da sich Deutschlands Terms of trade wegen der höheren Ölpreise und einer Abwertung der D-Mark gegenüber dem US-Dollar um fast 3% verschlechterten, stellt sich die Zunahme des realen Außenhandelssaldos als eine geringfügige Abnahme des in Dollar gemessenen Außenhandelsüberschusses dar. Im Laufe des Jahres kehrten sich die Veränderungen im Handelsvolumen jedoch wieder um; gegenüber dem Vorjahr nahm das Einfuhrvolumen im vierten Quartal 1989 um fast 4 Prozentpunkte schneller zu als das Ausfuhrvolumen (s. die nachfolgende Tabelle). Dies lag an einer starken Erholung der deutschen Inlandsnachfrage gegen Ende 1989 sowie an der langsameren Nachfrageexpansion im Ausland, vor allem in den USA und Großbritannien.

... als in  
Deutschland

In zwei europäischen Ländern – Dänemark und Norwegen – übertraf die Verbesserung des realen Außenhandelssaldos in den letzten beiden Jahren die in Deutschland. Dies war hauptsächlich den Rückgängen der Inlandsnachfrage 1988 und 1989 zuzuschreiben, die die Importwachstumsrate dieser Länder deutlich unter dem europäischen Durchschnitt hielt. Die höheren Ölpreise erleichterten es der Handelsbilanz Norwegens, 1989 zum ersten Mal seit vier Jahren deutlich in den Überschubereich zu kommen.

Die deutsche Leistungsbilanz						
Position	1985	1986	1987	1988	1989	
					Jahr	viertes Quartal <sup>1</sup>
	Milliarden US-Dollar					
Leistungsbilanz	17,1	40,1	46,0	50,4	55,5	42,0 <sup>2</sup>
Handelsbilanz	27,8	54,6	68,3	77,9	75,4	68,0 <sup>2</sup>
Nettokapitalerträge	3,3	4,2	4,1	5,1	11,8	13,2
Sonstige Dienstleistungen	− 1,3	− 3,4	− 6,7	− 9,8	− 7,9	−12,4 <sup>2</sup>
Übertragungen	−12,7	−15,3	−19,7	−22,8	−23,8	−26,8 <sup>2</sup>
Nachrichtlich:						
Handelsbilanz (ohne Öl) <sup>3</sup>	68,3	61,0	55,1	58,1	60,9	52,6
	Veränderung in Prozent					
Ausfuhrvolumen	6,6	1,1	2,4	6,5	8,8	2,8 <sup>2,4</sup>
Einfuhrvolumen	4,7	5,7	5,1	6,0	7,8	6,4 <sup>2,4</sup>
Terms of trade	1,4	15,3	3,7	− 0,1	− 2,7	− 3,0 <sup>2,4</sup>

<sup>1</sup> Auf Jahreswerte hochgerechnet. <sup>2</sup> Saisonbereinigt. <sup>3</sup> Durchschnittswerte im Außenhandel auf der Basis von 1980. <sup>4</sup> Veränderung gegenüber dem vierten Quartal 1988.

<sup>1</sup> Auf Jahreswerte hochgerechnet. <sup>2</sup> Saisonbereinigt. <sup>3</sup> Durchschnittswerte im Außenhandel auf der Basis von 1980. <sup>4</sup> Veränderung gegenüber dem vierten Quartal 1988.

Veränderungen  
der realen  
Wechselkurse ...

Das zweite wichtige Merkmal der europäischen Ungleichgewichte besteht darin, daß die realen Wechselkurse im allgemeinen weder in den Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen gestiegen noch in den Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten gefallen sind. Dieses Verhalten steht in krassem Gegensatz zu den großen Veränderungen der realen effektiven Wechselkurse des US-Dollars und des japanischen Yen. Insbesondere haben mehrere Jahre hoher deutscher Überschüsse – im Gegensatz zu früheren Perioden steigender Überschüsse – nicht zu einer nennenswerten realen Aufwertung der D-Mark geführt. Tatsächlich war der reale Außenwert der D-Mark seit Anfang 1987 ziemlich stabil (s. die Grafik auf S. 72). Sogar im Falle Großbritanniens, wo die Schwankungen des realen effektiven Wechselkurses wesentlich ausgeprägter waren, hielten die während des größten Teils der achtziger Jahre aufgetretenen Veränderungen offenbar nicht sehr lange an. Die realen Wechselkurse der Währungen der größeren europäischen Länder haben sich also nicht so verändert, daß sie den wachsenden Ungleichgewichten entgegenwirken hätten. Im Gegensatz dazu half die nennenswerte Aufwertung der meisten europäischen Währungen gegenüber dem US-Dollar, die Außenhandelsüberschüsse Europas gegenüber den Vereinigten Staaten zu verringern. Dies hat zur Folge, daß Handelsbilanzüberschüsse bzw. -defizite in europäischen Ländern zunehmend die Gestalt von Handelsungleichgewichten im Verhältnis zu anderen europäischen Ländern annehmen. Beispielsweise spiegelt Deutschlands Handelsbilanzüberschuß nunmehr fast ausschließlich die Nettoexporte in andere europäische Länder wider, nachdem sein Handelsbilanzüberschuß gegenüber den übrigen Industrieländern abgebaut wurde. Zwischen 1987 und 1989 fiel der deutsche Außenhandelsüberschuß gegenüber den USA um etwa \$ 9 Mrd. auf ungefähr \$ 4½ Mrd.

... erhöhen  
Ungleichgewichte  
im Außenhandel  
aufgrund  
deutlicher realer  
Aufwertungen  
in den Defizit-  
ländern ...

Darüber hinaus wurden die europäischen Ungleichgewichte durch einen deutlichen Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit in zahlreichen europäischen Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten verschlimmert. Einfache Vergleiche der Veränderungen der Verbraucherpreise – ausgedrückt in einheitlicher Währung – zeigen, daß die Preise in den Defizitländern schneller als in den Überschußländern gestiegen sind, zum Teil sogar mit deutlichem Abstand (s. die Tabelle auf S. 82). Die ziemlich auffällige Verschlechterung der realen Handelsbilanzen Spaniens und Schwedens ist teilweise das Ergebnis einer deutlichen realen Höherbewertung ihrer Währungen.

... und berühren  
den Tourismus

Veränderungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit können zum Teil auch die sehr unterschiedliche Entwicklung des Tourismussektors in verschiedenen Ländern erklären. Als der – auf der Basis der relativen Verbraucherpreise berechnete – reale Außenwert der Drachme, der Lira und der Peseta seit 1987 stieg, wirkte sich dies ungünstig auf die Auslandseinkünfte Griechenlands, Italiens und Spaniens aus dem Tourismus aus. Beispielsweise gaben italienische Reisende noch 1985 nur etwa ein Fünftel dessen aus, was ausländische Besucher in Italien ausgaben; 1989 lag dieses Verhältnis schon bei über 50%. Dieser Anstieg war ein wichtiger Grund für die Ausweitung des italienischen Leistungsbilanzdefizits auf nahezu \$ 11 Mrd. Im Gegensatz dazu trug die dank einer geringen Inflation verhältnismäßig gute Entwicklung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit in Österreich und Frankreich zu einem



## Relative Verbraucherpreise in ausgewählten europäischen Ländern in einheitlicher Währung

Jahr	Überschußländer*					Defizitländer*					
	Belgien	Deutsch- land (BR)	Nieder- lande	Schweiz	Durch- schnitt	Frank- reich	Groß- bri- tannien	Italien	Schwe- den	Spanien	Durch- schnitt
	in D-Mark (1987 = 100)										
1988	100,4	101,3	100,9	101,4	101,0	101,3	111,5	102,2	107,0	108,5	106,1
1989	103,4	104,1	101,7	100,1	102,3	104,8	118,4	110,6	115,8	122,0	114,3
1990 1. Q.	105,9	106,0	102,9	101,4	104,1	106,8	112,6	113,0	117,0	124,4	114,8

\* Entsprechend der Leistungsbilanzposition 1987–89.

starken Anstieg der Tourismuseinnahmen dieser Länder bei. Höhere Einnahmen aus dem Auslandstourismus hielten das französische Leistungsbilanzdefizit bei \$ 3,7 Mrd., obwohl sich die Handelsbilanz im Bereich der industriellen Erzeugnisse weiter verschlechterte. Die Entwicklung der relativen Preise spielte auch eine Rolle dabei, daß der Anstieg der gesamten Ausgaben deutscher Touristen im Ausland nicht über 3½% hinausging, während im Vergleich dazu die Ausgaben ausländischer Besucher in Deutschland (in D-Mark gerechnet) um 9½% stiegen.

Der dritte Faktor, der zu den wachsenden europäischen Ungleichgewichten beitrug, waren die Veränderungen in den Kapitalertragsbilanzen in Defizit- und Überschußländern. Die Zunahme des Nettoauslandsvermögens Deutschlands (und auch kleinerer Volkswirtschaften wie Belgien-Luxemburg und die Niederlande) gab den Nettokapitalerträgen 1989 einen kräftigen Schub, so daß die ohnehin schon hohen Überschüsse weiter zunahmen. In Deutschland haben sich die Nettokapitalerträge im letzten Jahr auf \$ 11¾ Mrd. erhöht und damit mehr als verdoppelt, worin nicht nur die starke Nettoauslandsvermögensposition, sondern auch die höheren kurzfristigen Zinssätze (aufgrund des relativ hohen Gewichts kurzer Laufzeiten bei den deutschen Auslandsforderungen) zum Ausdruck kommen. Umgekehrt sanken die Nettokapitalerträge in der Schweiz im letzten Jahr zum ersten Mal in den achtziger Jahren, da die schweizerischen Zinssätze im Laufe des Jahres im Verhältnis zu denen im Ausland stark anzogen.

Die Nettokapitalertragsströme verstärkten in den meisten Defizitländern auch die wachsenden Ungleichgewichte bei anderen Transaktionen. In Großbritannien sackten die Nettokapitalerträge 1989 um \$ 4,5 Mrd. ab, weil höhere Erträge bei Direktinvestitionen in Großbritannien und höhere Zinsbelastungen auf schnell zunehmende kurzfristige Auslandsverbindlichkeiten die Zins-, Gewinn- und Dividendenzahlungen erhöhten. Die wachsende Nettoschuldnerpositionen Italiens und Schwedens gegenüber dem Ausland erhöhten deren Nettokapitalertragszahlungen 1989 um jeweils etwa \$ 1 Mrd. In Spanien fiel die Zunahme wesentlich geringer aus, weil dort die wachsende Bedeutung nicht zinstragender Auslandsverbindlichkeiten (namentlich der Direktinvestitionen) die Kapitalertragszahlungen weitgehend vor dem Anstieg der internationalen Zinssätze abschirmte.

Veränderungen  
bei den Netto-  
kapitalerträgen

Ein Faktor, von dem manche glauben, daß er einen Einfluß auf die europäischen Ungleichgewichte hat, bezieht sich schließlich auf die Struktur des Handels und die Zusammensetzung der Nachfrage. Wie in Kapitel II ausgeführt wurde, ist die jüngste kräftige Zunahme der Inlandsnachfrage in vielen Industrieländern, insbesondere in Europa, großteils der schnellen Ausweitung der Anlageinvestitionen zu verdanken. Dies hat die Bedeutung des Handels mit Investitionsgütern im Verhältnis zu Verbrauchsgütern erhöht. Wenngleich die statistischen Angaben über die Zusammensetzung des Handels unvollständig und nicht in allen Ländern gleich sind, läßt sich feststellen, daß der Handel mit Investitionsgütern in den letzten zwei Jahren sehr viel schneller zugenommen hat als der Handel mit Konsumgütern. Dies stellt eine Umkehrung des von 1980 bis 1987 zu beobachtenden Trends dar (s. die folgende Tabelle).

Handel mit Investitions- und Konsumgütern in ausgewählten Ländern <sup>1</sup>						
Zeitraum	Durchschnittliche Zunahme pro Jahr				Anteil der Investitions- güter am gesamten Handel mit Fertig- waren <sup>2</sup>	
	Investitionsgüter		Konsumgüter			
	Exporte	Importe	Exporte	Importe	Exporte	Importe
	in Prozent					
1981–87	6,2	9,6	7,3	11,0	56,6	42,7
1988–89	13,5	15,2	8,5	8,8	58,8	45,6

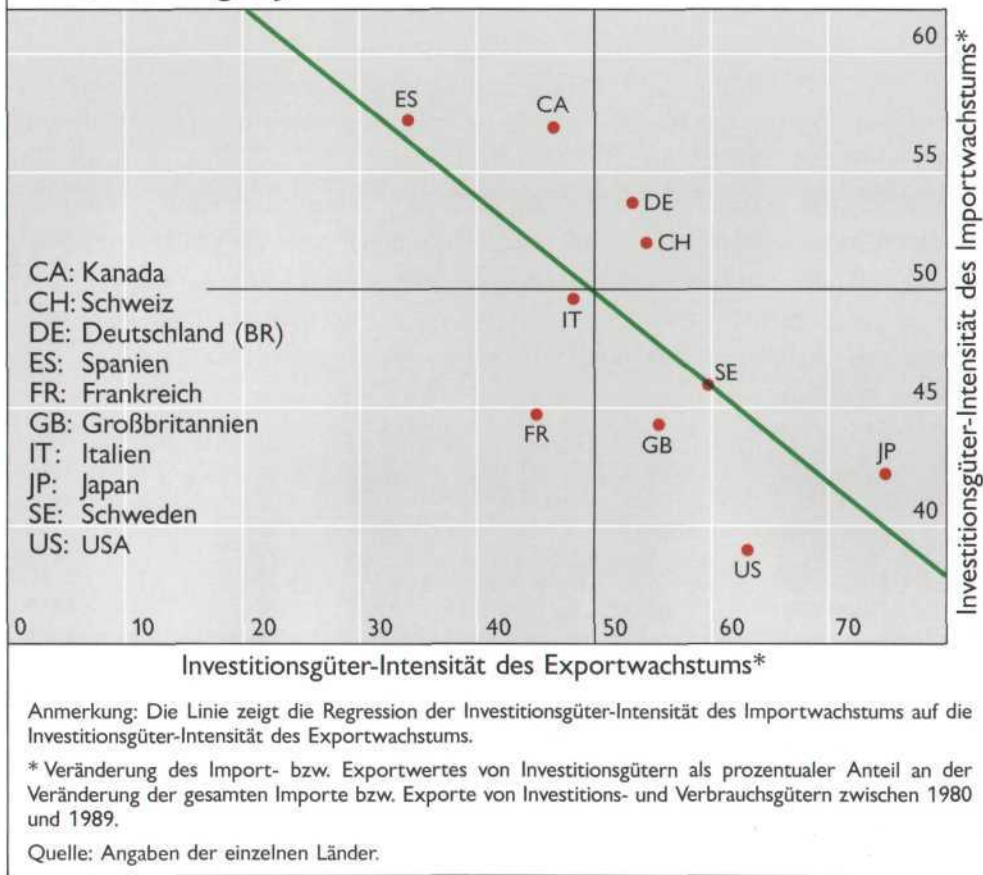
<sup>1</sup> Aggregierter Dollarwert der Importe und Exporte von Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Japan, Kanada, Schweden, der Schweiz, Spanien und den USA. <sup>2</sup> Im letzten Jahr des betreffenden Zeitraums, d.h. 1987 und 1989.

Es ist jedoch unklar, ob diese Entwicklung zu einer Ausweitung der Defizite in Ländern, die Investitionsgüter importieren, bzw. der Überschüsse in Ländern, die Kapitalgüter exportieren, beigetragen hat. Die meisten hochentwickelten Industriestaaten, für die Daten verfügbar sind, haben einen höheren Investitionsgüteranteil bei ihren Exporten von Fertigerzeugnissen als bei ihren Importen. Italien und Spanien sind die einzigen Länder, in denen der Investitionsgüteranteil an den Fertigerzeugnissen bei den Importen größer ist als bei den Exporten und deren Außenhandelsergebnis daher unter der neuerdings eingetretenen Wachstumsverschiebung zugunsten der Ausgaben für Anlageinvestitionen gelitten haben könnte.

Die mögliche Wirkung von Unterschieden in der Güterzusammensetzung des Außenhandels wird durch die folgende Grafik illustriert, die den Beitrag des Handels mit Investitionsgütern zum Wachstum der Ausfuhren und Einfuhren von Fertigerzeugnissen für verschiedene Länder während der achtziger Jahre zeigt. Mit Ausnahme Spaniens unterscheiden sich die meisten europäischen Länder offensichtlich nicht sehr voneinander. Im Gegensatz dazu ist der Handel einiger nichteuropäischer Länder deutlich anders strukturiert: Während die Vereinigten Staaten und Japan Investitionsgüterexporteure sind, ist Korea ein Investitionsgüterimporteur und Konsumgüterexporteur. Im



## Die Bedeutung von Investitionsgütern im Außenhandel in den achtziger Jahren



Vergleich zu anderen Ländern hat Frankreich ebenfalls einen unterdurchschnittlichen Investitionsgüteranteil bei den Ausfuhren. Doch besteht zwischen dem Investitionsgüteranteil bei den Importen und Exporten kein deutlicher Unterschied. Sogar Deutschland, ein Hauptexporteur von Investitionsgütern, zeigt keine Konzentration auf Investitionsgüterexporte, die im Vergleich zu anderen europäischen Ländern aus dem Rahmen fallen, und weicht in bezug auf die Importe nur wenig vom Durchschnitt ab. Insofern gibt es wenig Anhaltspunkte dafür, daß der neuerliche Investitionsboom in Europa ein wichtiger Grund für Deutschlands hohe Außenhandelsüberschüsse war.

Vielmehr ist Deutschlands Außenhandelsstruktur im wesentlichen gekennzeichnet durch einen hohen strukturellen Überschuß im Handel mit Fertigerzeugnissen – und zwar gleichermaßen mit Verbrauchs- und Investitionsgütern. 1989 waren die deutschen Exporte solcher Güter um zwei Drittel höher als die Importe, so daß jeder starke Anstieg im Handel mit Fertigerzeugnissen – hervorgerufen etwa durch einen Boom bei langlebigen Konsumgütern oder einen zyklischen Aufschwung bei den Investitionen – den deutschen Überschuß tendenziell ansteigen läßt. Italien erfreut sich ebenfalls eines deutlichen Überschusses. Andererseits haben Frankreich und Großbritannien hohe Defizite im Handel mit Fertigerzeugnissen, und diese Struktur ist zum Teil für die Ausweitung der Außenhandelsdefizite in beiden Ländern verantwortlich.

... und struktureller Unterschiede in den Handelsbilanzen bei Fertigerzeugnissen

## Übrige Industrieländer und Schwellenländer Asiens

Ein hervorstechendes Merkmal der Entwicklung des internationalen Handels- und Zahlungsverkehrs im letzten Jahr war die Verschlechterung der Außenbeiträge der anderen nichteuropäischen Industrieländer und der asiatischen Schwellenländer um ungefähr \$ 20 Mrd. (s. die Tabelle auf S. 78).

Höhere Defizite  
in Australien  
und Kanada...

Wenngleich die Weltmarktpreise für ihre Rohstoffexporte relativ hoch blieben, erhöhten sich die Leistungsbilanzdefizite *Australiens* und *Kanadas* um \$ 5,6 Mrd. bzw. \$ 8,3 Mrd. und erreichten damit 5½% bzw. 3% ihres jeweiligen Bruttosozialprodukts. Beide Länder profitierten von deutlichen Terms-of-trade-Gewinnen, wobei sich Australiens Terms of trade während der letzten drei Jahre um etwa ein Viertel und die Kanadas im gleichen Zeitraum nur um gerade 8½% verbesserten. Es gibt drei Gründe, warum diese Terms-of-trade-Verbesserungen nicht die Leistungsbilanzdefizite verringert haben. Erstens stieg die Inlandsnachfrage sehr viel stärker als im Durchschnitt in der übrigen Welt (s. die Grafik auf S. 79). Wie in vielen anderen Ländern stiegen die privaten Investitionen (ohne Wohnungsbau) in den letzten beiden Jahren besonders rasch, was zu steigenden Einfuhren von Investitionsgütern führte. Zweitens erlebten beide Länder wegen des Anstiegs der Rohstoffpreise und der hohen Nominalzinsen im Inland eine deutliche reale Aufwertung ihrer Währungen. Im letzten Jahr ging das Exportvolumen kanadischer Güter leicht zurück – ein Ausdruck der sinkenden Wettbewerbsfähigkeit, wenngleich die Schwäche der US-Nachfrage ebenso eine Rolle gespielt hat. Drittens und letztens haben beide Staaten eine hohe Auslandsverschuldung: Da die Nettoverbindlichkeiten mit der Akkumulation der Defizite anwuchsen und die Zinssätze stiegen, war die Verschlechterung ihrer Kapitalertragsbilanz im letzten Jahr besonders ausgeprägt. Die ans Ausland gezahlten Nettokapitalerträge beliefen sich im vergangenen Jahr in beiden Ländern auf jeweils 3½% des Bruttosozialprodukts.

... und  
Neuseeland

Auch *Neuseeland* profitierte 1987 und 1988 von Terms-of-trade-Gewinnen, zudem war die Inlandsnachfrage sehr schwach, was 1988 zu einer beträchtlichen Verminderung des Leistungsbilanzdefizits führte. Allerdings deuten vorläufige Zahlen für 1989 auf einen steilen Anstieg des Importvolumens hin: Die Liberalisierung der Einfuhr und ein starker Anstieg der Investitionen scheinen die wesentlichen Faktoren zu sein. Da sich das Exportvolumen abschwächte (zum Teil aufgrund von Sonderfaktoren, darunter eine Dürreperiode), weitete sich das Leistungsbilanzdefizit schätzungsweise auf ungefähr 5% des Bruttoinlandsprodukts aus.

Kräftiges  
Exportwachstum  
in Südafrika

*Südafrikas* Leistungsbilanzüberschuß stieg trotz einer deutlichen Verschlechterung der Terms of trade leicht an. Das Exportvolumen (ohne Gold) nahm um über 16% zu, während das Importvolumen infolge der rückläufigen Inlandsnachfrage stagnierte. Der Überschuß ermöglichte eine weitere Rückführung der Auslandsverschuldung des Landes; dennoch stiegen die an das Ausland bezahlten Nettokapitalerträge, die von 3,7% des Bruttoinlandsprodukts 1985 auf 2,5% im Jahr 1988 gesunken waren, 1989 im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt leicht an.

Der zusammengefaßte Leistungsbilanzüberschuß der Schwellenländer



Asiens fiel um etwa \$ 5½ Mrd. auf \$ 23½ Mrd. Diese Gesamtentwicklung spiegelt einen Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses von Südkorea um mehr als \$ 9 Mrd. und etwas höhere Überschüsse in den übrigen jungen Industrieländern Asiens wider. In Südkorea sorgten starke Nominalloohnerhöhungen 1988 und 1989 (in beiden Jahren betrug der Anstieg zusammengekommen rund 50%) für eine kräftige Stärkung der Inlandsnachfrage und führten – zusammen mit einer deutlichen Aufwertung der Währung bis Anfang 1989 – zu einem beträchtlichen Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit. Außerdem wurde die Produktion durch weitverbreitete Streiks unterbrochen. Hieraus ergab sich ein spürbarer Abbau des realen Außenhandelsüberschusses, da das Exportvolumen um 5% fiel, während das Importvolumen um 14% stieg, was fast exakt dem Wachstum der Inlandsnachfrage entsprach. Überdies verschwand 1989 praktisch Südkoreas vorjähriger hoher Überschuß bei nicht faktorgebundenen Dienstleistungen, der zum Teil die außergewöhnlichen Tourismuseinnahmen während der olympischen Spiele widerspiegelte. Taiwans Leistungsbilanzüberschuß, der 1988 deutlich geschrumpft war, weitete sich auf \$ 11 Mrd. aus (7,5% des Bruttosozialprodukts), weil sich das Wachstum des Ausfuhrvolumens erholte und die Wirkung der außergewöhnlichen Goldeinfuhren von 1988 verschwand. Schließlich wiesen Hongkong und Singapur höhere Leistungsbilanzüberschüsse auf.

Rückgang des südkoreanischen Überschusses ...

... aber Anstieg der Überschüsse in den übrigen asiatischen Schwellenländern

In den osteuropäischen Ländern gab es im letzten Jahr offenbar eine gravierende Verschlechterung in der aggregierten Leistungsbilanz in konvertibler Währung, deren Größenordnung möglicherweise \$ 7 Mrd. oder etwa ein Sechstel des Wertes ihrer Wareneinfuhren in Industrieländer erreichte (s. die Tabelle auf S. 53). Die Leistungsbilanzposition der Sowjetunion kann nicht mit Gewißheit bestimmt werden, aber sie scheint sich 1989 beträchtlich verschlechtert zu haben. Die Einfuhren westlicher Konsumgüter stiegen, während die Einnahmen in harter Währung aus dem Ölexport offenbar weitgehend unverändert blieben, da der mengenmäßige Rückgang der sowjetischen Ölausfuhren in den Westen die Wirkung der höheren Ölpreise ausglich. Polens Außenhandelsüberschuß schrumpfte von ungefähr \$ 1 Mrd. 1988 auf \$ ¼ Mrd. im Jahr 1989: Der Dollarwert der Einfuhren gegen konvertible Währungen nahm um etwa 16% zu, während jener der Ausfuhren nur um 4% stieg. Diese Verschlechterung vollzog sich jedoch zum größten Teil in den ersten drei Quartalen des Jahres, also vor der Einführung der Reformen vom Oktober 1989. Seither dürften die Exporte gegen harte Währung spürbar angestiegen sein, während die Einfuhren im Gefolge eines Zurückdrängens der Inlandsnachfrage stark gefallen sind. Das Leistungsbilanzdefizit (einschl. fälliger Zinszahlungen) belief sich auf \$ 1,8 Mrd. (ungefähr 3% des Bruttoinlandsprodukts). Läßt man jedoch Zahlungsrückstände und Schuldenerlaß bei Zinsverpflichtungen (die um \$ 2,4 Mrd. stiegen) außer acht, so ergab sich ein Überschuß von etwa \$ 0,6 Mrd. Auch in Ungarn stiegen die Importe 1989 trotz eines Rückgangs der Inlandsnachfrage stark an. Die Reiseverkehrsbilanz rutschte ebenfalls deutlich ins Defizit, weil ungarische Bürger die größere Freiheit im Reiseverkehr nutzten. Aufgrund des Anstiegs der Zinsen und der Ausweitung der Auslandsverschuldung gab es einen weiteren Anstieg der Nettozinszahlungen an das Ausland. Die Ausfuhren aus

Höhere Defizite in Osteuropa...

... wo die außenwirtschaftliche Position schwach ist

der Tschechoslowakei stiegen 1989 beträchtlich, im wesentlichen deshalb, weil den Unternehmen erlaubt wurde, einen Anteil ihrer Fremdwährungseinnahmen einzubehalten; das Leistungsbilanzdefizit dürfte sich stabilisiert haben.

Wahrscheinlich ist die derzeitige außenwirtschaftliche Position der meisten osteuropäischen Länder sogar noch schwächer, als das Ausmaß ihrer Leistungsbilanzdefizite 1989 vermuten läßt. Traditionell wurde ein beträchtlicher Teil ihres Handels im wesentlichen in Form eines bilateralen Tauschgeschäfts abgewickelt, bei dem die Sowjetunion per saldo Rohstoffe (namentlich Energieprodukte) gegen Industrieerzeugnisse aus Osteuropa tauschte. Die Bedingungen, zu denen die osteuropäischen Länder im Rahmen dieser Vereinbarungen Rohstoffe einführen konnten, waren viel günstiger als die Bedingungen, zu denen sie diese auf den Weltmärkten hätten erhalten können. Außerdem stand für osteuropäische Ausfuhren von Industrieerzeugnissen ein garantierter Markt zur Verfügung. Dieses bilaterale Tauschsystem wird gegenwärtig einer Überprüfung unterzogen, und die Reform wird wohl eine Bewegung hin zur Abrechnung in konvertiblen Währungen und weg von durch Begünstigungen geprägten Handelsstrukturen mit sich bringen. Wenn gleich diese Veränderungen offensichtlich im Einklang mit der neu eingeschlagenen, marktorientierten Politik stehen, so dürften die kurzfristigen Zahlungsbilanzkosten für die osteuropäischen Länder (mit Ausnahme der Sowjetunion) hoch sein.

## Internationale Ungleichgewichte und Ersparnis und Investitionen

Um die hartnäckigen internationalen Ungleichgewichte in eine längerfristige Perspektive zu rücken, ist es – vor allem im Lichte der niedrigen weltweiten Sparneigung in den achtziger Jahren – interessant zu untersuchen, inwieweit sie unterschiedliches Spar- und Investitionsverhalten in den Überschuß- und Defizitländern widerspiegelt haben.

Geringere Ersparnis in Defizitländern ...

Über den Gesamtzeitraum der achtziger Jahre stieg der Anteil der Bruttoersparnis am Bruttosozialprodukt (s. die Grafik auf S. 88) in Japan und in anderen Überschußländern um ungefähr 4–5 Prozentpunkte, fiel aber in den Vereinigten Staaten und anderen Defizitländern. Der Rückgang der Ersparnis war in den USA besonders ausgeprägt. Der Anteil der Investitionen ging bis Mitte des Jahrzehnts sowohl in den Überschuß- als auch den Defizitländern zurück und erhöhte sich dann stark, wobei die Vereinigten Staaten die wichtigste Ausnahme von diesem Verhaltensmuster bildeten.

... stärkerer Anstieg der Investitionen in Überschußländern

Viel Bedeutung wurde der Rolle gestiegener Investitionen für die Zunahme der Leistungsbilanzdefizite in einer Reihe von Industrieländern beigemessen. Es ist in der Tat richtig, daß in vielen Fällen die Ausweitung des Defizits während der letzten zwei bis drei Jahre zu einem größeren Teil auf einen Anstieg des Verhältnisses der Anlageinvestitionen zum Bruttosozialprodukt als auf einen Rückgang der Sparquote zurückzuführen ist. Aber die Investitionsquote ist in den Überschußländern schneller gestiegen als in den Defizitländern und wurde durch inländische Ersparnisse finanziert. Der Anteil der Ersparnis am Bruttosozialprodukt ist in den Überschußländern sogar so stark angestiegen, daß diese sowohl die Zunahme der heimischen

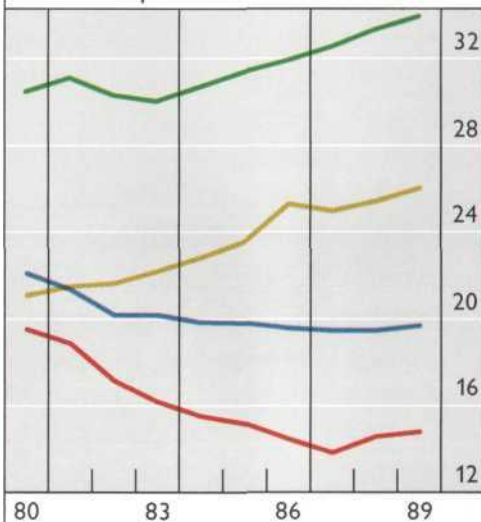


## Ersparnis und Investitionen in ausgewählten Defizit- und Überschußländern

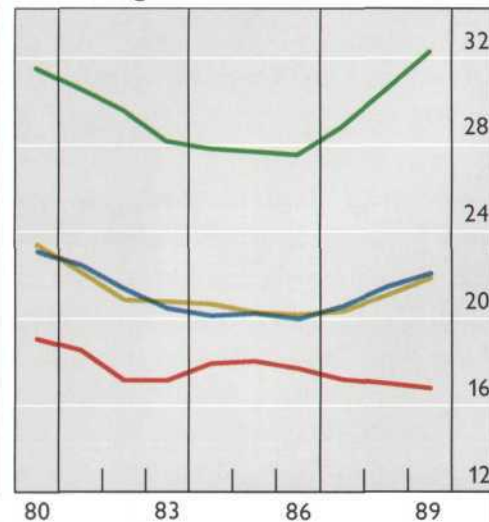
In Prozent des BSP/BIP

- USA
- Japan
- Sonstige Defizitländer<sup>1</sup>
- Sonstige Überschußländer<sup>2</sup>

Bruttoersparnis<sup>3</sup>



Bruttoanlageinvestitionen



Anmerkung: Die Durchschnitte wurden unter Verwendung der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1987 berechnet.

<sup>1</sup> Länder mit Leistungsbilanzdefizit 1989: Australien, Frankreich, Großbritannien, Italien, Kanada, Schweden und Spanien. <sup>2</sup> Länder mit Leistungsbilanzüberschuß 1989: Belgien, Deutschland, Niederlande, Schweiz, Südkorea und Taiwan. <sup>3</sup> Ohne Vorratsinvestitionen.

Investitionen als auch einen beträchtlichen Anstieg in den Nettoauslandsaktiva finanzieren konnten: Der Leistungsbilanzüberschuß dieser Länder betrug im Durchschnitt seit 1986 rund 4½% des Bruttosozialprodukts. In den Defizitländern hingegen hat sich die Sparquote nur auf einem recht niedrigen Niveau stabilisiert, nachdem sie während eines Großteils des Jahrzehnts gefallen war. So gesehen liegen unterschiedliche Ersparnisentwicklungen der Zunahme der Ungleichgewichte zugrunde.

Der Rückgang der Ungleichgewichte in den USA und Japan während der letzten zwei bis drei Jahre geht hingegen mehr auf unterschiedliche Investitionsentwicklungen zurück. Einerseits ging die Verringerung des japanischen Überschusses mit einer Zunahme des Anteils der Investitionen am Bruttosozialprodukt (um mehr als 4½ Prozentpunkte seit 1986) einher, die den Anstieg der Sparquote übertraf (s. obige Grafik). Im Laufe des Anpassungsprozesses ist es Japan daher gelungen, seine hohe Sparquote weiter zu erhöhen und gleichzeitig mehr in inländische, aber weniger in ausländische Aktiva zu investieren. In den Vereinigten Staaten hingegen wurde der Anpassungsprozeß durch ein nur geringfügiges Anwachsen der gesamtwirtschaftlichen Sparquote behindert, die sogar weit unter dem früher in diesem Jahrzehnt vorherrschenden niedrigen Niveau bleibt. Gleichzeitig schlug sich in dem niedrigeren Anteil der Investitionen am Bruttosozialprodukt ein Rück-

Stark erhöhte Ersparnis und Investitionen in Japan ...

... aber nicht in den USA

gang der relativen Preise der Investitionsgüter vor allem infolge der Preiseinbrüche bei Computern nieder; zu konstanten Preisen gerechnet erhöhte sich dagegen die Investitionsquote.

## Trends im Kapitalverkehr

Steigende Mobilität des Kapitals

Mehrere Länder haben im abgelaufenen Jahr weitere Maßnahmen zur Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs ergriffen. Die Einwohner aller großen und der meisten kleineren Industriestaaten genießen nunmehr fast völlige Freiheit, Auslandsforderungen zu erwerben; als wichtigste Ausnahme bleiben die Auslandsinvestitionen der Nichtbankfinanzinstitute in einer Reihe von Ländern reguliert. In der Tat ist die stark angestiegene internationale Kapitalmobilität eines der herausragendsten Merkmale des internationalen Wirtschaftsgeschehens der letzten Jahre; das Volumen des Kapitalverkehrs stieg im letzten Jahr besonders stark an. So erhöhte sich 1989 nicht nur der Strom der Direktinvestitionen merklich (einem seit 1985 beobachteten Trend folgend), sondern auch das Ausmaß der Wertpapiertransaktionen weitete sich stark aus, da die Nachwirkungen des Börsenkrachs vom Oktober 1987, die das Wachstum des internationalen Wertpapiergeschäfts vorübergehend gedämpft hatten, verschwanden. Für die dreizehn größeren Industrieländer sind die Abflüsse und Zuflüsse von Direkt- und Portfolioinvestitionen im Zeitraum seit 1975 in der Tabelle auf Seite 91 zusammengefaßt.

Gründe für die Stärke der Direktinvestitionen

Die grenzüberschreitenden Direktinvestitionen setzten 1989 ihr starkes Wachstum fort: Die Summe dieser Zuflüsse für die in der Tabelle aufgeführten Länder dürfte schätzungsweise um ungefähr \$ 17 Mrd. gestiegen sein. Seit der ersten Hälfte der achtziger Jahre sind die Kapitalströme in beiden Richtungen etwa um das Vierfache gestiegen. Die verbuchten Abflüsse haben jedoch regelmäßig die verbuchten Zuflüsse übertroffen, teilweise als Folge der Nettoabflüsse in Länder, die nicht in der Tabelle enthalten sind. Ein wichtiger Grund für die Diskrepanz ist jedoch die Verwendung unterschiedlicher Definitionen und Buchungsgrundsätze in den berichtenden Ländern. Zwei bedeutsame Fragen, in denen sich die Regelungen unterscheiden, sind die Behandlung der reinvestierten Gewinne und der Schwellenwert, über dem ein Beteiligungserwerb als Direktinvestition und nicht mehr als Portfolioinvestition behandelt wird. Trotzdem werden die groben Trends des Direktinvestitionsgeschehens sowohl aus den Zu- wie auch aus den Abflüssen ersichtlich.

Die grenzüberschreitenden Direktinvestitionsströme scheinen stark prozyklisch zu sein, so daß sie im Konjunkturverlauf überproportional schwanken. Daher kann ein Teil des starken Anstiegs seit Mitte der achtziger Jahre auf die wirtschaftliche Erholung von der Rezession, die die Auslandsdirektinvestitionen verringert hatte, zurückgeführt werden. Zweitens hat eine Welle grenzüberschreitender Fusionen und Unternehmensübernahmen den Zustrom ausländischer Direktinvestitionen ansteigen lassen. Drittens veranlaßten beträchtliche Veränderungen der realen Wechselkurse Mitte der achtziger Jahre zahlreiche Unternehmen zu Produktionsverlegungen in Regionen mit niedrigeren Lohnkosten. Die Angst vor Protektionismus hat zudem die Exportunternehmen dazu ermuntert, in den Exportmärkten Produktionsstätten zu



errichten. Ein vierter Einflußfaktor war der internationale Preisauftrieb bei Grundeigentum (in Kapitel IV besprochen), der den Wert von Direktinvestitionen in Grundbesitz erhöht hat. Hinzu kommt, daß der starke Anstieg der Immobilienpreise in einigen Ländern (vor allem Japan und Großbritannien) zu Kapitalflüssen in die Länder geführt haben könnte, in denen Immobilien als relativ „unterbewertet“ eingestuft wurden.

Die bedeutendste Veränderung bei den Direktinvestitionszuflüssen während des Jahres 1989 war die große Expansion der Investitionen in den Ländern der Europäischen Gemeinschaft: Die Summe der Zuflüsse in die Mitgliedsländer, die in der gegenüberstehenden Tabelle enthalten sind, belief sich 1989 auf \$ 63 Mrd., verglichen mit \$ 47 Mrd. im Vorjahr. Die Aussicht auf einen großen europäischen Binnenmarkt war wahrscheinlich der wichtigste Faktor für diese Entwicklung. Doch blieben die Zuflüsse auf die einzelnen EG-Länder ungleich verteilt. Ausländische Direktinvestitionen erreichten in Deutschland etwa \$ 6 Mrd., in Großbritannien hingegen \$ 26 Mrd. und in Spanien mehr als \$ 5 Mrd. Die Attraktivität Großbritanniens erklärt sich wahrscheinlich hauptsächlich durch ein relativ günstiges Klima für ausländische Investoren und eine liberale Haltung gegenüber Firmenübernahmen. Spaniens Kapitalzuflüsse können auf die relativ niedrigen Lohnkosten, hohe Steueranreize und einen großen Binnenmarkt zurückgeführt werden.

Mehr Direktinvestitionen in der EG

Im Gegensatz zu Europa haben sich die Direktinvestitionen in andere Industrieländer verringert (Kanada) oder sind im großen und ganzen unverändert geblieben (USA und Australien). In Japan, wo ausländische Direktinvestitionen typischerweise sehr gering sind, gab es netto eine Desinvestition. Auf die Vereinigten Staaten schließlich entfiel noch immer fast die Hälfte aller Zuflüsse in die Industriestaaten.

Die Summe der Kapitalexporte für Direktinvestitionen stieg auf \$ 175 Mrd. Mit dem Anstieg der Auslandsinvestitionen auf ungefähr \$ 44 Mrd. verdrängte Japan Großbritannien als größten Kapitalgeber. Rund die Hälfte der Direktinvestitionen ging in der letzten Zeit in die USA.

Japan größter Direktinvestor

Das starke Wirtschaftswachstum und die Aussicht auf ein im Vergleich zu den Vereinigten Staaten schnelleres Wachstum im Ausland führten 1989 zu einer Zunahme bei der Wiederanlage von Gewinnen der US-Tochtergesellschaften im Ausland. Zusätzlich stieg der Erwerb ausländischer Gesellschaften durch US-Investoren beträchtlich an.

Das Volumen der internationalen Wertpapiertransaktionen hat sich 1989 weiterhin stark ausgeweitet. Insgesamt erreichten Kapitalzu- bzw. -abflüsse für Portfolioinvestitionen ungefähr \$ 270 Mrd., verglichen mit weniger als \$ 20 Mrd. Ende der siebziger Jahre. Dieser Trend, der Mitte der achtziger Jahre ersichtlich wurde, geht in einem bedeutenden Ausmaß auf die Zunahme institutioneller Anlagen in ausländischen Wertpapieren zurück. Ein großer Teil der international angelegten Mittel kommt aus dem Nichtbankenbereich: Versicherungen, Pensionsfonds und Investmentfonds. Die Liberalisierung der Finanzmärkte und die mancherorts geschaffenen staatlichen Anreize zur individuellen Altersvorsorge haben zu einem starken Ansteigen der den institutionellen Investoren zur Verfügung stehenden Mittel geführt. Aber nicht alle Länder gestatten inländischen Institutionen, unbeschränkt in auslän-

Zunehmende Portfolioinvestitionen und die Rolle der Finanzinstitute ...

Kapitalbewegungen in dreizehn Industrieländern							
Position	1975–79	1980–84	1985–89	1986	1987	1988	1989
Milliarden US-Dollar (Jahresdurchschnitt)							
Portfolioinvestitionen							
Kapitalexporte <sup>1</sup>	17,6	46,9	177,5	180,3	122,8	194,6	269,2
USA	5,8	5,7	9,5	4,3	5,3	7,8	22,5
Japan	2,6	13,8	90,0	102,0	87,7	86,9	113,3
Deutschland (BR)	1,5	4,3	20,5	9,7	13,7	41,5	26,4
Großbritannien	0,8	10,9	26,3	34,0	–6,7	17,8	61,5
Übrige <sup>2</sup>	6,9	12,2	31,2	30,3	22,8	40,6	45,6
Kapitalimporte <sup>3</sup>	19,8	57,7	165,6	164,4	99,7	147,5	271,2
USA <sup>4</sup>	4,6	16,7	59,4	74,8	34,5	46,6	69,7
Japan	3,0	11,9	23,3	0,5	–6,1	20,3	85,1
Deutschland (BR) <sup>5</sup>	2,0	9,1	15,0	31,7	11,1	–2,3	22,2
Großbritannien	1,7	1,6	17,7	13,7	23,0	20,8	19,5
Übrige <sup>2</sup>	8,5	18,4	50,2	43,7	37,2	62,1	74,7
Direktinvestitionen							
Kapitalexporte <sup>1</sup>	34,0	39,5	117,3	83,6	124,2	151,3	174,5
USA <sup>6</sup>	15,9	9,6	21,8	17,7	28,0	17,7	32,6
Japan	2,1	4,3	23,7	14,5	19,5	34,2	44,1
Deutschland (BR)	3,0	3,6	9,8	10,0	9,1	11,3	13,5
Großbritannien	6,2	9,4	25,6	17,2	31,1	37,1	31,7
Übrige <sup>2</sup>	6,8	12,6	36,4	24,2	36,5	51,0	52,6
Kapitalimporte <sup>3</sup>	18,3	34,3	87,4	60,4	91,2	116,3	133,6
USA <sup>6</sup>	6,1	18,3	44,2	36,1	47,3	57,6	59,5
Japan	0,1	0,3	0,1	0,2	1,2	–0,5	–1,1
Deutschland (BR)	1,3	0,8	2,2	1,1	1,9	1,3	6,0
Großbritannien	4,2	5,3	13,7	7,2	14,1	16,0	26,2
Übrige <sup>2</sup>	6,6	9,6	27,2	15,9	26,7	41,9	43,0
Nachrichtlich: Direktinvestitionen in die Europäische Gemeinschaft <sup>7</sup>	10,5	13,2	37,8	17,0	34,1	47,3	63,2

<sup>1</sup> Anstieg der Forderungen Gebietsansässiger. <sup>2</sup> Übrige Zehnergruppe zuzüglich Spanien und Australien. <sup>3</sup> Anstieg der Forderungen Gebietsfremder. <sup>4</sup> Einschl. vom US-Schatzamt begebener Wertpapiere. <sup>5</sup> Einschl. Schuldscheinen öffentlicher Stellen. <sup>6</sup> Ohne wechselkursbedingte Bewertungsänderungen. <sup>7</sup> Belgien-Luxemburg, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Niederlande und Spanien.  
Quellen: Angaben der einzelnen Länder; IMF, Balance of Payments Statistics und World Economic Outlook.

dische Wertpapiere zu investieren, und solche Unterschiede staatlicher Regelungen haben das Verlaufsmuster der Kapitalströme beeinflusst.

... in Japan ...

Das große Interesse japanischer Finanzinstitutionen an ausländischen Wertpapieren ist ein wichtiger Grund für *Japans* Vorherrschaft bei den Portfolioinvestitionsströmen. Seit Mitte der achtziger Jahre hat die zunehmende Lockerung der Anlagebeschränkungen für japanische Institutionen einen beträchtlichen Aufbau von Auslandsforderungen ermöglicht. Obwohl bei den



japanischen Lebensversicherungsgesellschaften der Anteil der ausländischen Wertpapiere an deren gesamten Wertpapierbestand seit 1987 bei 30–35% liegt, was darauf hindeutet, daß die Phase der radikalen Diversifikation in ausländische Aktiva zu Ende gegangen ist, stützt die schnelle Ausweitung der Gesamtkтива dieser Institutionen (die im letzten Jahr um 20% wuchsen) eine starke Nachfrage nach ausländischen Wertpapieren. In den letzten fünf Jahren haben die japanischen Käufe ausländischer Wertpapiere jährlich im Durchschnitt \$ 90 Mrd. ausgemacht, ungefähr die Hälfte aller in der Tabelle auf Seite 91 erfaßten Kapitalabflüsse.

Hohe Abflüsse aus *Großbritannien* spiegeln ebenfalls eine starke institutionelle Nachfrage nach ausländischen Finanztiteln wider: Die Nettokäufe ausländischer Finanzaktiva durch Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften und Investmentfonds sind während der letzten Jahre stark gestiegen und beliefen sich 1989 auf ungefähr \$ 28 Mrd. Wie im Falle Japans expandieren die investierbaren Mittel dieser Institutionen kräftig.

Im Gegensatz dazu sind die Kapitalabflüsse aus *Deutschland* und den *Vereinigten Staaten* für Portfoliozwecke, bedenkt man die Größe dieser Volkswirtschaften, relativ gering geblieben, obwohl sie in den letzten Jahren beträchtlich gestiegen sind. In Deutschland haben die Ausgestaltung betrieblicher Pensionssysteme (bei denen die Mittel oft innerhalb des Unternehmens gehalten und nicht an den offenen Finanzmärkten plziert werden) und Beschränkungen für Auslandsinvestitionen der Versicherungsgesellschaften die Kapitalabflüsse für institutionelle Portfolioinvestitionen üblicherweise in Grenzen gehalten. Auch in den USA sind institutionelle Anlagen in ausländischen Finanztiteln gering geblieben.

Japan beherrscht nunmehr auch die aggregierten Kapitalzuflüsse für Portfolioinvestitionen. Ein etwas paradoxer Grund dafür ist die Beibehaltung einiger verbliebener Beschränkungen am heimischen Kapitalmarkt. Der steile Anstieg der Kapitalimporte nach Japan während der letzten zwei Jahre (und vor allem 1989) spiegelte stark vermehrte Anleihebegebungen durch japanische Unternehmen im Ausland wider. Das Nettoemissionsvolumen von Auslandsanleihen, das vor 1985 weniger als \$ 8 Mrd. jährlich betragen hatte, ist in den letzten Jahren rapide angestiegen und hat 1988 \$ 35 Mrd. und im letzten Jahr \$ 75 Mrd. erreicht. Ein beträchtlicher Teil der Auslandsbegebungen erfolgte in der Form eigenkapitalbezogener Fremdwährungsanleihen, die nicht in Tokio begeben werden konnten. Normalerweise wurden die damit verbundenen Optionsscheine auf Aktien von den Anleihen bald nach der Begebung abgetrennt; einige dieser Optionsscheine und „stripped bonds“ wurden dann getrennt an Japaner verkauft, was zu einem Kapitalexport führte (Käufe durch Inländer von Anteilsrechten und Anleihen aus dem Besitz von Ausländern). Weil der Wert des Bezugsrechts den Wert des „stripped bond“ (der gewöhnlich zu einem sehr niedrigen Satz verzinst wurde) bei weitem übertraf, glich dieser Kapitalabfluß einen Teil des anlässlich der Emission verzeichneten Kapitalzuflusses aus.

Zusammenfassend kann gesagt werden, daß als eine wichtige Folge der größeren internationalen Kapitalmobilität der achtziger Jahre Kapitalbewegungen (ohne offizielle Finanzierungsströme) häufig von fundamentalen

... und Groß-  
britannien ...

... im Gegensatz  
zu der in  
Deutschland  
und den USA

Hohe internatio-  
nale Kredit-  
aufnahme durch  
japanische  
Unternehmen

Leichte Finan-  
zierbarkeit von  
Leistungsbilanz-  
ungleich-  
gewichten

Faktoren bestimmt wurden, die es vermochten, über Jahre hinweg den Nettokapitalfluß in dieselbe Richtung zu lenken. Folglich waren Leistungsbilanzungleichgewichte beharrlicher als in früheren Jahrzehnten, als Defizite häufig starke Abflüsse kurzfristigen Kapitals auslösten und so den Zwang, die Ungleichgewichte zu vermindern, erhöhten. Die Leichtigkeit, mit der Defizite finanziert (und umgekehrt Überschüsse zurückgeschleust) werden können, war im letzten Jahr wieder deutlich sichtbar.

### Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite in den Industrieländern

Im Jahr 1989 haben nichtoffizielle Zuflüsse die Leistungsbilanzdefizite der *Vereinigten Staaten*, *Italiens* und *Spaniens* tatsächlich überfinanziert. Von den größten Defizitländern hat nur *Großbritannien* einen nennenswerten Reservenverlust zu tragen gehabt. In ähnlicher Weise haben nichtoffizielle Kapitalabflüsse die Überschüsse *Japans* und *Deutschlands* mehr als zur Gänze wieder zurückgeschleust, so daß die Währungsreserven in beiden Ländern beträchtlich zurückgingen (s. nachstehende Tabelle). Zeitweilig waren die Devisenmarktinterventionen besonders stark, da das Hauptüberschußland Japan einem außergewöhnlich starken und beständigen Abwertungsdruck auf seine Währung ausgesetzt war. Das im Laufe des Jahres verzeichnete Interventionsmuster ist in Kapitel VII ausführlich beschrieben.

Beispiellose  
Reservebildung  
in den USA

Die Nettowährungsreserveposition der *Vereinigten Staaten* hat sich 1989 nach drei rückläufigen Jahren um \$ 18 Mrd. verbessert. Ein neues Merkmal war das Ausmaß des Erwerbs von Fremdwährungsreserven durch die USA. Wegen der Reservewährungsrolle des Dollars sind die US-Devisenreserven im allgemeinen relativ gering gewesen und beliefen sich Ende 1988 auf \$ 17,4 Mrd. Dagegen stiegen diese Reserven 1989 um über \$ 25 Mrd. und übertrafen damit bei weitem den \$ 7,4 Mrd. betragenden Anstieg der in den Vereinigten Staaten gehaltenen ausländischen Reserven. Das Muster der nichtoffiziellen Kapitalströme (ohne Währungsbehörden) hat sich 1989 ebenfalls stark verändert. Die Nettoportfoliozuflüsse machten fast die Hälfte aller privaten Nettozuflüsse in die Vereinigten Staaten aus; zusätzlich dürfte der statistische Restposten der Zahlungsbilanz, der im letzten Jahr auf \$ 35 Mrd. stieg, nicht erfaßte Zuflüsse vom Euromarkt widerspiegeln. Nach der BIZ-Bankenstatistik (vgl. Kapitel V) belief sich der Nettokapitalfluß von den Auslandsbanken zu Nichtbanken in den USA 1989 auf \$ 50 Mrd. Im Gegensatz dazu verringerte sich der Nettokapitalimport in Form von Direktinvestitionen deutlich.

Abnahme der  
japanischen Wäh-  
rungsreserven ...

Die Nettowährungsreserven *Japans* gingen 1989 um ungefähr \$ 25 Mrd. zurück. Die Veränderung der Zusammensetzung der japanischen Kapitalausfuhr (ohne Währungsbehörden) war das Gegenteil jener in den USA: Die Nettodirektinvestitionsabflüsse gewannen und die Nettoportfolioinvestitionen verloren an Bedeutung. Doch deutet das Auftauchen eines großen statistischen Restpostens in der Zahlungsbilanz auf die Notwendigkeit hin, die Entwicklung mit Vorsicht zu interpretieren.

... und Ver-  
schlechterung  
der Netto-  
reserveposition  
Deutschlands

Der Rückgang der *deutschen* Nettowährungsreserveposition erfolgte durch eine Zunahme der Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden. Der tatsächliche Reservebestand erhöhte sich leicht nach einem starken Rückgang 1988. In auffälligem Unterschied zu Japan hat die



## Finanzierung bedeutender Leistungsbilanzungleichgewichte in Industrieländern

Position	1986	1987	1988	1989
	Milliarden US-Dollar			
<b>USA</b>				
Kapitalbilanz	110,1	103,3	88,9	121,7
davon: Direktinvestitionen <sup>1</sup>	18,4	19,3	39,9	26,9
Wertpapiere <sup>2</sup>	70,5	29,2	38,7	47,1
Bankkredite	19,8	46,9	14,3	10,8
Restposten	11,3	1,9	-10,6	34,9
Veränderung der Nettowährungsreserven <sup>3</sup>	33,8	56,9	36,6	-18,0
<b>Japan</b>				
Kapitalbilanz	- 72,1	-44,7	-64,1	-81,9
davon: Direktinvestitionen	- 14,3	-18,4	-34,7	-45,2
Wertpapiere	-101,4	-93,8	-66,6	-28,1
Bankkredite	58,5	71,8	44,5	8,6
Restposten	2,5	- 3,9	2,8	-22,0
Veränderung der Nettowährungsreserven <sup>3</sup>	- 13,7	-42,3	-15,5	24,7
<b>Deutschland (BR)</b>				
Kapitalbilanz	- 37,0	-22,6	-69,6	-65,5
davon: Direktinvestitionen	- 8,9	- 7,2	-10,0	- 7,5
Wertpapiere <sup>4</sup>	22,0	- 2,6	-43,8	- 4,2
Banken, kurzfristig	- 27,9	- 3,9	-10,3	-30,3
Private Nichtbanken, kurzfristig	- 25,1	- 5,5	-12,8	-23,5
Veränderung der Nettowährungsreserven <sup>3</sup>	- 3,1	-23,4	19,2	10,0
<b>Großbritannien</b>				
Kapitalbilanz	4,4	20,5	27,7	23,7
davon: Direktinvestitionen	- 10,0	-17,0	-21,1	- 5,5
Wertpapiere	- 20,3	29,7	3,0	-42,0
Bankkredite	15,0	- 1,1	22,8	21,6
Restposten	14,9	12,5	17,9	26,6
Veränderung der Nettowährungsreserven <sup>3</sup>	- 4,3	-13,1	- 1,0	10,4

Anmerkung: Die Kapitalbilanz schließt den Restposten mit ein, der in Deutschland für alle ausgewiesenen Jahre eine vernachlässigbare Größe ist.

<sup>1</sup> Ohne Bewertungsänderungen aufgrund von Wechselkursveränderungen. <sup>2</sup> Einschl. der vom US-Finanzministerium begebenen Wertpapiere. <sup>3</sup> Die Nettowährungsreserven bestehen aus dem Wert der Gold- und Devisenreserven abzüglich der Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden; ohne Bewertungsänderungen. Ein Minuszeichen bedeutet eine Zunahme der Reserven. <sup>4</sup> Einschl. der Schulscheine inländischer öffentlicher Stellen.

langfristige Kapitalausfuhr nur einen kleinen Teil des deutschen Leistungsbilanzüberschusses zurückgeschleust: Die Summe der Nettoinvestitionen im Ausland – sowohl Direktinvestitionen als auch Wertpapieranlagen – belief sich 1989 auf weniger als \$ 12 Mrd. Statt dessen war die kurzfristige Kapitalausfuhr durch das Bankensystem das wichtigste Finanzierungsinstrument.

Während in den drei größten Volkswirtschaften sowohl die Nettodirektinvestitionen als auch der Portfoliokapitalverkehr zur Finanzierung der Leistungsbilanzungleichgewichte beitrugen, sah sich Großbritannien mit einem großen Leistungsbilanzdefizit und beträchtlichen Abflüssen sowohl bei den Direktinvestitionen als auch den Wertpapieranlagen konfrontiert. Zwar dürf-

Abnahme  
der britischen  
Reserven ...

ten die Zahlungsbilanzdaten die Höhe der Nettokapitalausfuhr im Wertpapierbereich überzeichnen (weil der große statistische Restposten vermutlich in einem bedeutenden Ausmaß nicht verbuchte Käufe von britischen Wertpapieren durch Ausländer widerspiegelt), doch gibt es wenig Zweifel über die Richtung der Kapitalströme. Das Leistungsbilanzdefizit und die Portfolio- und Direktinvestitionen im Ausland wurden im wesentlichen durch beträchtliche Zuflüsse über die britischen Banken finanziert. Während der ersten drei Quartale des Jahres erreichten die in Pfund Sterling denominierten Kapitalzuflüsse über Banken einen Jahreswert von über \$ 20 Mrd., als zunehmend höhere kurzfristige Zinssätze große Mittelzuflüsse in Pfundeinlagen bewirkten. Diese Zuflüsse hörten jedoch im vierten Quartal, als das Vertrauen in das Pfund nachließ, weitgehend auf; dabei konnten hohe Zinssätze einen beträchtlichen Verlust von Währungsreserven nicht verhindern.

... bei gleichzeitiger Aufstockung der Reserven in anderen Defizitländern

Im Gegensatz zu Großbritannien erlebte eine Reihe anderer Länder mit steigenden Leistungsbilanzdefiziten einen beträchtlichen Anstieg der Reserven. Kapitalzuflüsse in Länder mit überdurchschnittlichen Inflationsraten und Zinssätzen führten zu Aufwertungsdruck auf die heimische Währung, dem die Behörden mit großangelegten Interventionen Widerstand leisteten. Die Devisenreserven stiegen sowohl in *Italien* als auch in *Spanien* deutlich an (um \$ 11 Mrd. bzw. \$ 5 Mrd.), da Leistungsbilanzdefizite von jeweils ungefähr \$ 11 Mrd. durch Käufe hochverzinslicher Staatspapiere durch Ausländer und – im Falle Spaniens – durch beträchtliche ausländische Direktinvestitionen überkompensiert wurden.

## Die Leistungsbilanzen der Entwicklungsländer

Steigende Handelsbilanzüberschüsse der Entwicklungsländer und gleichzeitig steigende Defizite bei den Kapitalerträgen

Das zusammengefaßte Leistungsbilanzdefizit aller Entwicklungsländer mit Ausnahme der asiatischen Schwellenländer fiel von \$ 50 Mrd. im Jahr 1988 auf \$ 42½ Mrd. 1989 (s. nachstehende Tabelle). Die Verbesserung in der Handelsbilanz war viel größer, da sich im abgelaufenen Jahr der Überschuß im Warenverkehr um \$ 13 Mrd. auf etwa \$ 23 Mrd. erhöhte, aber die Dienstleistungsbilanz (einschl. Übertragungen) geriet – vor allem infolge des Anwachsens der fälligen Zinszahlungen um \$ 8 Mrd. – tiefer ins Defizit. Diese sich auf geringfügig mehr als \$ 82 Mrd. belaufenden Zahlungsverpflichtungen bedeuteten einen Anstieg der effektiven Verzinsung der ausstehenden Schulden von etwas über 7% im Jahr 1988 auf 8% im Jahr 1989. Dieser Anstieg war weitgehend Ausdruck der durchschnittlichen Erhöhung der internationalen Zinssätze im vergangenen Jahr, dürfte aber auch mit dem letztjährigen Auslaufen von – im Rahmen der umfassenden Umschuldungsabkommen der letzten Jahre vereinbarten – zinsfreien Perioden in Verbindung stehen. Trotzdem blieben die getätigten Zinszahlungen im abgelaufenen Jahr hinter den fälligen Zinsen zurück, da es zu weiteren Zinsrückständen im geschätzten Ausmaß von ungefähr \$ 14 Mrd. oder 18% der fälligen Zinsen kam.

Strukturelle Unterschiede haben 1989 wiederum für die einzelnen Gruppen von Entwicklungsländern sehr unterschiedliche Leistungsbilanzentwicklungen gebracht. Die Länder, die vor allem von Ölexporten abhängig sind, haben eine sehr beträchtliche Verbesserung ihrer Leistungsbilanzsituation erfahren, die die



Internationale Leistungsbilanzsalden									
Ländergruppe	Leistungsbilanzsaldo			darunter					
				Handelsbilanz			Kapitalertragsbilanz		
	1987	1988	1989	1987	1988	1989	1987	1988	1989
Milliarden US-Dollar									
Industrieländer	-36,4	-45,9	-80,0	-28,1	-7,9	-36,3	7,8	-10,6	-14,7
Osteuropäische Länder <sup>1</sup>	5,0	3,4	-3,5	..	..	..	-6,4	-7,3	-8,2
Asiatische Schwellenländer	31,4	28,9	23,5	25,1	21,8	18,8	1,4	4,0	5,5
Entwicklungsländer <sup>2</sup>	-33,2	-49,8	-42,7	23,6	10,1	23,2	-32,1	-36,1	-41,7
Ölexporteur <sup>3</sup>	-3,7	-20,4	-4,5	48,1	30,9	50,0	1,7	1,5	-0,9
Übrige Entwicklungsländer	-29,5	-29,4	-38,2	-24,5	-20,8	-26,8	-33,8	-37,6	-40,8
Fertigwarenexporteur <sup>3</sup>	-9,5	-10,0	-14,0	-2,5	-0,6	-4,4	-14,1	-15,7	-16,6
Rohstoffexporteur <sup>3</sup>	-15,7	-14,0	-14,2	-1,9	0,9	2,3	-13,0	-14,4	-16,1
Sonstige	-4,3	-5,4	-10,0	-20,1	-21,1	-24,7	-6,7	-7,5	-8,1
Insgesamt <sup>4</sup>	-33,2	-63,4	-102,7	..	..	..	-29,3	-50,0	-59,1
Nachrichtlich:									
Hochverschuldete Länder	-9,1	-9,0	-10,7	27,1	31,3	34,0	-32,5	-35,4	-39,5

<sup>1</sup> Salden in konvertibler Währung von Bulgarien, der DDR, Polen, Rumänien, der Sowjetunion, der Tschechoslowakei und Ungarn. <sup>2</sup> Ohne asiatische Schwellenländer. <sup>3</sup> Länder, deren Exporte von Öl, Fertigwaren bzw. Rohstoffen 1985-87 mehr als 50% der Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen ausmachten. <sup>4</sup> Gleich der Diskrepanz in der Weltleistungsbilanz.

Quellen: IWF; OECD; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Verschlechterung des Jahres 1988 fast vollständig wettgemacht hat. Die Verbesserung bei dieser Gruppe hat sogar mehr als die für alle Entwicklungsländer insgesamt verzeichnete ausgemacht, da die Exporteure von Rohstoffen (ohne Öl) und von Fertigwaren 1989 eine Ausweitung ihres Leistungsbilanzdefizits, das sich im vorhergehenden Jahr stabilisiert hatte, um \$ 9 Mrd. hinnehmen mußten.

Günstige Bedingungen im Ausland ermöglichten den ölexportierenden Ländern, ihren Handelsbilanzüberschuß um fast \$ 20 Mrd. auf \$ 50 Mrd. zu erhöhen. Wie zuvor in dem Abschnitt über den Welthandel beschrieben, sind die in Dollar ausgedrückten Ölpreise um über 20% gestiegen, und auch die Nachfrage nach Öl nahm in den Industrie- und in einigen Entwicklungsländern weiter stark zu. So wurden die Exporterlöse sowohl von der Preis- wie auch der Mengenentwicklung in die Höhe getrieben (s. die nachstehende Tabelle). Nichtsdestoweniger stiegen, da die inländische Wirtschaftsentwicklung recht kräftig blieb, auch die Importmengen merklich an, vor allem gemessen an dem beträchtlichen Rückgang während eines Großteils der achtziger Jahre.

In den nichtölexportierenden Ländern wuchs das aggregierte Handelsbilanzdefizit 1989 um \$ 6 Mrd. auf fast \$ 27 Mrd. Dieses Ergebnis war in erster Linie auf eine geringfügige Terms-of-trade-Verschlechterung für die Gruppe als Ganzes zurückzuführen, wobei die Produzenten einer Reihe von Rohstoffen (vor allem Kaffee, Kakao, Nickel und Kupfer), deren Preise aufgrund eines Überangebots auf den Weltmärkten stark zurückgingen (manchmal infolge des Zusammenbrechens von Preisstützungsabkommen), besonders hohe Verluste erlitten. Gleichzeitig kompensierten die Mengenentwicklungen die Terms-of-trade-Verschlechterung nur zu einem Teil.

Ölexporteur  
steigern ihren  
Handelsbilanz-  
überschuß ...

... während  
andere Länder-  
gruppen eine  
Verschlech-  
terung erleben

Indikatoren des Außenhandels: ausgewählte Gruppen von Entwicklungsländern					
Ländergruppe	Jahr	BIP	Import- volumen	Export- volumen	Terms of trade
		Jährliche Veränderung in Prozent			
Entwicklungsländer insgesamt*	1982–85	3,6	– 3,7	–0,8	– 1,9
	1986–87	3,6	– 6,0	6,7	–10,8
	1988	4,1	8,5	11,0	– 7,1
	1989	2,8	6,1	7,4	3,2
Ölexporteure	1982–85	1,5	– 8,3	–6,1	– 3,5
	1986–87	0,7	–13,7	7,6	–23,3
	1988	1,8	6,5	12,8	–18,6
	1989	1,7	6,0	7,2	9,3
Übrige Entwicklungsländer	1982–85	4,6	0,2	3,6	– 0,6
	1986–87	5,2	0,6	5,9	– 0,3
	1988	5,3	8,5	9,5	2,7
	1989	3,1	6,1	7,5	– 2,0
darunter: Fertigwaren- exporteure	1982–85	6,4	5,9	6,1	– 0,6
	1986–87	6,5	– 0,7	3,3	4,3
	1988	5,9	12,3	12,5	2,5
	1989	3,5	8,1	9,3	– 1,3
Rohstoff- exporteure	1982–85	0,3	– 7,5	1,6	– 1,0
	1986–87	4,0	6,3	5,8	– 6,3
	1988	0,9	1,8	2,3	5,4
	1989	–0,3	1,3	5,1	– 1,4
<i>Nachrichtlich:</i>					
<i>Hochverschuldete Länder</i>	1982–85	0,9	–11,1	2,9	– 3,0
	1986–87	3,7	2,4	2,9	– 7,5
	1988	0,7	6,1	9,8	– 2,8
	1989	1,1	5,1	3,6	1,5
<i>Asiatische Schwellenländer</i>	1982–85	6,5	5,3	9,2	1,5
	1986–87	11,3	17,5	21,9	0,0
	1988	9,2	20,6	14,1	0,7
	1989	6,3	15,7	9,5	2,6
* Ohne die asiatischen Schwellenländer.					
Quellen: IMF, World Economic Outlook; Angaben der einzelnen Länder.					

Exportleistung  
der Nicht-  
ölexporteure  
rückläufig ...

Das Ausfuhrergebnis der nichtölexportierenden Länder – das 1987 und 1988 recht gut gewesen war – zeigte Schwächeerscheinungen. Erstmals seit 1986 war das Wachstum des Exportvolumens, das sich von 9½% im Jahr 1988 auf gerade 7½% im vergangenen Jahr ermäßigt hatte, geringer als das der Importnachfrage auf den Hauptabsatzmärkten in den Industriestaaten. Doch war das Ergebnis in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich. Argentinien, Brasilien, Chile und die Philippinen verzeichneten mit einem vernachlässigbaren Exportwachstum besonders schlechte Ergebnisse, während andere Länder, wie z.B. Thailand und Malaysia, das schnelle Exportwachstum beibehielten.



Darüber hinaus wuchs das Importvolumen viel schneller als das Bruttoinlandsprodukt, was eine weitere Zunahme des Verhältnisses von Importwachstum zum BSP-Wachstum implizierte. Diese Kennzahl, die während eines Großteils der achtziger Jahre sehr niedrig, wenn nicht überhaupt negativ gewesen war, erreichte mit 2 den höchsten Wert seit Jahren. Die Durchschnittszahlen verschleierten jedoch beträchtliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Als Folge eines schnellen Wirtschaftswachstums und der allmählichen Hinwendung zu einer mehr auf die Binnennachfrage ausgerichteten Wirtschaftspolitik in einigen Ländern erhöhte sich das Importvolumen in vielen nichtölexportierenden Ländern Asiens um über 10%. Noch höhere Zuwachsraten von über 15% verzeichneten eine Anzahl lateinamerikanischer Länder wie z.B. Brasilien, Chile und Mexiko. Im Gegensatz dazu gab es große Einbrüche bei der Importnachfrage in Argentinien, Peru und Venezuela, während das Importwachstum afrikanischer Rohstoffproduzenten flau blieb, da die Wirtschaftslage weiterhin gedrückt war.

Der zusammengefaßte Handelsbilanzüberschuß der Gruppe der hochverschuldeten Länder erhöhte sich im abgelaufenen Jahr um fast \$ 3 Mrd. Diese Verbesserung wurde jedoch angesichts einer Auslandsverschuldung, die mehr als zweieinhalbmal so hoch ist wie deren Exporte von Waren und Dienstleistungen, von der Auswirkung steigender Zinssätze auf die Auslandsverbindlichkeiten überschattet. Folglich stieg das Leistungsbilanzdefizit dieser Ländergruppe von ungefähr \$ 9 Mrd. in den Jahren 1987 und 1988 auf fast \$ 11 Mrd.

Trotz der leichten Verbesserung im zusammengefaßten Handelsüberschuß der hochverschuldeten Länder im Jahr 1989 zeigte die zugrundeliegende mengenmäßige Entwicklung des Außenhandels Anzeichen verstärkter Anspannung. So war der Zuwachs des Handelsbilanzüberschusses im Jahre 1989 gänzlich durch geringfügige Terms-of-trade-Gewinne bedingt, während sich die Entwicklung der realen Handelsströme negativ auf die Handelsbilanz auswirkte.

Die Exporte aus den hochverschuldeten Ländern hielten weder mit dem Wachstum des Welthandels mit, noch erreichten sie das der Exporte aller Entwicklungsländer. Das war bereits 1988 der Fall, doch hat sich die Lage im letzten Jahr beträchtlich verschlechtert, als das Wachstum des Exportvolumens auf 3½% und damit auf die Hälfte des Durchschnitts der Entwicklungsländer fiel. Das Wachstum des Importvolumens hat sich 1989 mit 5% ebenfalls verlangsamt, war aber nach wie vor vier- bis fünfmal stärker als das flauere Wirtschaftswachstum in diesen Ländern. Das starke Importwachstum in einigen der hochverschuldeten Länder war oftmals die direkte Folge einer lockereren Fiskal- und Geldpolitik. Das war z.B. in Brasilien der Fall, wo die Importnachfrage zusätzlich noch durch eine Liberalisierung der Einfuhrregeln belebt wurde. Auch in Mexiko schnellten die Importe nach oben, vor allem weil Strukturreformen die Anlageinvestitionen anheizten, die aus inländischen und ausländischen Quellen finanziert wurden. Vor kurzem implementierte Maßnahmen zur Handelsliberalisierung spielten ebenfalls eine Rolle. Am anderen Ende des Spektrums gab es eine Reihe von hochverschuldeten Ländern, die 1989 das Volumen ihrer Importe um über 15% kürzten,

... dabei besonders schlechtes Abschneiden der hochverschuldeten Länder ...



entweder wegen schwerer wirtschaftlicher Störungen (Argentinien und Peru) oder weil ein rigoroses Anpassungsprogramm die Importe drosselte (Venezuela).

... hauptsächlich  
wegen realer  
Wechselkurs-  
aufwertung ...

Für die deutlich unterschiedliche Außenhandelsentwicklung zwischen den hochverschuldeten Ländern einerseits und einigen dynamischeren Volkswirtschaften unter den Entwicklungsländern andererseits können zwei Bestimmungsgründe angeführt werden. Erstens haben viele der hochverschuldeten Länder seit Ende 1987 eine recht starke Verschlechterung ihrer Wettbewerbsfähigkeit zugelassen. In Lateinamerika, wo sich die Mehrzahl der hochverschuldeten Länder befindet, stiegen die realen effektiven Wechselkurse (auf der Basis relativer Verbraucherpreise berechnet) in den zwei Jahren bis Ende 1989 um ungefähr 20%, nachdem sie zwischen 1981 und 1987 um über ein Drittel gefallen waren. Der Verlust der Wettbewerbsfähigkeit während der letzten Jahre war weitgehend durch die unzureichende Anpassung der Wechselkurse an die sich beschleunigende Inflation bedingt. Im Gegensatz dazu verschlechterte sich die Wettbewerbsfähigkeit in Asien, wo die dynamischsten Entwicklungsländer zu finden sind, während der letzten zwei Jahre nicht (außer in den asiatischen Schwellenländern).

... und einer  
laxen Geld- und  
Fiskalpolitik

Der zweite Grund für die unzureichende externe Anpassung in großen hochverschuldeten Ländern, vor allem in Brasilien, Argentinien und Peru, war deren seit Anfang der achtziger Jahre anhaltendes Unvermögen, fiskal- oder geldpolitische Disziplin zu fördern; dadurch wurden die Anreize zum Sparen und Investieren geschwächt. Wie in Kapitel II näher ausgeführt, setzte das Ziel, trotz der externen Finanzierungsbeschränkungen der achtziger Jahre das Wirtschaftswachstum zu erhalten, Maßnahmen zur Steigerung der inländischen Ersparnisse voraus, um damit die Investitionen zu finanzieren. In vielen hochverschuldeten Ländern, vor allem dort, wo es nicht gelang, das Defizit des öffentlichen Sektors in den Griff zu bekommen, nahmen frühere Anpassungsversuche in Richtung eines besseren internen und externen Gleichgewichts die Form einer Verringerung der Anlageinvestitionen bei gleichzeitiger starker Kürzung der Importe an. Im Durchschnitt ging der Anteil der Investitionen am Bruttoinlandsprodukt in der Gruppe der hochverschuldeten Länder von 22½% im Jahre 1981 auf unter 17% Mitte der achtziger Jahre zurück und hat sich seither nur teilweise erholt. Gleichzeitig wurde das Volumen ihrer Importe zwischen 1981 und 1985 im Durchschnitt jährlich um 11% zurückgeführt. Das niedrige Investitionsniveau Anfang der achtziger Jahre beschneidet nunmehr die Produktions- und Exportmöglichkeiten der Länder, in denen diese Tendenzen am ausgeprägtesten waren. Während es ihnen in der ersten Hälfte der achtziger Jahre noch gelang, ihre Exportvolumina beträchtlich zu erhöhen, erreichten sie danach nur ein niedriges Wachstum des Exportvolumens, obwohl der Welthandel sich sehr stark erholte und in den meisten anderen Entwicklungsländern eine gleichermaßen starke Reaktion der Ausfuhr hervorrief.

Gewisse  
Anzeichen für  
Reformen

Es gibt jedoch erfreuliche Anzeichen dafür, daß eine zunehmende Zahl hochverschuldeter Staaten eine mehr wachstumsorientierte Wirtschaftspolitik einschlägt, die sowohl auf Deregulierung als auch auf Umstrukturierung und Reorganisation des öffentlichen Sektors aufbaut. Seit mehreren Jahren haben



Chile und Mexiko ihre Wirtschaftspolitik auf Strukturreformen hin ausgerichtet, während in letzter Zeit Venezuela und Nigeria ihre diesbezüglichen Anstrengungen verstärkt haben. Die Fähigkeit der Schuldnerländer, ein für neuerliches Wachstum bedeutend günstigeres wirtschaftspolitisches Umfeld zu schaffen und zu erhalten, dürfte eine wichtige Voraussetzung dafür sein, ob und wann die internationalen Kreditmärkte wieder für sie zugänglich werden.

## Außenfinanzierung der Entwicklungsländer

Die Finanzierungsprobleme des außenwirtschaftlichen Defizits der verschuldeten Entwicklungsländer (d.h. ohne die Schwellenländer Asiens und die wichtigsten ölexportierenden Länder des Nahen Ostens) waren 1989 erneut erkennbar. Während die Rückstände bei den Zinszahlungen weiter zunahmen, verringerte sich die Neugeldvergabe der Banken, und der Rückgriff auf öffentliche Kreditmittel stieg an. Positivere Entwicklungen stellten im letzten Jahr sowohl die Verringerung der Nettorückzahlungen von IWF-Krediten als auch die in einer Reihe von Ländern verzeichnete Akkumulation von Währungsreserven dar.

Die Ausleihungen öffentlicher Kreditgeber nahmen auf \$ 30 Mrd. zu und deckten damit fast 60% des auswärtigen Finanzierungsbedarfs ab, verglichen mit ungefähr 50% in den Jahren 1987 und 1988. Der Nettozuwachs an Zinsrückständen (in den Zahlungsbilanzstatistiken als Mittelaufnahmen im Ausland ausgewiesen) der verschuldeten Entwicklungsländer belief sich im letzten Jahr auf geschätzte \$ 14 Mrd., wovon rund 90% auf die Gruppe der hochverschuldeten Länder entfielen. In Anbetracht der sich in dieser Höhe fortsetzenden Zahlungsrückstände und der Zweifel über die Angemessenheit des wirtschaftspolitischen Kurses in einer Reihe von Ländern waren die Geschäftsbanken bei der Vergabe neuer Kredite an verschuldete Entwicklungsländer weiterhin zurückhaltend (s. auch die Erörterung der internationalen Verschuldungssituation in Kapitel V). Mit nunmehr angemesseneren Rückstellungen für notleidende Forderungen hatten die Banken kaum einen Anreiz, Kredite nur zur Bezahlung der Zinsen für bestehende Kredite zu geben, was ein wichtiges Merkmal der früheren Phasen der Schuldenkrise gewesen war. Darüber hinaus dürfte der lange Weg zu einer Übereinkunft über eine öffentlich geförderte Verringerung der Schuldenlast der Entwicklungsländer neue Kreditzusagen verzögert haben, während die in diesen Plänen enthaltene offizielle Ermutigung zu Schuldennachlässen den Widerstand der Geschäftsbanken gegenüber Neukrediten vergrößert haben dürfte. Schließlich ist die Vergabe von Handelskrediten der Banken zunehmend von öffentlichen Garantien abhängig geworden: Laut BIZ/OECD-Daten sind im ersten Halbjahr 1989 die öffentlich geförderten Handelskredite (entweder von öffentlichen Stellen oder vom Privatsektor mit öffentlichen Garantien) um über \$ 7 Mrd. gestiegen, nachdem sie 1988 zurückgegangen waren.

Der Dollarwert der Forderungen der Geschäftsbanken gegenüber Entwicklungsländern ist unter Berücksichtigung von Wechselkursbedingten Bewertungsänderungen während des Jahres stark zurückgegangen. Die Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken, die schon 1988 um \$ 4 Mrd.

Außenfinanzierung weiterhin schwierig ...

... höhere Abhängigkeit von öffentlichen Kreditgebern ...

... wegen Zurückhaltung der Geschäftsbanken bei Neukreditgewährung ...

## Entwicklungsländer: Außenfinanzierung der Leistungsbilanzdefizite (Schätzung)<sup>1</sup>

Position	Verschuldete Entwicklungsländer <sup>2</sup>			Darunter: Hoch- verschuldete Länder		
	1987	1988	1989	1987	1988	1989
	Milliarden US-Dollar					
Leistungsbilanzsaldo	-33	-47	-49	-9	-9	-11
Änderung der Auslandsaktiva (- = Zunahme)	-21	-9	-6	-10	-4	-3
Offizielle Reserven	-15	5	-9	-3	6	-4
Sonstige Aktiva	-6	-14	3	-7	-10	7
Außenfinanzierung <sup>3</sup>	54	56	55	19	13	14
Kredite öffentlicher Gläubiger	24	22	30	13	10	11
Kredite privater Gläubiger	17	19	13	-1	-5	-2
darunter: Zunahme der Zinsrückstände <sup>4</sup>	9	6	14	7	2	13
IWF-Kredite	-3	-3	-1	-1	-1	-1
Sonstige Zuflüsse	16	18	14	7	10	6
darunter: Direktinvestitionen <sup>5</sup>	12	17	16	5	9	7
Nachrichtlich: Änderung der Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken <sup>6</sup>	-1	-4	-21	-7	-15	-23

Anmerkung: Die Zahlen dieser Tabelle sind geschätzt und stellen nur ungefähre Größenordnungen dar.

<sup>1</sup> Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. <sup>2</sup> Ohne asiatische Schwellenländer und größere ölexportierende Länder des Nahen Ostens mit einer Gläubigerposition. <sup>3</sup> Entspricht der Summe des Leistungsbilanzsaldos und der Veränderung bei den Auslandsaktiva mit umgekehrtem Vorzeichen. <sup>4</sup> Die Zinsrückstände sind als Differenz zwischen den geschätzten Zinsverbindlichkeiten und den tatsächlich geleisteten Zinszahlungen berechnet. <sup>5</sup> Als Restposten berechnet, indem aus den nicht schuldenwirksamen Nettozuflüssen die mit SZR-Zuteilungen, der Monetisierung von Gold und geschätzten Wertveränderungen verbundenen Änderungen herausgerechnet wurden. <sup>6</sup> Ausgenommen Bankkredite an Off-shore-Zentren.

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

gesunken waren, wurden 1989 um weitere \$ 21 Mrd. verringert. Dieser Rückgang spiegelt teilweise den verringerten Bilanzwert der Forderungen wider. Überdies wurden einige Forderungen der Banken (auf dem Sekundärmarkt für Schulden der Entwicklungsländer) an den Nichtbankensektor verkauft.

Die Zuflüsse aus Direktinvestitionen in die Entwicklungsländer verlangsamten sich 1989 etwas und blieben weit unter dem Niveau der siebziger Jahre. Obwohl die verstärkte Umwandlung von Schulden in Eigenkapital tendenziell zu einer Erhöhung der Direktinvestitionen in Ländern wie Chile und Mexiko beigetragen hat, bleiben die Möglichkeiten einer weitergehenden Abdeckung des Finanzierungsbedarfs der Entwicklungsländer durch ausländische Investitionen derzeit begrenzt. Die Zunahme ausländischer Direktinvestitionen hängt entscheidend von der Schaffung eines günstigen Investitionsklimas in den Empfängerländern ab – eine Bedingung, die in einigen Hauptschuldnerländern nicht erfüllt ist. So wird mit zunehmendem, weltweitem Wettbewerb um die knappen Finanzmittel der Erfolg der einzelnen

... und abnehmender ausländischer Direktinvestitionen



Länder bei der Umsetzung entsprechender Anpassungsmaßnahmen die Richtung und die Größe nicht nur der Direktinvestitionen, sondern auch ganz allgemein aller privaten Finanzströme bestimmen. In diesem Zusammenhang ist wichtig festzuhalten, daß das Tempo der Kreditvergabe der an die BIZ berichtenden Banken an Entwicklungsländer, wie z.B. Indonesien und Thailand, die auf ein exportorientiertes Wachstum und hohe Spar- und Investitionsniveaus fördernde Wirtschaftspolitik gesetzt haben, während der letzten drei Jahre beträchtlich zugenommen hat, während die Bankforderungen gegenüber den hochverschuldeten Ländern – vor allem in Folge der Wertberichtigung von Schulden – stark abgenommen haben.

Schließlich war eine Reihe von Ländern in der Lage, ihre Reserven aufzufüllen, die 1988 auf sehr niedrige Niveaus gefallen waren. Dies traf vor allem auf die verschuldeten Ölexporteure zu: Deren Reserven stiegen im letzten Jahr um \$ 3½ Mrd. an, nachdem sie 1988 um \$ 12 Mrd. gefallen waren. In dieser Ländergruppe wurde der Reservenaufrüst durch die Rückführung von Auslandsforderungen des privaten Sektors stark erleichtert. Zum ersten Mal während der achtziger Jahre führten in dieser Ländergruppe die Transaktionen der Inländer zu einem Nettoverkauf von Auslandsforderungen (in Höhe von ungefähr \$ 4 Mrd.). Im Falle Mexikos half der Verkauf von Goldreserven gegen Devisen ebenfalls mit, das ausgewiesene Niveau der Währungsreserven zu stabilisieren.

## IV. Inländische Finanzmärkte

### Schwerpunkte

Nach einer langen Periode verhältnismäßiger Ruhe im Anschluß an die durch den Börsenkrach vom Oktober 1987 verursachten Turbulenzen waren an den Finanzmärkten seit Herbst 1989 wieder einige Anzeichen erneuter Anspannung erkennbar. Der kontinuierliche Wiederanstieg der Aktienkurse gegenüber den nach dem Börsenkrach erreichten Tiefständen wurde zunächst von einem weltweiten „Mini-Crash“ im Oktober kurz unterbrochen und kehrte sich später teilweise um, als die langfristigen Zinsen Anfang des Jahres 1990 zu steigen begannen. Der japanische Aktienmarkt, dessen bemerkenswerter Aufschwung von vorangegangenen weltweiten Baissetendenzen kaum berührt worden war, erlebte einen starken Rückschlag. Während die Anleiherenditen 1989 die meiste Zeit über in den USA tendenziell sanken und in Europa und Japan einem leicht ansteigenden Trend folgten, erhöhten sie sich danach überall deutlich, insbesondere im ersten Quartal 1990. Der gegensätzliche Verlauf der Anleiherenditen im Jahr 1989 hatte in erster Linie mit der relativen Schwäche der US-Wirtschaft und der darauf folgenden Lockerung der Geldpolitik zu tun. Der weltweite Anstieg im Jahr 1990 scheint eine Reaktion auf die Unwägbarkeiten der geplanten Währungsunion zwischen den beiden deutschen Staaten, die Verschärfung der Geldpolitik in Deutschland und in Japan und die hartnäckig fortbestehenden Inflationserwartungen in vielen Ländern zu sein.

Die Hausse an den Aktien- und Anleihemärkten, die den größten Teil der achtziger Jahre charakterisierte, war insbesondere in der zweiten Hälfte des Jahrzehnts vielerorts von steigenden Sachvermögenswerten begleitet. Eine Reihe von Faktoren dürfte diesem Preisanstieg bei Sachvermögen zugrunde liegen: rasch wachsende Einkommen und Vermögen, die Lockerung von Kreditbeschränkungen, die starke Expansion der Finanzwirtschaft sowie mancherorts rückläufige inflationsbereinigte Zinsen und eine Lockerung der Geldpolitik. Wo der gleichzeitige Anstieg von Immobilienpreisen und Aktienkursen besonders kräftig war und die Vermögenswerte noch nie zuvor erreichte Höhen erklommen, wie in Japan, wurden Fragen laut in bezug auf „die Inflation von Vermögenswerten“, insbesondere was deren mögliche Auswirkungen auf die Preissteigerungen bei Waren und Dienstleistungen anbelangt. In mehreren Ländern, wo eine zunehmende Verschuldung des privaten Sektors und namentlich der privaten Haushalte mit diesen hohen Wertsteigerungen einherging, macht man sich Gedanken über die Anfälligkeit der Kreditnehmer gegenüber höheren Zinssätzen oder einem wirtschaftlichen Abschwung. In neuerer Zeit hat sich angesichts der in einigen Marktsegmenten nachgebenden Preise in zumindest zwei Ländern, den USA und



Großbritannien die Aufmerksamkeit vermehrt den Auswirkungen sinkender Sachvermögenswerte auf die Bonität der Kreditgeber zugewandt.

Die größere Verfügbarkeit von Krediten hat nicht nur zu den starken Preissteigerungen bei Immobilien beigetragen, sondern war auch eine treibende Kraft hinter der Welle von mit hoher Fremdfinanzierung durchgeführten Transaktionen („highly leveraged transactions“ – HLT), die in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre hereinbrach und die für Kapitalgesellschaften gezahlten Preise scharf in die Höhe trieb. Die HLT-Welle war als Teil des allgemeinen Aufschwungs bei Fusionen und Unternehmensübernahmen auf die USA konzentriert, getragen von der Entwicklung des Marktes für hochverzinsliche Risikoanleihen (Junk bonds). Im Berichtszeitraum trugen zunehmende Schwierigkeiten der umstrukturierten Gesellschaften, ihre Schulden zu bedienen, und der damit zusammenhängende Einbruch am Junk-bond-Markt zu nachgebenden Kursen am Aktienmarkt bei und erhöhten die Sorge über die finanzielle Anfälligkeit der Unternehmen wie der Kreditgeber. Im letztjährigen Jahresbericht wurden die Besonderheiten und möglichen Folgen der HLT-Welle mit Blick auf die Wirtschaftsunternehmen erörtert; der diesjährige Bericht betrachtet das Geschehen aus der Sicht der Banken, deren Engagement zunehmend die Aufmerksamkeit der Aufsichtsbehörden auf sich zieht.

Die Bemühungen um den Ausbau der Rechtsvorschriften und der Aufsicht über Finanzgeschäfte wurden fortgesetzt und gleichzeitig wurde ein größerer Wettbewerb gefördert. In den Vereinigten Staaten wurde durch ein neues Gesetz die Grundlage für eine Neuordnung des Sparbankenwesens geschaffen. In der Europäischen Gemeinschaft nimmt der Binnenmarkt durch die Verabschiedung der Zweiten Bankrechts-Koordinierungsrichtlinie und weiterer damit zusammenhängender Bestimmungen schärfere Konturen an. In einer Reihe internationaler Gremien, darunter die International Organisation of Securities Commissions und der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, wurden die Arbeiten zur Koordinierung der Eigenkapitalstandards für Wertpapiergeschäfte intensiviert. Diese Arbeit hat deutlich gemacht, wie schwierig es ist, die sehr unterschiedlichen Aufsichtskonzepte insbesondere zwischen Banken- und Nichtbankenaufsichtsbehörden aufeinander abzustimmen und das Aufsichtsschema national und international an die sich entwickelnden Finanzkonglomerate anzupassen.

## Preise für Finanzaktiva

### Zinssätze

Die Zinsentwicklung war 1989 in den großen Volkswirtschaften sehr unterschiedlich (s. die gegenüberstehende Grafik). Während die kurz- und langfristigen Sätze in Europa und Japan im Jahresverlauf, wenn auch mit einigen Unterbrechungen, stiegen, gingen sie in den USA zurück. Die Geldpolitik wurde in Europa und später auch in Japan als Reaktion auf erste Anzeichen von Anspannungen am Arbeitsmarkt und bei den Sachkapazitäten sowie einen beginnenden inflationären Auftrieb verschärft. Für Europa bedeutete dies die Fortsetzung einer im Frühjahr bzw. Herbst 1988 eingeleiteten Politik; für Japan war es ein erheblicher Kurswechsel. Die langfristigen Sätze tendierten

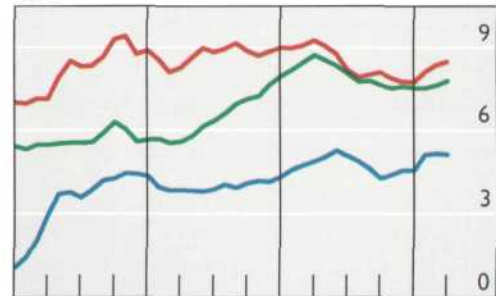
Unterschiedliche  
Zinsentwick-  
lungen 1989:

## Nominalzinsen und Inflation\*

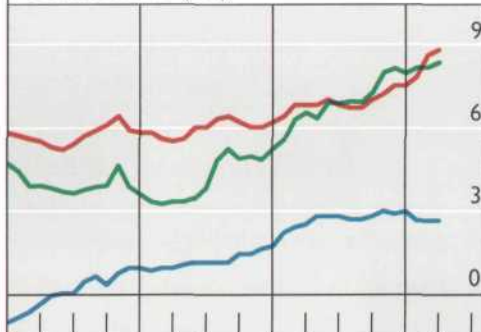
Monatswerte in Prozent

— Langfristige Zinsen  
— Kurzfristige Zinsen  
— Anstieg der Verbraucherpreise

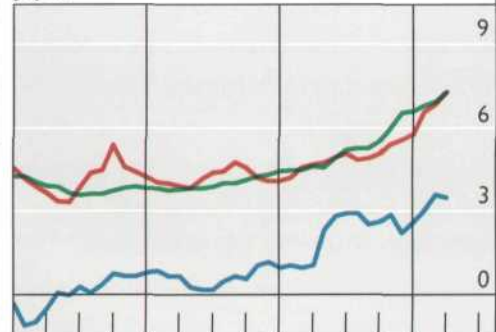
USA



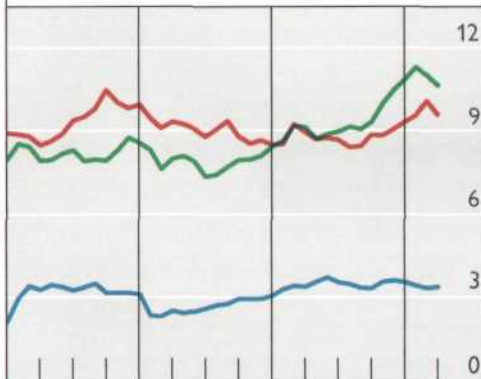
Deutschland (BR)



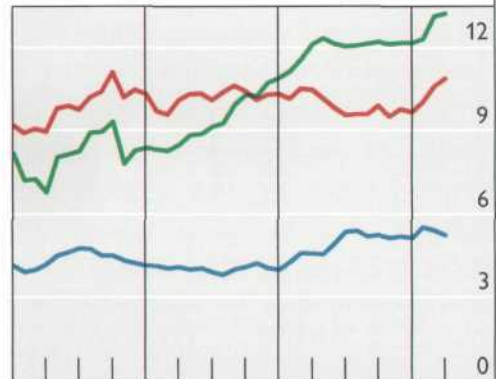
Japan



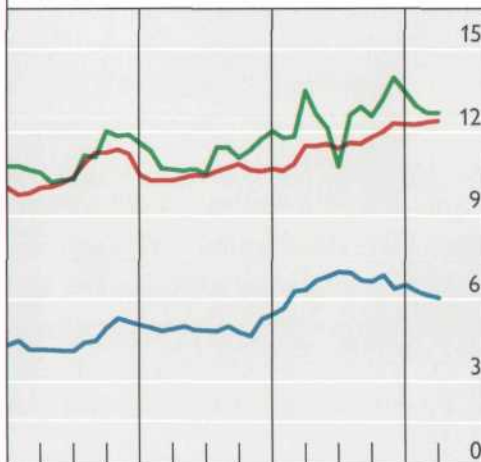
Frankreich



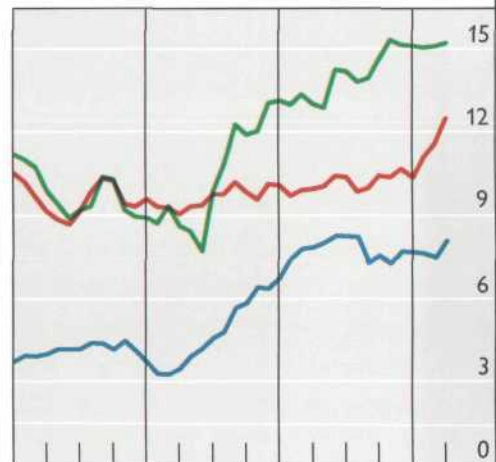
Kanada



Italien



Großbritannien



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



teilweise in Anlehnung an die Zinsveränderungen am kurzen Ende und in Erwartung zunehmender Inflation und eines kräftigen Wirtschaftswachstums nach oben, allerdings in geringerem Ausmaß als die kurzfristigen Zinsen. Dagegen führten erste Anzeichen einer Abschwächung des realwirtschaftlichen Wachstums im Frühjahr in den USA zu einer behutsamen Lockerung der Geldpolitik und einem Rückgang der langfristigen Zinssätze. Als Ergebnis dieser Bewegungen waren die Zinsdifferenzen zwischen den großen Volkswirtschaften bis zum Jahresende verglichen mit zwölf Monaten zuvor erheblich kleiner geworden, und die Renditenkurven hatten sich abgeflacht oder waren noch stärker invers geworden.

In Deutschland waren bereits Mitte 1988 angesichts des starken Geldmengenwachstums und der äußerst kräftigen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage Inflationsrisiken ausgemacht worden. Der „antizipatorische Ansatz“ der Geldpolitik in dem Sinne, daß die Zentralbank die Geldmarktbedingungen in Erwartung zukünftiger Preissteigerungstendenzen verschärfte, wurde 1989 fortgesetzt. Die langfristigen Zinsen stiegen im Jahresverlauf als Reflex auf höhere kurzfristige Sätze und Inflationserwartungen um annähernd 80 Basispunkte. Tatsächlich verstärkte sich 1989 der Verbraucherpreisanstieg, und zwar um 1,2 Prozentpunkte auf 3,0% bis zum Jahresende. Ein Teil dieses Anstiegs war eindeutig vorübergehender Natur, induziert durch die Anhebung indirekter Steuern. Die Anleiherenditen schienen jedoch auch auf längerfristige Inflationsängste zu reagieren, worauf die Schwäche der D-Mark gegenüber dem Dollar während der ersten drei Quartale des Jahres trotz rückläufiger Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten hindeutet.

Zinsanstieg  
in Deutschland ...

Auf den anderen kontinentaleuropäischen Finanzmärkten, namentlich der Länder, die dem EWS-Wechselkursmechanismus angehören, erhöhten sich die Zinsen im Einklang mit jenen in Deutschland. Angesichts des Anstiegs des Tagesgeldsatzes in Deutschland um annähernd 275 Basispunkte im Verlauf des Jahres 1989 gab es Steigerungen ähnlicher Größenordnung in Belgien und den Niederlanden und in geringerem Ausmaß in Frankreich. Die langfristigen Renditen tendierten ebenfalls nach oben.

... in Kontinental-  
europa ...

Die Differenzen der langfristigen Zinsen zwischen den Ländern werden häufig in gewissem Umfang als Ausdruck unterschiedlicher Inflationsaussichten gewertet. Dessen ungeachtet liegen beispielsweise die langfristigen Sätze in Frankreich trotz einer erheblichen Verbesserung in der Preisentwicklung in den letzten Jahren nach wie vor über den entsprechenden Sätzen deutscher Wertpapiere. Die Differenz zwischen der französischen und der deutschen Inflationsrate hat sich von rund 1½ Prozentpunkten im Herbst 1988 bis Ende 1989 auf rund ½ Prozentpunkt verringert. Der Unterschied zwischen den langfristigen Zinssätzen ging in diesem Zeitraum zwar zurück, belief sich jedoch am Ende der Periode noch immer auf etwa 1½ Prozentpunkte, war also erheblich größer als das Inflationsgefälle. Dieses Beispiel ist bezeichnend für das, was man das gute Gedächtnis der Finanzmärkte genannt hat und was in diesem Fall wohl als Risikoprämie aufgrund früherer Wechselkurserfahrungen zu verstehen ist. Es zeigt, welche Bedeutung der „Glaubwürdigkeit“ der Zentralbankpolitik bei der Zinsbestimmung zukommt.

In Großbritannien stiegen die kurzfristigen Zinsen bei sich im Jahresver-

... in Groß-  
britannien ...

lauf 1988 und 1989 verschlechternder Inflations- und Handelsbilanzentwicklung im Einklang mit der Straffung der Geldpolitik, wobei sich die Prime rate der Londoner Clearingbanken von 8½% im Mai 1988 auf 16% Ende 1989 nahezu verdoppelte. Im selben Zeitraum erhöhten sich auch die langfristigen Zinsen, aber nur um rund 1 Prozentpunkt auf annähernd 10½%. Diese schwache Reaktion überrascht etwas im Lichte von Anzeichen einer Verschlechterung der Inflationsaussichten, die durch eine niedriger bewertete Währung, übersteigerte Lohnforderungen, Verbrauchsteuererhöhungen und einen Anstieg der Inflationsrate von rund 4% auf über 5% (ohne Hypothekarzinssteigerungen) gekennzeichnet ist.

... und in Japan ...

In Japan tendierten 1989 sowohl die kurz- als auch die langfristigen Zinsen deutlich nach oben. Dies stand im Gegensatz zu dem Geschehen von 1988, als die kurzfristigen Zinsen wenig verändert waren. Drei Diskontsatz-erhöhungen signalisierten eine erhebliche Besorgnis über die sich abschwächende Währung, mögliche binnenwirtschaftliche Inflationsrisiken und das beispiellos hohe Niveau der Preise einiger Sach- und Finanzvermögenswerte wie insbesondere Immobilien. Zwar blieb die Inflationsrate bis zum Jahresende 1989 vergleichsweise niedrig, doch gab es eindeutige Hinweise auf latent vorhandene Preisauftriebsfaktoren, darunter einen Mangel an Arbeitskräften, steigende Lohnkosten und höhere Einfuhrpreise. Darüber hinaus wurde durch die vorherige starke Ausweitung der japanischen Geldmengenaggregate – selbst unter Berücksichtigung der Auswirkungen der Finanzmarktliberalisierung – die Frage eines möglichen Liquiditätsüberhangs aufgeworfen. Die langfristigen Zinsen stiegen im Jahresverlauf von über 4% auf rund 6%, mehr oder weniger den Anstieg der kurzfristigen Sätze widerspiegelnd, und erreichten damit ein Niveau, das letztmals 1985 erreicht worden war.

... aber  
Zinsrückgang  
in den USA

Im Gegensatz zu dem Zinsanstieg in Europa und Japan gingen die kurz- und langfristigen Zinssätze in den USA während des größten Teils des Jahres 1989 zurück. In diesen Rückgängen schlug sich die behutsame Lockerung der Geldpolitik der amerikanischen Notenbank nieder, die im Frühjahr angesichts erster Anzeichen einer sich verlangsamenden Wirtschaftstätigkeit eingeleitet wurde. Wie sich nachträglich herausstellte, lag das reale Wirtschaftswachstum trotz spürbarer Beschäftigungsrückgänge im verarbeitenden Gewerbe nur im vierten Quartal deutlich unter dem Potentialwachstum. Immerhin verharrten die Investitionsausgaben der Unternehmen und der Wohnungsbau auf einem niedrigen Niveau. Bis zum Jahresende waren die langfristigen Zinsen um über 1 Prozentpunkt unter die Marke von 8% gefallen und übertrafen damit etwas den Rückgang der kurzfristigen Sätze.

Der weltweite  
Anstieg der  
Wertpapier-  
renditen 1990 ...

An den Anleihemärkten kam es zu Beginn des Jahres 1990 zu einer plötzlichen deutlichen Kurskorrektur nach unten. Anders als bei früheren wechselseitigen Anpassungen auf dem Anleihemarkt ging diesmal der „Schock“ nicht von den Vereinigten Staaten, sondern von Deutschland und Japan aus. In Deutschland sprang die Umlaufrendite öffentlicher Anleihen von 7½% Ende des Jahres 1989 auf über 9% Anfang März 1990 und hat sich seitdem nur leicht zurückgebildet. Im Lichte der raschen und unerwarteten Fortschritte bei der geplanten Währungsunion mit der DDR schien der Markt über die Aussichten auf einen höheren öffentlichen Finanzierungsbedarf und



die weitere Preisentwicklung in der Bundesrepublik besorgt zu sein. In Japan hing der Anstieg der langfristigen Zinsen offenbar mit der Verschärfung der Geldpolitik zusammen, wie sie durch eine weitere Erhöhung des Diskontsatzes im März 1990 zum Ausdruck kam. Hinter diesem Schritt stand eindeutig die Sorge über die anhaltende Schwäche des Yen. Der Anstieg der Zinsen an den Anleihemärkten in Japan und Deutschland übertrug sich auch in erheblichem Maße auf die anderen großen wie kleinen Anleihemärkte. Wie aus der Grafik auf Seite 105 zu ersehen ist, stiegen die langfristigen Zinsen in den USA, Kanada, Großbritannien und anderen europäischen Ländern während der ersten Monate des Jahres 1990 um 50–200 Basispunkte und darüber.

Die Zinsdifferenzen zwischen den USA einerseits und Deutschland bzw. Japan andererseits verminderten sich im Berichtszeitraum über das gesamte Laufzeitspektrum gesehen erheblich (s. die folgende Tabelle). Am langen Ende beispielsweise schrumpfte die Differenz zwischen den Vereinigten Staaten und Japan vom ersten Quartal 1989 zum ersten Quartal 1990 von über 450 auf rund 150 Basispunkte, und die zwischen den USA und Deutschland sank auf null; und obwohl die Inflation in den USA höher als in Japan und Deutschland war, gewann der US-Dollar über den gesamten Zeitraum gesehen gegenüber dem japanischen Yen und bis zum Herbst auch gegenüber der D-Mark an Wert.

... verhinderte nicht die Verminderung des Zinsgefälles

Zinsvorsprung von Dollaranlagen: kurzfristige Zinsen und Renditen öffentlicher Anleihen*				
Jahr	Japan		Deutschland (BR)	
	Kurzfristig	Langfristig	Kurzfristig	Langfristig
1986	0,98	2,74	1,34	1,46
1987	1,90	4,17	1,74	2,04
1988	2,61	4,57	2,34	2,27
1989 1. Q.	3,97	4,66	2,27	2,33
2. Q.	3,45	3,78	1,57	1,75
3. Q.	2,41	3,10	0,65	1,18
4. Q.	1,19	2,24	−0,52	0,48
1990 1. Q.	0,66	1,45	−0,60	−0,02

\* Zinssätze in den USA abzüglich der entsprechenden Sätze in Japan bzw. Deutschland, in Prozentpunkten.

### Aktienkurse

Die Aktienmärkte waren 1989 allgemein von Kurssteigerungen geprägt, die an vielen großen Märkten mehr als 20% erreichten und damit mit zu den höchsten der achtziger Jahren zählten. In den meisten Ländern hatten die Aktienkurse bis zum Jahresende Höhen erklommen, die über denen vor dem Börsenkrach von Oktober 1987 lagen oder mit diesen in etwa vergleichbar waren (s. die folgende Tabelle und die Grafik auf S. 110). Demgegenüber zeigten sich die Märkte während der ersten Monate des Jahres 1990 eher von einer lustlosen Seite, wobei es an einigen Börsen zu erheblichen Kursrückgängen kam. Eine größere Korrektur nach unten gab es in Japan, wo der Markt bis Anfang April über ein Viertel seines Wertes von Anfang des Jahres eingebüßt hatte.

Haussierende Aktienkurse 1989 aber nicht Anfang 1990

Aktienkurse und der „Mini-Crash“ vom Oktober 1989 <sup>1</sup>							
Land	Höchst-stand vor dem Crash von 1987	Tiefst-stand nach dem Crash von 1987	Ende 1989	10. Mai 1990	„Mini-Crash“ vom Oktober 1989		
					13.	16.	17.
		Ende 1988 = 100				Veränderung in Prozent	
USA	121,3	80,6	127,3	123,8	−6,1	2,8	−0,5
Japan	95,8	71,7	122,2	98,1	0,9	− 1,7	1,6
Großbritannien	136,3	87,3	135,1	120,3	−0,2	− 3,2	−1,3
Kanada	122,0	84,2	116,6	103,4	−3,5	1,5	−0,6
Deutschland (BR)	124,7	73,1	132,6	140,0	−0,7	−13,5	6,9
Frankreich	110,8	60,5	133,3	133,5	1,0	− 5,4	0,6
Italien	130,1	71,8	116,6	119,0	−0,6	− 7,1	3,9
Schweiz	120,8	74,7	126,0	128,1	−0,2	− 9,0	3,7
Niederlande	101,7	54,9	116,4	114,9	−0,2	− 7,8	2,7
Schweden	98,4	60,0	124,5	118,3	0,1	− 7,5	3,7
Spanien	118,6	73,2	108,1	102,5	−0,2	− 6,5	2,8
Belgien	97,2	63,0	116,4	109,3	−0,7	− 1,5	−3,0 <sup>2</sup>
Australien	155,0	77,4	110,8	99,1	0,7	− 8,1	4,0
Hongkong	146,9	70,5	105,5	111,1	−0,4	− 6,5	3,6
Singapur	144,9	67,4	142,6	146,7	−0,3	−10,2	4,7
Taiwan	91,3	44,9	169,3	164,6	−0,2	− 5,7	4,2
Südkorea	59,7	51,8	103,5	87,8	0,3	− 0,6	0,1

<sup>1</sup> USA: Standard-and-Poor's-500-Index; Japan: Tokio-TOPIX-Index; Großbritannien: Financial-Times-100-Index; Deutschland: Commerzbank-Index, Frankfurt; Frankreich: CAC-Gesamtindex; übrige Länder: ausgewählter typischer Index. <sup>2</sup> 18. Oktober.

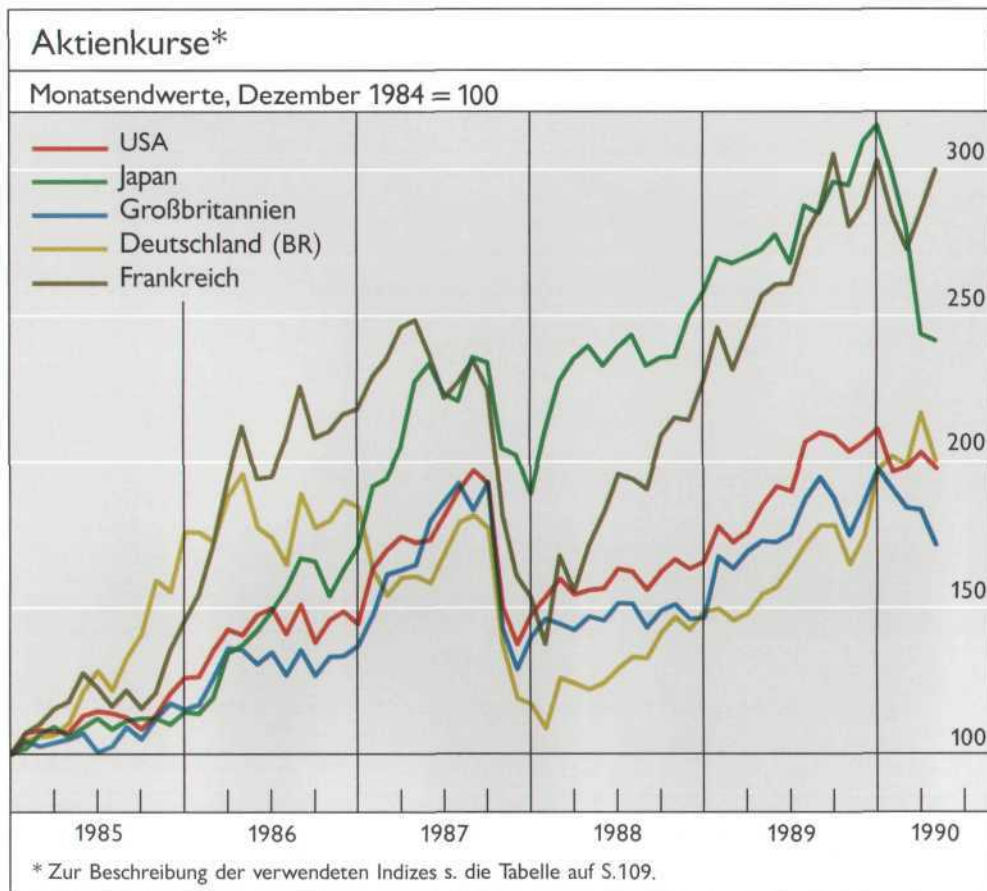
Quellen: Aktienbörsen der einzelnen Länder.

Der „Mini-Crash“  
vom Oktober ...

Trotz der im Jahr insgesamt haussierenden Aktienkurse gab es im Oktober einen scharfen, wenn auch kurzfristigen Kursverfall. Wegen seiner Plötzlichkeit und globalen Ausdehnung erinnerte der Einbruch an den Börsenkrach von 1987. Am Freitag, dem 13. Oktober, verlor der Dow-Jones-Index allein in der letzten Stunde des Börsenhandels bei hohen Umsätzen rund 5%. Als die Börsen wieder öffneten, brachen die Kurse weltweit – außer in Japan – ein, wobei an einigen Märkten höhere Tagesverluste auftraten als im Oktober 1987 (s. die obige Tabelle). Wie 1987 hatten zunächst der Kursverfall und dann die teilweise Kurserholung ihren Ursprung in den USA, während die meisten anderen Märkte auf das Geschehen in den USA zu reagieren schienen. Und wie 1987 fand eine „Flucht in die Qualität“ statt, indem die Anleger aus Aktien heraus- und in sicherere Anlagen wie Staatsanleihen gingen; und die Möglichkeit einer schweren Marktstörung veranlaßte die Börsenaufsichts- und Währungsbehörden in unterschiedlichem Ausmaß zum Eingreifen.

Letztlich stellte sich der Kurseinbruch im Vergleich zu 1987 als kurzlebiger, kumulativ kleiner und von einer geringeren Zunahme des Handelsvolumens begleitet heraus. In den USA war der spezifische Auslöser das Nichtzustandekommen eines Leveraged Buy-out, durch das die Kurse der Aktien von Übernahmekandidaten verstärkt nach unten revidiert wurden. Da

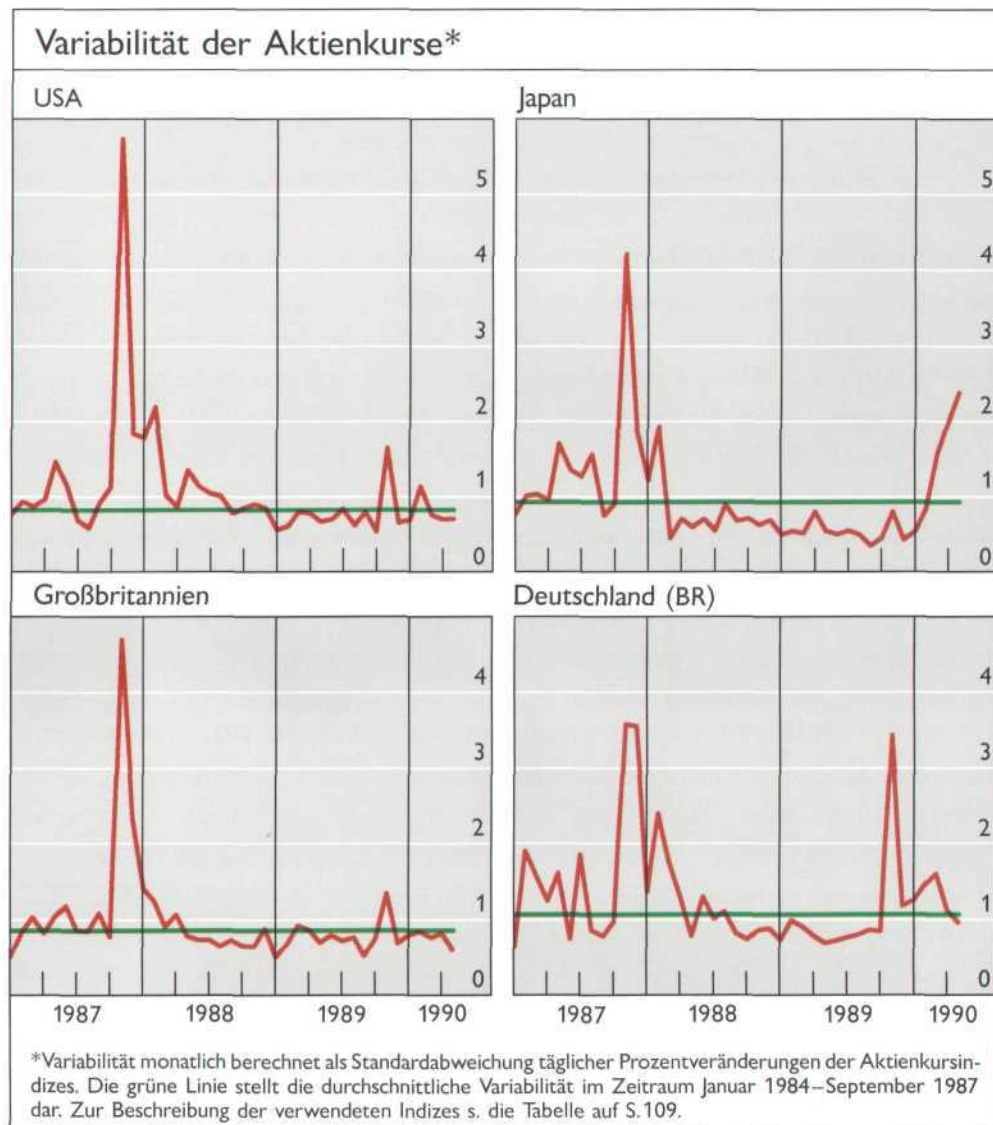




von Portefeuille-Absicherungsstrategien praktisch kein Gebrauch gemacht worden war, wurde die computergestützte Indexarbitrage zwischen den Termin- und den Kassamärkten von manchen Beobachtern nachträglich für die kurzfristigen starken Ausschläge mitverantwortlich gemacht, doch ist dafür kein eindeutiger Beweis vorhanden. Besonders schwierig zu verstehen sind die Gründe für den Kursrückschlag außerhalb der Vereinigten Staaten, schon deshalb, weil im Vergleich zu 1987 von einer generellen Überbewertung der Aktien kaum die Rede sein konnte. Eine partielle Erklärung könnte sein, daß die Verkäufe anders als 1987 hauptsächlich von privaten und nicht von institutionellen Anlegern ausgingen. Dies legt den Schluß nahe, daß die Kursrückgänge teilweise Ausdruck einer Überreaktion wenig erfahrener Anleger auf ähnliche Vorgänge während des Börsenkrachs vom Oktober 1987 waren. Besonders in den Vereinigten Staaten hat diese kurze Episode neuer Marktturbulenzen den Überlegungen neuen Auftrieb gegeben, die Organisation und die aufsichtsrechtliche Struktur der Börsen namentlich in bezug auf die Verbindung zwischen den Kassa- und den Terminmärkten zu ändern.

Bis Oktober 1989 schien die tägliche Volatilität der Aktienkurse weiter abzunehmen – ein Trend, der einsetzte, nachdem die Wogen des weltweiten Börsenkrachs im Frühjahr 1988 abgeebbt waren. Seither hat sie allgemein wieder zugenommen (s. die folgende Grafik). Die Volatilität entsprach zwischen Oktober 1989 und März 1990 in etwa jener in der Zeit vor dem Börsenkrach vom Oktober 1987 oder war sogar höher. Besonders deutlich wahrnehmbar war die Zunahme in Deutschland aufgrund des starken Kursrück-

... signalisiert  
erneuten  
Volatilitäts-  
anstieg



gangs im Oktober und der späteren Ereignisse in Osteuropa sowie in Japan, wo die Kurse während der ersten Monate des Jahres 1990 stark fielen.

Die Aktienkurse an den wichtigsten Märkten folgten im Berichtszeitraum, wie aus der Grafik hervorgeht, einem ziemlich ähnlichen Trend. Ganz anders war die Entwicklung bei den Zinsen, die in Nordamerika auf der einen Seite und in Europa und Japan auf der anderen die meiste Zeit des Jahres 1989 recht unterschiedlich war. In der Tat fiel 1989 die Höherbewertung der Aktien zum Teil gerade in Ländern besonders stark aus, in denen die Zinsen tendenziell stiegen, etwa in Deutschland und Frankreich.

Ein Großteil dieses Verlaufsmusters der Aktienkurse kann mit unterschiedlichen Erwartungen in bezug auf die Wachstumsrate der Wirtschaft und die Unternehmenserträge erklärt werden. In den USA und in Kanada stagnierten offenbar die Unternehmensgewinne bereits im zweiten Quartal 1989, während sie in mehreren europäischen Ländern und in Japan das ganze Jahr über weiter anstiegen. Überdies wurden längerfristig die Aussichten für die europäischen Volkswirtschaften und insbesondere für Deutschland günstiger eingeschätzt wegen des Wachstumspotentials, das sich durch die politischen



und wirtschaftlichen Reformen in Osteuropa zu ergeben schien. Dagegen dürfte Anfang 1990 der allgemeine Zinsanstieg die Ursache der relativen Schwäche auf den meisten Märkten gewesen sein. Der deutsche Aktienmarkt zeigte sich jedoch weiter von seiner starken Seite.

Vor diesem allgemeinen Hintergrund hebt sich die Entwicklung am japanischen Aktienmarkt ab. Anfang 1990 erlebte der Markt den stärksten Einbruch seit Beginn seines bemerkenswerten jüngsten Aufschwungs, der im Gegensatz zu dem Geschehen in anderen Ländern von dem Börsenkrach von Oktober 1987 nur kurz berührt worden war. Die Kursverluste von über 25% in den ersten dreieinhalb Monaten des Jahres sind etwa zweimal so hoch wie die vom Oktober 1987 und wogen die im Verlauf des Jahres 1989 aufgelaufenen Kursgewinne mehr als auf. Die Größenordnung und die Geschwindigkeit des Rückgangs, das Ausbleiben von Auswirkungen auf andere Länder trotz der Größe der japanischen Wirtschaft und Anzeichen, daß die Kurse in den Sektoren am stärksten fielen, wo sie gemessen an den Gewinnen der Unternehmen am höchsten waren, sind alles Merkmale, die im Prinzip der Auffassung entsprechen, daß der Markt dem langfristigen Ertragspotential der Kapitalgesellschaften nicht mehr entsprach.

Japanische  
Aktienkurse  
fielen stark ...

Es ist schwer zu sagen, inwieweit der Markt tatsächlich überbewertet war. Aus ähnlichen Gründen ist eine Beurteilung des gegenwärtigen Kursniveaus anhand des langfristigen Ertragspotentials nicht leicht. Trotz der jüngsten Kurskorrektur ergibt die Reihe von Indikatoren, die gewöhnlich zur Ermittlung des fundamentalen Wertes von Aktien verwendet werden, kein wesentlich anderes Bild als vor einem Jahr (s. den letzten Jahresbericht). Hauptsächlich als Ergebnis des Anstiegs der langfristigen Zinsen hat sich nämlich die Differenz zwischen der Anleihe- und der Dividendenrendite seit dem ersten Quartal 1989 von rund 4 auf über 6 Prozentpunkte ausgeweitet. Dabei ist nicht klar, wieviel von dieser Ausweitung auf bessere Aussichten für ein nominales Dividendenwachstum und einen niedrigeren Risikoaufschlag zurückgeführt werden konnte. Ferner ist das derzeitige Kurs/Gewinn-Verhältnis mit rund 60 etwa so hoch wie vor einem Jahr. Damit liegt es rund 10 Punkte unter der vor Oktober 1987 und Januar 1990 bestehenden Relation, bleibt jedoch im langfristigen Zeitvergleich recht hoch. Wegen des beträchtlichen Grundvermögens der Unternehmen läßt sich ein Teil des steilen Anstiegs des Kurs/Gewinn-Verhältnisses seit 1985 mit nicht realisierten Kapitalgewinnen im Zusammenhang mit dem Boom der Grundstückspreise in diesem Zeitraum in Verbindung bringen. Es bleibt indes die Frage, inwieweit diese Preissteigerungen ihrerseits im Einklang mit dem langfristigen Ertragspotential von Grundvermögen stehen.

... dürften aber  
immer noch  
hoch sein im  
Verhältnis  
zu Dividenden  
und Erträgen

## Immobilienmärkte

### *Immobilienpreise: Trends und Bestimmungsfaktoren*

Vor dem Hintergrund einer langanhaltenden Wirtschaftsexpansion, aber historisch gesehen hoher Realzinsen war in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre ein deutlicher Anstieg bei den Preisen von Grund und Boden zu beobachten. Die Lückenhaftigkeit und beschränkte Aussagefähigkeit der vorhandenen

Kräftig anziehende Immobilienpreise in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre

Daten erschweren einen Vergleich der Entwicklung der Immobilienpreise zwischen einzelnen Regionen oder im Zeitverlauf (s. die Grafik auf S. 114). Die verfügbaren Zahlen deuten jedoch darauf hin, daß die Preissteigerungen in einigen Regionen der Vereinigten Staaten und in Großbritannien besonders lang anhielten, wo sie etwa zur selben Zeit wie die Erholung der Wirtschaftstätigkeit und der Aufschwung an den Aktienmärkten begannen. In Japan setzte um 1986 ein Preisboom ein, der etwas hinter dem steilen Anstieg der Aktienkurse zurückblieb. In den kontinentaleuropäischen Ländern sowie Kanada und Australien sind die Preiserhöhungen jüngeren Datums und unterschiedlichen Ausmaßes. Die Preise stiegen vor allem in den großen Städten, wo sowohl Wohnbauten als auch und vor allem gewerbliche Immobilien betroffen waren (s. die folgende Tabelle). Es gab jedoch auch landesweite Preissteigerungen bei Wohnbauten, so in Spanien, Kanada, Schweden und Australien und, in geringerem Ausmaß, in den Niederlanden, Belgien und Italien. In jüngster Zeit gab es Anzeichen einer Abschwächung des Preistrends in den USA, Großbritannien, Kanada und Australien.

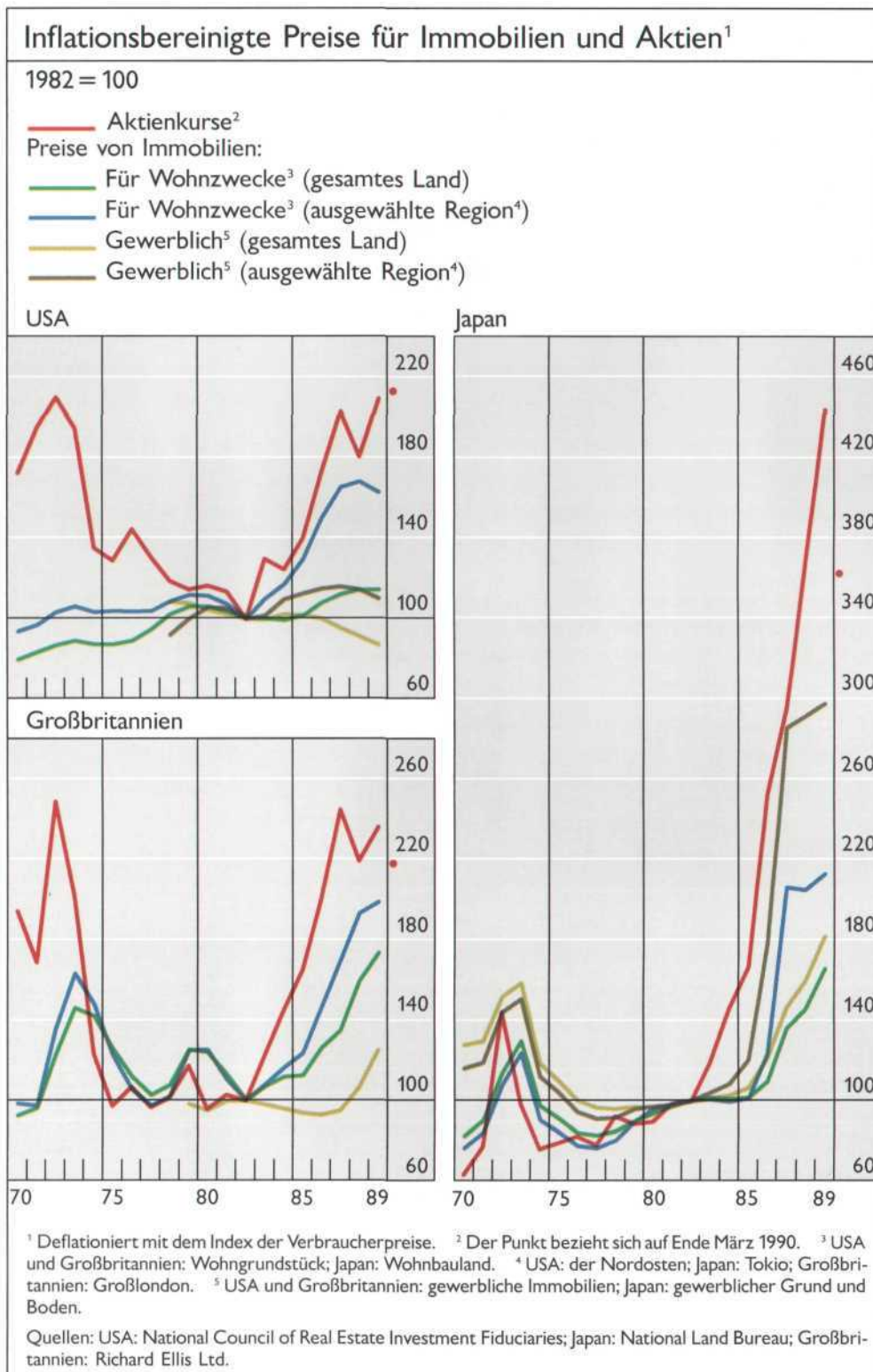
Inflationsbereinigte Preise für Wohnbauten in großen Städten <sup>1</sup>							
Stadt	1985	1986	1987	1988	1989	1980–84	1985–89
	Veränderung in Prozent					kumuliert	
New York	22,9	17,6	10,2	–3,8	–5,6 <sup>2</sup>	24,9 <sup>3</sup>	44,7
Los Angeles	–2,0 <sup>4</sup>	8,0	10,6	16,7	16,6 <sup>2</sup>	–9,4 <sup>3</sup>	59,4
Tokio	1,5	22,8	67,1	–0,7	3,4	11,9	114,0
London	6,2	19,7	15,5	12,2	1,8 <sup>2</sup>	–3,1	67,7
Paris	3,7	7,4	15,5	17,3	20,2	–3,4 <sup>5</sup>	81,5
Frankfurt <sup>6</sup>	–8,1	–11,3	5,4	12,5	–2,4	19,8	–5,7
Mailand	n.v.	–2,7	3,8	7,9	25,2	n.v.	36,5 <sup>7</sup>
Toronto	10,6	32,4	19,8	20,6	–2,5	–2,9 <sup>8</sup>	106,1
Madrid	3,6	34,9	34,0	19,2	15,4 <sup>4</sup>	–28,8	157,8
Brüssel	–2,8	5,2	4,6	9,6	22,5	–36,8	43,6
Stockholm	–1,9	4,4	15,9	23,4	10,9 <sup>2</sup>	–31,6	62,3
Sydney	5,1	3,7	13,1	48,0	–20,2	–10,6	45,6

<sup>1</sup> Deflationiert mit dem landesweiten Index der Verbraucherpreise; Angaben und Definitionen der einzelnen Länder. <sup>2</sup> Januar–September. <sup>3</sup> 1982–84. <sup>4</sup> Geschätzt. <sup>5</sup> 1981–84. <sup>6</sup> Erstes Quartal. <sup>7</sup> 1986–89. <sup>8</sup> 1983/84.

Quellen: Für die USA: National Association of Realtors und California Association of Realtors; für Großbritannien: Building Societies Association und Department of the Environment; für Frankreich: Chambre Interdépartementale des Notaires de Paris; für Deutschland: Ring Deutscher Makler; für Italien: Associazione Italiana Consulenti Immobiliari; für Kanada: Multiple Listing Service; für Spanien: Directivos Construcción; für Belgien: AN-HYP s.a. Valeur Immobilière; für Australien: Real Estate Institute of Australia; für die übrigen Länder: Nationale Quellen.

Ähnlich wie der Preis jedes anderen Vermögenswerts spiegelt auch der für Grund und Boden die mit ihm verbundenen Erwartungen in bezug auf zukünftige Einkommen in Gestalt von Mieteinnahmen oder realisierten Kapitalgewinnen wider. Mit der Zeit sollte sich der erwartete Ertrag aus Grundvermögen bereinigt um entsprechende Risikoprämien dem Ertragsniveau der Geldvermögen grob annähern. Der Preis von Immobilien reagiert deshalb sensibel auf Veränderungen der Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Erträge und auf die Renditen finanzieller Aktiva und somit auch





auf die Zinssätze. Wie der Preis anderer langfristiger Vermögenswerte unterliegt auch der von Immobilien stärkeren Schwankungen als der von Waren und Dienstleistungen. Da Grundeigentum ein reales Gut ist, bewegt sich sein Preis wie der von Aktien tendenziell prozyklisch. Da das Immobilienangebot insbesondere auf kurze Sicht verhältnismäßig starr ist, schlagen sich in Preisschwankungen in erster Linie Nachfragefaktoren nieder.

Ähnlich wie in früheren Perioden steigender Immobilienpreise standen ein

Mögliche  
Faktoren für die  
Preisentwicklung:

Zunahme  
der Einkommen  
und Vermögen

kräftiges wirtschaftliches Wachstum und die damit verbundene Zunahme der Einkommen der privaten Haushalte und der Unternehmenserträge hinter der steigenden Nachfrage nach Wohnbauten und gewerblichem Grundeigentum. Wie bei Aktien könnte zudem der mit der anhaltenden Wirtschaftserholung einhergehende Zuwachs an Vermögen die Risikotoleranzschwelle der Marktteilnehmer angehoben und einen vermehrten Erwerb von Grundeigentum sowie spekulative Geschäfte begünstigt haben.

Deregulierung,  
Besteuerung,  
Bevölkerungs-  
entwicklung

Eine Reihe von für den derzeitigen Aufschwung der Immobilienpreise besonders typischen Faktoren könnte dessen Dynamik und regionale wie sektorale Verteilung teilweise erklären. In vielen Ländern und besonders in Großbritannien erhielt die effektive Nachfrage Auftrieb durch den leichteren Zugang zu Krediten und die Lockerung von Liquiditätsvorschriften im Gefolge der Deregulierung auf den Finanzmärkten, durch Neuerungen bei den Finanzierungstechniken und einen schärferen Wettbewerb zwischen Finanzinstituten. Diese Entwicklungen waren besonders für den Wohnungsmarkt von Bedeutung. Darüber hinaus gab es verbreitet die Tendenz, daß sich der Staat aus dem Wohnungsmarkt zurückzog, indem er etwa die Preis- und/oder Mietkontrollen aufhob oder das Angebot im regulierten Markt verknappte. Großbritannien, Frankreich und Spanien sind typische Beispiele hierfür. In einigen Fällen könnte das Steuersystem zum Anstieg der Preise beigetragen haben, indem es die Attraktivität von Grundeigentum als steuergünstige Anlageform erhöhte (so beispielsweise in Spanien und Japan), Anreize für den Erwerb von Wohneigentum schuf oder verstärkte (so etwa in Großbritannien, Australien und Spanien) oder die Anreize für den Verkauf von Grundeigentum verminderte (so namentlich in Japan). In einigen Regionen spielten demographische Faktoren wie ein starkes Bevölkerungswachstum (Kalifornien und südliches Ontario) oder eine veränderte Altersstruktur (Großbritannien und Spanien) eine Rolle.

Expansion und  
Internationalisie-  
rung des Dienst-  
leistungssektors

Der Boom bei gewerblichen Immobilien in größeren Städten scheint auch mit der starken Expansion und zunehmenden Internationalisierung des Dienstleistungssektors, insbesondere des Finanzgewerbes zusammenzuhängen. Der starke Anstieg der Preise und Mieten für Büroräume ging mit dem „Big Bang“ in London und der Umwandlung Tokios in einen großen internationalen Finanzplatz einher. Ähnliche Steigerungen waren auf dem europäischen Kontinent zu beobachten, womöglich in Erwartung der Schaffung des Gemeinsamen Binnenmarktes (s. die Tabelle auf S. 116). Im Gefolge dieser Entwicklungen sind auch die Preise für Wohneigentum in den großen Städten und deren näherer Umgebung gestiegen.

Inflationsberei-  
nigte Zinssätze  
und Geldpolitik

Im Gegensatz zu den Erfahrungen der siebziger Jahre dürften die jüngsten Preissteigerungen im allgemeinen nicht auf vergleichsweise niedrige inflationsbereinigte Erträge von Finanzanlagen zurückzuführen sein. Ungeachtet der im einzelnen verwendeten Maßgröße waren sowohl die lang- wie auch die kurzfristigen Realzinsen in den achtziger Jahren höher als in den siebziger Jahren. Zumindest in Japan jedoch sind die inflationsbereinigten Zinssätze seit Mitte der achtziger Jahre in der Tendenz eindeutig gesunken.

Welche Rolle die Geldpolitik bei dem jüngsten Aufschwung am Immobilienmarkt gespielt hat, ist nicht leicht zu ermessen, da die herkömmlichen



Inflationsbereinigte Mieten für Büroräume in großen Städten*						
Stadt	1985	1986	1987	1988	1989	1985–89
	Veränderung in Prozent					kumuliert
New York	–6,8	–5,8	–3,0	2,1	–4,4	–17,0
Tokio	6,0	18,2	22,8	5,4	20,9	95,9
London	3,6	15,7	37,8	1,4	–7,2	55,5
Paris	12,4	10,6	5,6	9,6	9,9	58,1
Frankfurt	1,9	24,0	9,4	11,0	14,5	75,9
Mailand	–3,2	5,6	13,8	23,7	18,7	70,9
Madrid	2,3	20,3	16,1	37,7	8,8	114,0
Amsterdam	–1,6	9,1	1,6	–0,2	11,1	20,9
Brüssel	4,6	28,9	5,8	12,6	6,7	71,4
Stockholm	0,7	13,8	18,8	13,2	0,1	54,4
Lissabon	3,2	16,3	22,4	19,4	8,7	90,6
Sydney	1,1	6,4	4,7	6,0	6,8	27,4

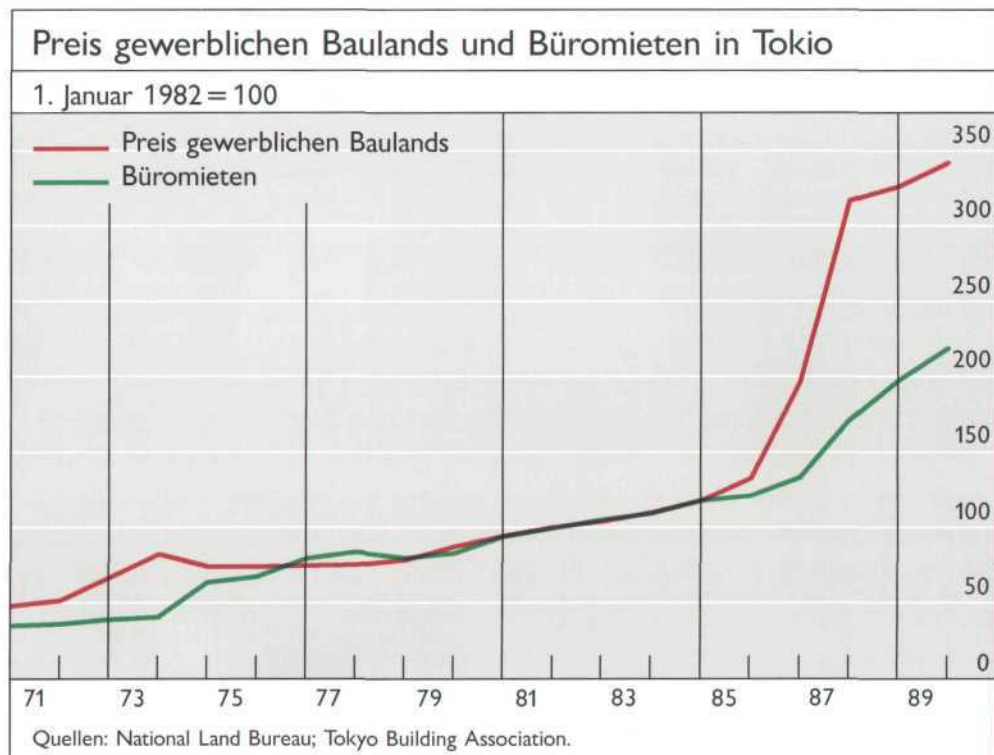
\* Deflationiert mit dem landesweiten Index der Verbraucherpreise; Angaben und Definitionen der einzelnen Länder.  
Quelle: Richard Ellis Ltd., (Großbritannien).

Bezugsgrößen für die Feststellung des geldpolitischen Kurses im letzten Jahrzehnt häufig widersprüchliche Signale aussandten. Relativ hohe kurzfristige Realzinsen könnten vor dem Hintergrund der Erwartung erheblich günstigerer Erträge aus Sachvermögen einen irreführenden Hinweis auf eine Straffung geben, während das kräftige Wachstum der Geldmengen- und Kreditaggregate in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre sehr wohl als Zeichen einer geldpolitischen Lockerung gedeutet werden könnte. Japan und Großbritannien sind hierfür zwei typische Beispiele. Darüber hinaus mag die allgemeine Lockerung der geldpolitischen Zügel unmittelbar nach dem Börsenkrach von 1987 die in einigen Ländern 1988 und 1989 verzeichneten Preissteigerungen verstärkt haben.

Größte Aufmerksamkeit wurde dem Immobilienboom in Japan zuteil. Das gemessen an internationalen Standards hohe Niveau der japanischen Immobilienpreise läßt sich zum Teil durch Faktoren wie die Bevölkerungsdichte, das Pro-Kopf-Einkommen und den geringen Nutzungsgrad von Grund und Boden erklären. Der geringe Nutzungsgrad geht im wesentlichen auf eine strenge Raumplanung und auf steuerliche Bestimmungen zurück, die Grundeigentum relativ zu Geldanlagen sowie die Nutzung städtischer Grundstücke für landwirtschaftliche Zwecke begünstigen. Gleichwohl ist die Höhe der japanischen Immobilienpreise schwer zu erklären, und der starke Anstieg seit Mitte der achtziger Jahre hat die Besorgnis geweckt, daß das gegenwärtige Preisniveau in keiner vernünftigen Relation zu dem langfristigen Ertragspotential von Grundeigentum stehen dürfte.

Der Fall Japan

Seit 1985 ist der Anstieg der Preise gewerblicher Grundstücke in Tokio deutlich von dem der Büromieten abgewichen (s. die folgende Grafik). Dieses Verlaufsmuster ähnelt dem des Booms von 1971–73, das rückblickend als mit den fundamentalen Faktoren nicht in Einklang stehend erkannt wurde. Auch wenn die beobachtete Abweichung auf der Erwartung zukünftiger



stärkerer Mietsteigerungen und rückläufiger Realzinsen beruhen sollte, so läßt sich gleichwohl die Möglichkeit einer Überbewertung nicht ausschließen. Der Preisanstieg außerhalb des Tokioter Raums ist zwar geringer, deutet aber ebenfalls diese Möglichkeit an.

#### *Aufgeworfene Fragen*

„Inflation der Vermögenswerte“

Der steile Anstieg der Aktienkurse wie der Immobilienpreise in Japan seit 1985, gelegentlich als „Inflation der Vermögenswerte“ bezeichnet, hat zu Besorgnissen über mögliche Auswirkungen auf die Entwicklung der Preise für Waren und Dienstleistungen geführt. Ähnliche Bedenken wurden in Großbritannien im Zusammenhang mit den starken Preissteigerungen bei Wohneigentum laut. Diese Besorgnisse beziehen sich nur teilweise auf die mit den Preissteigerungen verbundenen Nettovermögenseffekte auf die Ausgaben, die im Falle des Wohneigentums überwiegend den Charakter einer Vermögensumverteilung zwischen Hauseigentümern und Mietern haben können. Höhere Immobilienpreise heben den Beleihungswert an und erleichtern damit den Zugang zu Krediten und somit das Ausgeben. Da Arbeitnehmer eher Mieter sind, führen höhere Preise für Wohnbauten zu einer ungleicheren Einkommensverteilung und können somit höhere Lohnforderungen nach sich ziehen. Soweit sie die Mobilität der Arbeitnehmer verringern, können sie auch zu einem Arbeitskräftemangel beitragen. Da sie Auslandsimmobilien vergleichsweise verbilligen, können sie Kapitalabflüsse auslösen und damit den Wechselkurs nach unten drücken. Diese Einflüsse verstärken sich, wenn die enge Verknüpfung zwischen dem Wert von Grundeigentum und dem von Aktien – wie in Japan – einen sich gegenseitig verstärkenden Prozeß in Gang setzen kann. In Anbetracht des umfangreichen Immobilienbesitzes der Unternehmen



erhöhen Preissteigerungen bei Immobilien sowohl die Aktienkurse als auch den Wert der Sicherheiten; dies vergrößert wiederum den Finanzierungsspielraum und kann daher weiteren spekulativen Investitionen Vorschub leisten. Schließlich ist die Gefahr einer Finanzkrise, verursacht durch einen starken Preisrückschlag, besonders groß, wenn die Wirtschaftsteilnehmer von einer zu optimistischen Einschätzung der langfristigen Erträge von Vermögenswerten ausgegangen sind; diese Gefahr kann leicht Einfluß auf die Geldpolitik gewinnen.

In vielen jener Länder, wo das Geschehen am Wohnungsmarkt von einer beträchtlichen Zunahme der Verschuldung der privaten Haushalte begleitet war, hat man sich verstärkt mit der Anfälligkeit der Kreditnehmer gegenüber finanziellen Krisen befaßt. Typische Beispiele sind hier die Vereinigten Staaten, Großbritannien und Frankreich. Die Gefahr besteht darin, daß private Haushalte im Falle höherer Zinsen, sinkender Einkommen oder steigender Arbeitslosigkeit ernste Schwierigkeiten haben könnten, ihre Schulden zu bedienen. Dies könnte wiederum einen wirtschaftlichen Abschwung einleiten oder verstärken. Aufgrund der Innovationen bei Finanzierungen und der Erleichterung des Zugangs zu Krediten, die beide mit der Zunahme der Verschuldung Hand in Hand gingen, lassen sich die traditionellen Indikatoren finanzieller Anfälligkeit schwerer interpretieren. Gleichzeitig ist denkbar, daß das weniger vertraute finanzielle Umfeld und die langanhaltende Expansion einige Schuldner dazu verleitet hat, sich zu übernehmen.

Die Sorge über die steigende Verschuldung der privaten Haushalte hat sich in Großbritannien und Frankreich besonders deutlich artikuliert – beides Länder, in denen die Relation der Verschuldung zum verfügbaren Einkommen historische Höchstwerte erreicht hat. In Großbritannien erhöhte sich – Schätzungen zufolge – allein bei Hypothekendarlehen das Verhältnis der Nettozahlungen zum privaten Einkommen nach Steuern für Ersterwerber von Wohneigentum zwischen 1978 und 1989 von 20% auf über 35%. In Frankreich gerieten Mitte der achtziger Jahre zahlreiche private Haushalte, die Hypotheken mit progressiv zunehmender Annuität aufgenommen hatten, in Rückzahlungsschwierigkeiten, als bei rückläufigen Inflationsraten die bestehenden Verpflichtungen drückender wurden. Eine große Anzahl dieser Kredite wurde teilweise unter dem Einfluß des schärferen Wettbewerbs zwischen Finanzierungsinstituten und staatlichen Eingreifens neu ausgehandelt. Für die Zukunft kündigen sich aufgrund der am Hypothekarkreditmarkt seit 1984 zunehmenden Präsenz risikoanfälligerer privater Haushalte mit niedrigem Einkommen womöglich Schwierigkeiten an.

Ein weiterer Punkt, dem in letzter Zeit erhebliche Aufmerksamkeit zuteil wurde, betrifft das Engagement der Finanzierungsinstitute, insbesondere der Banken am Immobilienmarkt. In Japan ging es bisher hauptsächlich um die Art und Weise, wie hohe Ausleihungen der Kreditinstitute den Boom bei Immobilien angeheizt haben könnten. In den USA und in Großbritannien, wo Anzeichen einer teilweisen Preisabschwächung und einer zu starken Bautätigkeit erkennbar sind, waren es die Auswirkungen des Wertrückgangs von Grundeigentum auf die Bonität der Kreditgeber, die im Mittelpunkt des Interesses standen.

Finanzielle Anfälligkeit hochverschuldeter Haushalte

Bankkredite für Immobilien:

Realkredite der Geschäftsbanken <sup>1</sup>							
Jahr	USA			Großbritannien			Japan
	Zusammen	Wohnungsbau	Gewerblicher Bau <sup>2</sup>	Zusammen	Wohnungsbau	Bau- und Immobiliengesellschaften	Zusammen <sup>3</sup>
	in Prozent der insgesamt ausstehenden Kredite						
1980	29	19	10	12	4	8	11
1985	29	16	13	19	12	7	13
1987	34	18	16	23	14	9	15
1989	37 <sup>4</sup>	19 <sup>4</sup>	18 <sup>4</sup>	23 <sup>5</sup>	12 <sup>5</sup>	11 <sup>5</sup>	17

<sup>1</sup> Die Zahlen sind zwischen den einzelnen Ländern nicht vergleichbar. <sup>2</sup> Einschl. landwirtschaftlicher Betriebe. <sup>3</sup> Bau- und Immobiliengesellschaften. <sup>4</sup> September. <sup>5</sup> Teilweise geschätzt.  
Quellen: Board of Governors of the Federal Reserve System; Bank of England; Bank of Japan; eigene Schätzungen.

in Japan

In Japan weiteten sich die für Bauvorhaben und an Immobilienfirmen vergebenen Kredite von Ende 1985 bis 1989 mit einer Jahresrate von rund 20%, aus und ihr Anteil an den Gesamtausleihungen erhöhte sich um rund ein Drittel auf 17% (s. die obige Tabelle). Hinzu kommt, daß das Volumen der ausstehenden Kredite und deren Zunahme aus mehreren Gründen durch diese Zahlen unterzeichnet sein könnten. Erstens enthalten die obigen Daten nicht die Realkredite, die in Form von Überziehungskrediten oder durch Auslandsfilialen japanischer Banken gewährt wurden. Zweitens sind die Ausleihungen an Leasing- und Verbraucherkreditgesellschaften seit 1985 stark gestiegen; ein Teil dieser Kreditgewährung könnte indirekt zur Finanzierung von Krediten verwendet werden, mit denen Grundeigentum erworben wurde oder die durch Grundeigentum gesichert sind. Drittens und letztens gibt es Hinweise dafür, daß durch einen Teil der Bankausleihungen Tochtergesellschaften von nicht dem Finanzsektor angehörenden Unternehmen finanziert werden, die auf Immobilienanlagen spezialisiert sind; da die Rückzahlung dieser Kredite durch die Muttergesellschaft garantiert ist, werden sie nicht zu den Realkrediten gezählt. Die staatlichen Instanzen haben seit Beginn des Preisbooms an die Banken eindringlich appelliert, ihr Realkreditgeschäft zu reduzieren; im März 1990 verschärften sie ihre Haltung; die Banken wurden aufgefordert, ihre Immobilienkredite prozentual nicht stärker als ihre Gesamtausleihungen wachsen zu lassen.

in den  
Vereinigten  
Staaten

In den Vereinigten Staaten, wo die Kosten der Sparbankenkrise im Steigen begriffen sind, sind nun auch bei den Geschäftsbanken erste Schwächen erkennbar geworden, nicht zuletzt in jenen Regionen, die wie der Nordosten zuvor erhebliche Preissteigerungen bei Immobilien erlebt hatten. In der genannten Region erhöhte sich das Volumen notleidender Realkredite vom vierten Quartal 1987 zum vierten Quartal 1989 auf mehr als das Dreifache, nämlich von \$ 2,6 Mrd. auf \$ 9,1 Mrd. oder 4,6% der insgesamt ausstehenden Kredite. Eine Reihe von Banken erlitt vor allem bei gewerblichen Immobilienkrediten erhebliche Verluste, die zu den bereits von den Banken im Südwesten der USA erlittenen Verlusten hinzukamen. Es sind eben genau die gewerblichen Immobilienkredite, die historisch gesehen



risikoreicher als die Wohnungsbaudarlehen sind, auf die seit 1980 praktisch die gesamte Ausweitung des Anteils der Realkredite an der Summe der Ausleihungen der Geschäftsbanken entfällt. Mit annähernd 40% liegt dieser Anteil nun erstmals über dem der Kredite an Handel und Industrie. Vor diesem Hintergrund zeichnet sich angesichts der hohen und steigenden Zahl leerstehender Büros in vielen Städten und des Überhangs an vom Staat im Zuge der Liquidierung insolventer Sparbanken erworbenen Immobilien in einigen Regionen eine weitere Verschlechterung der Qualität des Kreditportefeuilles ab.

Anfang des Jahres 1990 wies die zuständige Bankenaufsichtsbehörde auf mehrere unsolide Ausleihepraktiken hin, die zu einigen im Zusammenhang mit dem Realkreditgeschäft entstandenen Problemen beigetragen hatten: die Aufweichung der Vergabebedingungen als Folge des Strebens nach höheren Zins- und Provisionseinnahmen, wofür das Fehlen von Eigenkapital des Kreditnehmers bei Immobilienprojekten ein wichtiges Beispiel war, eine ungenügende Kreditüberwachung sowie bilanzoptische Praktiken zur Verschleierung von Verschlechterungen der Kreditqualität. Banken, die ihre Ausleihepraktiken nicht strenger handhabten, müssen mit Kreditbeschränkungen und höheren Eigenkapitalanforderungen rechnen.

In Großbritannien hat es bisher zwar noch wenig Hinweise auf tatsächlich eingetretene Verluste gegeben, doch fand die starke Zunahme des Engagements der Banken am Immobilienmarkt in einem Umfeld statt, das durch aggressiven Wettbewerb zwischen den Banken und Bausparkassen, eine allgemein kräftige Kreditexpansion, Anzeichen eines Endes des rasanten Anstiegs der Immobilienpreise und, in jüngster Zeit, eine schärfere Gangart der Geldpolitik gekennzeichnet ist. Angesichts dieser Vorgänge wurden Parallelen zu der Krise der Finanzierungs- und Teilzahlungskreditinstitute („secondary banking“) von Mitte der siebziger Jahre gezogen. Zwischen 1980 und 1989 verdoppelte sich nahezu der Anteil des Realkreditgeschäfts an den gesamten Bankausleihungen auf etwa ein Viertel, wobei der Großteil des Zuwachses auf Hypothekendarlehen für den Erwerb von Wohnbauten entfiel. 1988/89 stiegen die Baudarlehen und die Kredite an Immobiliengesellschaften mit einer Jahresrate von rund 50% und damit doppelt so stark wie die Ausleihungen insgesamt und machen nunmehr über 10% des Kreditbestands der Banken aus. Inzwischen hat sich die Zahl der leerstehenden Büros erhöht. Im Gefolge des Schrumpfungsprozesses im Finanzgewerbe, der teilweise das Ergebnis einer zu starken Expansion im Zusammenhang mit dem „Big Bang“ ist, erhöhte sich die Leerquote in der „City“ von 1% im Jahr 1987 auf 10% im Jahr 1989; mit einer Fortsetzung dieser Entwicklung wird gerechnet.

in Groß-  
britannien

Auch wenn die Möglichkeit besteht, daß es zu Schwierigkeiten kommt, so sollten die Unterschiede gegenüber der Situation Mitte der siebziger Jahre nicht übersehen werden. Die Krise Mitte der siebziger Jahre brach in einem unbeaufsichtigten und vergleichsweise unterkapitalisierten Bereich des Bankgewerbes aus, unter den sogenannten „secondary“ oder „fringe banks“, die ein rasches Wachstum in einer Zeit verzeichneten, als die Geschäftsbanken Kreditbeschränkungen unterworfen waren. Eine derartige Aufsichtslücke

existiert heute nicht, und die Institute sind besser mit Eigenkapital ausgestattet. Die Kreditgewährung an Grundstückerschließungsgesellschaften, die Hauptverlustquelle für die „fringe banks“, ist in der Tat gestiegen, aber die im Mai 1989 erreichte Höchststrafe von 8% liegt noch immer unter dem 1975 erreichten Wert von 10% und ist offenbar nicht mehr so ungleich unter den Instituten verteilt. Ein großer Teil der jüngsten Erhöhung des Kreditengagements der Banken entfiel auf Kredite für den Erwerb von Wohneigentum, die erfahrungsgemäß risikoärmer sind als Baudarlehen, insbesondere als solche zur Errichtung gewerblicher Bauten. Nicht nur, daß der Wert des Sicherungsgegenstandes besser einzuschätzen ist und nicht dem Risiko einer möglichen Zahlungsunfähigkeit des Kreditnehmers vor Fertigstellung des Projekts unterliegt; er scheint auch weniger zu schwanken als der gewerblicher Bauten, da die Nachfrage nach Wohneigentum tendenziell stabiler ist. Das Hauptrisiko bei dieser Form der Kreditgewährung liegt darin, daß eine Häufung von Insolvenzen angesichts des ungewöhnlich hohen Verschuldungsniveaus der privaten Haushalte Banken, die auf einem flauen Markt Immobilien nicht verkaufen können, in Liquiditätsschwierigkeiten bringen könnte. Es gibt einige Hinweise dafür, daß das Sicherheitspolster bei Realkrediten für den Erwerb von Wohneigentum gemessen an den dafür aufgestellten Kriterien insbesondere infolge des schärferen Wettbewerbs zwischen Banken und Bausparkassen seit den frühen achtziger Jahren dünner geworden ist. Zwischen 1980 und 1987 war die Beleihungsquote für alle Kreditnehmer von 57% auf rund 70% und für Erstkäufer von 74% auf 85% gestiegen. Erst in jüngster Zeit ist sie wieder gefallen. Es läßt sich freilich nicht feststellen, inwieweit diese sichtbaren Anzeichen eines Rückgangs der Sicherheitsmargen Schwierigkeiten für die Zukunft ankündigen.

und in anderen  
Ländern

Auch in vielen anderen Ländern hat sich, in unterschiedlichem Ausmaß, das Kreditengagement der Banken am Immobilienmarkt erhöht (s. die folgende Tabelle). Kanada und mehrere europäische Länder – Deutschland ist eine Ausnahme – sind hierfür Beispiele. Es gibt wenigstens drei Gründe, weshalb dieses höhere Engagement wenig Beachtung im Hinblick auf die daraus erwachsende potentielle Gefährdung der Kreditgeber gefunden hat. Außer in Kanada hat es bisher wenig Anzeichen für eine Preisabschwächung gegeben. Wo das Engagement erhöht wurde, geschah es hauptsächlich bei den Darlehen zum Erwerb von Wohneigentum. In einigen Ländern wie Frankreich

Realkredite der Banken in ausgewählten Ländern <sup>1</sup>						
Jahr	Spanien	Frankreich	Deutschland (BR)	Portugal	Kanada	Schweiz <sup>2</sup>
	in Prozent der Kredite an den privaten Sektor					
1982	19 <sup>3</sup>	27	44	23	30	27
1985	19	28	46	27 <sup>4</sup>	33	28
1987	20	29	45	33 <sup>4</sup>	39	29
1989	24	31	44	37 <sup>5</sup>	43 <sup>4</sup>	33 <sup>6</sup>
<sup>1</sup> Die Zahlen sind zwischen den einzelnen Ländern nicht vergleichbar. <sup>2</sup> In Prozent der Gesamtausleihungen. <sup>3</sup> 1983. <sup>4</sup> September. <sup>5</sup> Mai. <sup>6</sup> Schätzung. Quellen: Zentralbanken der einzelnen Länder.						



und Spanien war ein Teil des Anstiegs das Ergebnis eines rückläufigen Anteils der Realkredite von Spezialkreditinstituten und wurde wahrscheinlich als eine breitere Verteilung des Risikos innerhalb des Finanzsystems gewertet.

In einem größeren Zusammenhang kann man die Schwierigkeiten der Kreditgeber am Immobilienmarkt in einer Reihe von Ländern als Symptom eines grundlegenden Problems ansehen. In ihnen manifestiert sich teilweise das größere Potential für finanzielle Instabilität, wie es in einem von mehr Wettbewerb und rascheren Veränderungen geprägten finanziellen Umfeld besteht, wo die Bewertung von Risiken schwieriger ist und der Anreiz, sie auf sich zu nehmen, größer sein kann. In den USA, aber auch in Großbritannien und Japan haben die Banken einige ihrer besten Firmenkunden an die Kapitalmärkte verloren; besonders in Großbritannien hat sich der Wettbewerb unter Finanzinstituten und besonders zwischen den Banken und den Bausparkassen intensiviert; in Großbritannien und in Japan erschwerten Strukturveränderungen und Innovationen im Finanzsystem die Bewertung der von den Wirtschaftsteilnehmern übernommenen Risiken und des Kurses der Geldpolitik, was vielleicht eine zu weitgehende Expansion des gesamten Kreditvolumens ermöglichte.

Potential  
für finanzielle  
Instabilität in  
wettbewerbs-  
intensivem  
und sich schnell  
wandelndem  
Umfeld

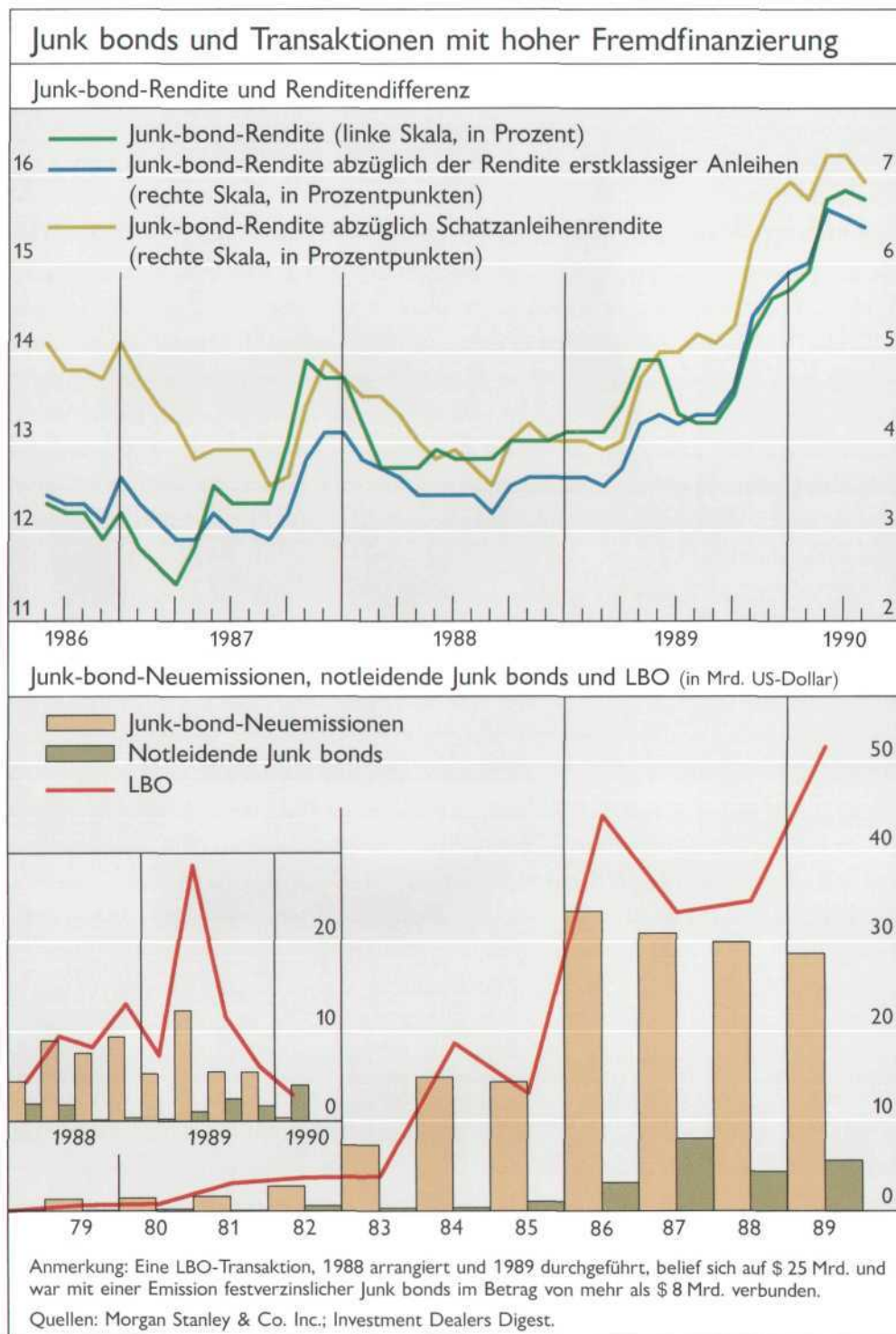
Wenn die oben angestellte Analyse richtig ist, dann zeigt sie an, daß eine höhere Wachsamkeit in den Ländern wünschenswert wäre, in denen das Finanzsystem raschen Veränderungen unterworfen ist. Sie hebt gleichzeitig die Bedeutung der jüngsten Fortschritte zur Stärkung der Eigenkapitalbasis der Banken nach Maßgabe der neuen international vereinbarten Normen hervor. Diese Fortschritte sollten bei der Bewertung der potentiellen Anfälligkeit der Institute gegenüber einer Qualitätsverschlechterung ihres Forderungsbestandes nicht außer acht gelassen werden.

### Beteiligung der Banken an Transaktionen mit hoher Fremdfinanzierung („highly leveraged transactions“)

Das Immobilienkreditgeschäft der Banken ist nicht der einzige Bereich, der im Berichtszeitraum Aufmerksamkeit auf sich lenkte. Das gleiche gilt für deren Engagement bei sogenannten „highly leveraged transactions“ (HLT), d.h. bei der finanziellen Umstrukturierung von Unternehmen, die ihre Verschuldung erheblich ausweiten (Leveraged Buy-outs (LBO), Leveraged Acquisitions und Kapitalumschichtungen). Das zunehmende Gesamtengagement der Banken, Hinweise auf sich verschlechternde Kreditvergabestandards und zunehmende Anzeichen finanzieller Anspannung bei umstrukturierten Gesellschaften haben sämtlich die Ansicht gestützt, daß die Risiken dieser Operationen womöglich unterschätzt wurden und/oder der für die Unternehmen gezahlte Preis zu hoch war. Zwar sind HLT im wesentlichen eine US-amerikanische Erscheinung, doch hat die wachsende Beteiligung nichtamerikanischer Banken an der Finanzierung von in den USA durchgeführten Geschäften die Aufmerksamkeit der Aufsichtsbehörden in anderen Ländern, namentlich in Japan und Großbritannien geweckt.

Banken-  
beteiligung  
an HLT finden  
verstärkte  
Beachtung ...

Anzeichen von Anspannungen am HLT-Markt waren besonders am Markt für hochverzinsliche Risikoanleihen (Junk bonds) erkennbar, der in den letzten



... bei Anzeichen  
von Markt-  
anspannung

Jahren bei fremdfinanzierten Unternehmensübernahmen eine immer größere Rolle gespielt hat. Das bekannteste Beispiel ist die Konkursanmeldung der im Junk-bond-Underwriting und -Trading führenden Investmentbank im Februar 1990 – ein Konkursfall, der trotz seiner Größenordnung bisher kaum Auswirkungen auf das Finanzsystem als Ganzes hatte. Andere Anzeichen von Anspannungen waren jedoch spätestens seit Herbst 1989 erkennbar. Sie wurden sichtbar im Zusammenhang mit einer ersten Liquiditätskrise einer umstrukturierten Einzelhandelskette (September 1989), dem Fehlschlag einer



großen Übernahmeoperation, bei der die Junk-bond-Finanzierung nicht zustande kam, was dem „Mini-Crash“ am Aktienmarkt Vorschub leistete (Oktober 1989), und der Herabstufung der Schulden jener Gesellschaft, die Gegenstand der bisher größten Transaktion gewesen war (Januar 1990). Spätestens seit Mitte 1989 haben sich die Renditedifferenz zwischen Junk bonds und erstklassigen Anleihen und das Volumen der nicht mehr bedienten Schuldverschreibungen stark ausgeweitet, und im ersten Quartal 1990 waren Neubegabungen praktisch zum Erliegen gekommen (s. die Grafik auf S. 123). Eine zunehmende Zahl finanziell umstrukturierter, hochverschuldeter Gesellschaften hatte Schwierigkeiten, ihren Verpflichtungen nachzukommen, und mußte mit ihren Gläubigern neue Bedingungen aushandeln, bisher zumeist außerhalb eines Konkursverfahrens. Diese Anzeichen finanzieller Anspannung haben praktisch zu einem Stillstand neuer HLT-Aktivitäten geführt und sind Teil eines allgemeineren finanziellen Umfelds, das durch die bonitätsmäßige Herabstufung von Schuldtiteln und sinkende Cash flows und Gewinne gekennzeichnet ist.

Die rasche Ausbreitung von HLT in den Vereinigten Staaten seit Anfang der achtziger Jahre als Teil der allgemeinen Welle von Fusionen und Unternehmensübernahmen konnte nur mit erheblicher Beteiligung der Banken vonstatten gehen. Zahlen über die insgesamt durchgeführten Rekapitalisierungen und fremdfinanzierten Übernahmen sind nicht verfügbar; einigen Schätzungen zufolge können sich indes die von den Banken für LBO insgesamt bereitgestellten Finanzierungsmittel zwischen 1982 und 1989 auf etwa \$ 100 Mrd. belaufen haben. Von dieser Gesamtsumme sind zunehmend größere Beträge von nichtamerikanischen Banken zur Verfügung gestellt worden. Schätzungen zufolge könnten diese von Ende 1987 bis Mitte 1989 mehr als die Hälfte der Erstfinanzierung der Banken für diese Transaktionen bereitgestellt haben. Japanische Geldinstitute waren daran besonders aktiv beteiligt.

Die Schätzungen über die Höhe des Gesamtengagements der Banken sollten nicht zuletzt aufgrund von Definitionsproblemen mit großer Vorsicht betrachtet werden. Eine offizielle Umfrage ergab für das erste Quartal 1989 einen HLT-Kreditbestand der in den USA ansässigen Banken in der Größenordnung von vielleicht \$ 150 Mrd. Rund 40% dieses Betrags bestanden aus festen Kreditzusagen. Andere Daten deuten darauf hin, daß das Kreditengagement von dreizehn bzw. fünfzig der größten US-Bankholdinggesellschaften zur Jahresmitte 1989 rund \$ 65 Mrd. bzw. über \$ 100 Mrd. betrug. Bei kleineren Instituten, insbesondere jenen, die selbst keine Abschlüsse tätigen, waren die Beträge im Durchschnitt wohl niedriger, wenngleich es einige Hinweise gibt, daß sie im Verlauf des Jahres 1989 erheblich stiegen. Detailliertere Schätzungen geben an, daß das zusammengefaßte Engagement von dreizehn der größten US-Bankholdinggesellschaften Mitte September 1989 rund 130% des Eigenkapitals ausmachte (s. die folgende Tabelle). Dies war mehr als zweimal so viel wie ihr durchschnittliches Kreditengagement gegenüber Entwicklungsländern abzüglich Reserven und ein erheblicher Anstieg gegenüber dem Stand von Ende 1988, wenngleich ein Teil dieses Anstiegs einen Rückgang des Eigenkapitals im Zusammenhang mit höheren Rückstellungen für Forderungen

Banken  
engagieren sich  
stark ...

HLT-Gesamtengagement bei dreizehn der größten US-Bankholdinggesellschaften <sup>1</sup>				
Position	Ende 1988	Mitte 1989 <sup>2</sup>	September 1989	Ende 1989 <sup>2</sup>
In Prozent des Aktienkapitals				
Durchschnitt	81	114	130	140
Spanne	14–160	29–204	33–267	36–294
Anzahl der Banken in jeder Prozentgruppe				
Über 100%	5	8	9	10
Über 150%	2	5	6	6
Über 200%	0	1	2	4
Über 250%	0	0	1	2
Gesamtengagement (in Mrd. US-Dollar)	42	64	64	73
<sup>1</sup> Kredite, Kreditzusagen und Anlagen in nachrangige Schuldverschreibungen und Aktien. Die Zahlen für Ende 1989 basieren auf der von der US-Bankenaufsicht im Oktober 1989 veröffentlichten HLT-Definition. Die übrigen Daten beziehen sich auf eigene Definitionen der Banken, die erheblich voneinander abweichen. Die Zahlen sind deshalb weder zwischen den Banken noch im Zeitverlauf völlig vergleichbar. <sup>2</sup> Teilweise geschätzt. Quellen: Thomson Bankwatch Inc.; Keefe, Bruyette and Woods Inc.; eigene Schätzungen.				

an Entwicklungsländer widerspiegelte. Zwar sind die Zahlen über das Ende 1989 bestehende Durchschnittsengagement noch höher, doch scheint der Anstieg überwiegend auf die kürzliche, aufsichtsrechtlichen Anforderungen genügende Erweiterung der Definition von HLT-Krediten zurückzugehen.

Kredite und feste Kreditzusagen machen den größten Teil des HLT-Engagements aus. Gewöhnlich wird ein Geschäft von einer Reihe von Banken syndiziert, die dann einen Teil ihrer Kredite an andere (hauptsächlich regionale oder ausländische) Banken und andere Finanzinstitute verkaufen (s. die Tabelle auf S. 126). Bei einigen der großen US-Geschäftsbanken sollen die für HLT gewährten Kredite bis zu 70% des Kreditverkaufsvolumens ausmachen.

Bei den Bankholdinggesellschaften besteht ein Teil des Engagements aus nachrangigen Schuldverschreibungen (einschl. Junk bonds) und Aktienkapital. Bei den am stärksten engagierten Banken deuten die vorhandenen Angaben darauf hin, daß die betreffenden Beträge mehr als 10% ihres HLT-Engagements ausmachen. Anderen Schätzungen zufolge hielten die Banken bei einigen der größten LBO rund ein Fünftel des Aktienkapitals.

Als häufigstes Motiv für ihr Engagement im HLT-Geschäft geben die Banken die Schrumpfung der Gewinnmargen im herkömmlichen gewerblichen Kreditgeschäft aufgrund des verschärften Wettbewerbs um Firmenkunden und des Konkurrenzdrucks von seiten der Wertpapierhäuser an. Wie bei den gewerblichen Immobilienkrediten sahen sich die Banken genötigt, nach ertragreicheren, gleichzeitig aber auch riskanteren Aktivitäten Ausschau zu halten. Für die Banken, von denen die Geschäfte ausgingen, boten HLT eine Reihe von Vorteilen. Mit Hilfe der Finanzierung von HLT vermochten sie einen Teil ihrer Kundenbasis zu halten; durch ihre Beratungstätigkeit bei Fusionen und konkret durch die Übernahme eines Teils der Verbindlichkeiten der

... wegen des Wettbewerbsdrucks...



Merkmale des Verkaufs gewerblicher Kredite der Banken <sup>1</sup>		
Position	Mitte 1988	Mitte 1989
	ausstehende Beträge in Prozent der Verkäufe	
Nach Verkäufern		
Im Zusammenhang mit Fusionen	23	45
Große Geschäftsbanken	63	71
Nach Käufern		
Inlandsbanken	34	34
darunter:		
Großbanken <sup>2</sup>	27	31
Auslandsbanken <sup>3</sup>	44	45
Sonstige <sup>4</sup>	23	20
Nachrichtlich:		
Verkäufe insgesamt (in Mrd. US-Dollar)	53,1	72,2
<sup>1</sup> Die Angaben sind der Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices entnommen, in der die sechzig größten inländischen US-Banken erfaßt sind. Zusatzangaben zeigen, daß auf diese Banken über 90% der von den Geschäftsbanken im zweiten Quartal 1989 insgesamt verkauften Kredite entfielen. Die Zahl der Befragten war in beiden Jahren fast identisch. <sup>2</sup> Banken mit Gesamtaktiva von mindestens \$ 2 Mrd. <sup>3</sup> Filialen und Vertretungen ausländischer Banken in den USA sowie deren Auslandsbüros. <sup>4</sup> Hauptsächlich nichtfinanzielle Unternehmen, Pensionsfonds, Investmentfonds, Treuhandabteilungen bei Banken, Teilzahlungskreditinstitute und Versicherungsgesellschaften. Quelle: Board of Governors of the Federal Reserve System.		

Gesellschaft konnten sie wirksamer in Konkurrenz zu den Wertpapierhäusern treten; schließlich konnten sie insbesondere durch Kreditverkäufe beträchtliche Provisionseinnahmen erzielen, ohne Eigenkapital zu binden. Zwischen 1984 und 1988 erhöhte sich bei den großen US-Geschäftsbanken das Verhältnis der Provisions- zu den Zinserträgen von 43% auf 73%. Die Banken, die Kredite von den Konsortialbanken erwarben, versprachen sich von den HLT hochrentierliche Forderungen, die sie mit geringem Informationsaufwand erwerben konnten.

Die Konditionengestaltung bei diesen Krediten läßt den Schluß zu, daß die Renditen bei HLT in der Tat verglichen mit jenen herkömmlicher Ausleihungen an Wirtschaftsunternehmen besonders hoch sein können. Der in Rechnung gestellte Zinssatz liegt gewöhnlich um 200–300 Basispunkte über LIBOR. Hinzu kommt eine Vielzahl attraktiver Gebühren, die sich gewöhnlich auf 1½–3% des Engagements belaufen. Inwieweit der tatsächliche Ertrag diese Abschlußbedingungen widerspiegelt, hängt freilich von den mit diesen Transaktionen verbundenen Risiken ab.

Letztlich beruht das Risiko von HLT-Krediten darauf, daß von variablen Erträgen auszugehen ist, wenn Bankkredite einen größeren Teil der Verbindlichkeiten der Gesellschaft ausmachen und die Eigenkapitaldecke dünner ist. Dies gilt unabhängig davon, ob die Rückzahlung mit Hilfe des Cash-flow oder durch den Verkauf von Betriebsvermögen bestritten wird. Untersuchungen zeigen, daß auf vorrangige Verbindlichkeiten eines LBO, die überwiegend gegenüber den Banken eingegangen werden, zwischen 40% und 85% der Finanzierungsmittel entfallen, während bei nachrangigen Schuldverschreibungen und beim Eigenkapital der Anteil 10–40% bzw. 1–20% beträgt. Der

... und lukrativer Gewinn-aussichten

Steigende Risiken durch hohe Verschuldung

Anteil der Bankfinanzierung liegt erheblich über dem Standard herkömmlicher Usancen bei Unternehmenskrediten. Wie im letzten Jahresbericht erörtert, lassen sich gute Gründe dafür anführen, daß sich mit der neuen Finanzstruktur die laufenden Erträge aus dem Vermögen des Unternehmens, das Ziel der Übernahme ist, erhöhen, hauptsächlich weil der Entscheidungsspielraum der Unternehmensleitung, nicht gewinnorientierte Ziele zu verfolgen, eingeschränkt wird. Höhere Erträge bedeuten jedoch für HLT-Kreditgeber nicht unbedingt eine Absicherung, weil sie von den früheren Aktionären der Gesellschaft erwartet wurden und sich bereits im Kaufpreis des Unternehmens niedergeschlagen haben.

Ein Merkmal der Transaktionen, das die Möglichkeit einer größeren Variabilität der Erträge dieser Art von Kreditgewährung verdeutlicht, ist das besonders niedrige Deckungsverhältnis der umstrukturierten Unternehmen, d.h. die Relation des betrieblichen Cash-flow zu den Zinszahlungen. Die Deckungsanforderungen lagen im allgemeinen innerhalb einer Spanne von 1,5–1,0, wobei die Abschlüsse der jüngeren Zeit eher nahe der Untergrenze lagen. Im traditionellen Firmenkreditgeschäft sieht man dagegen häufig von Deckungsanforderungen ab, da der Cash-flow normalerweise ein Mehrfaches der Zinszahlungen beträgt.

Die potentiell stärkere Variabilität des Ertrags erhöht zusätzlich das Underwriting-Risiko, das die Banken übernehmen, wenn sie vorübergehend mehr Kapital binden, als es ihrem letztlich angestrebten Engagement entspricht, um das Geschäft zustande zu bringen und um Provisionseinnahmen zu erzielen. Selbst wenn die Kredite nicht verkauft werden, gehen die Erwartungen dahin, daß ein Teil von ihnen bald aus dem Gegenwert der am Markt begebenen nachrangigen Schuldverschreibungen zurückgezahlt wird. Die Gefahr ist, daß die Banken – insbesondere bei sich rasch verändernden Marktverhältnissen – sich außerstande sehen, ihr Engagement zu verringern, oder dabei hohe Verluste erleiden.

Außer durch eine vorsichtige und sorgfältige Prüfung des Potentials und der konjunkturellen Anfälligkeit der Gesellschaft und durch eine vernünftige Diversifizierungsstrategie können die Banken das mit HLT verbundene Wirtschaftsrisiko auf dreifache Weise in den Griff bekommen. Erstens können sie darauf bestehen, daß die Gesellschaft einen Teil ihrer zinsvariablen Verpflichtungen an den Finanzmärkten absichert. Dem Vernehmen nach sehen die Vereinbarungen mit den Banken üblicherweise die Absicherung von 50% der variabel verzinslichen Verbindlichkeiten eines Unternehmens für die ersten zwei bis drei Jahre nach Abschluß der Transaktion vor. Dafür finden eine Reihe von Instrumenten wie Zinsobergrenzen und Swaps Verwendung. Zweitens können die Banken den Entscheidungsspielraum des Managements hinsichtlich der Verwendung des Cash-flow der Gesellschaft einengen. Typische Beschränkungen sind Mindestdeckungserfordernisse, Vorgaben für Neuinvestitionen und die Aufnahme zusätzlicher Kredite, ein Verbot, in den ersten Jahren Dividende auf Stammaktien zu zahlen, sowie „recapture clauses“, die postulieren, daß der Erlös aus dem Verkauf eines Teiles des Betriebsvermögens zur Tilgung vorrangiger Verbindlichkeiten verwendet wird, möglicherweise auch, daß vorrangige Verbindlichkeiten vorzeitig zurückgezahlt



werden, wenn die Ertragslage des Unternehmens die Erwartungen übersteigt. Drittens können die Banken sicherstellen, daß ihre Forderungen gegenüber denen anderer Gläubiger vorrangig behandelt werden, und zwar sowohl, solange die Gesellschaft tätig ist, als auch, wenn sie in Liquidation geht. Zu diesem Zweck enthalten die Kreditabkommen eine Reihe einschränkender Nebenvereinbarungen und Klauseln. Darüber hinaus dürfte der Großteil der Bankkredite besichert sein, was im Fall der Liquidation eine vorrangige Forderung gegenüber dem Kreditnehmer begründen würde. Die gängigsten Formen der Besicherung dürften die Verpfändung des Betriebsvermögens, der Aktien von Tochtergesellschaften des Unternehmens, das Gegenstand der HLT ist, und der Vorräte und Forderungen sein.

Wegen der Neuheit und Kompliziertheit von HLT sind mit ihnen eine Reihe rechtlicher Unsicherheiten verbunden. Wenngleich potentiell bedeutsam, entziehen sie sich einer Quantifizierung und sind bisher weitgehend noch keiner gerichtlichen Prüfung unterzogen worden. Unter bestimmten Umständen könnten die Gerichte die Banksicherheiten nicht anerkennen und die Forderungen der Banken denen der nachrangigen Gläubiger gleichstellen. Ein Grund könnte sein, daß das Gericht befindet, der vorrangig besicherte Kreditgeber übe ein erhebliches Maß von Kontrolle über das Management aus („lender liability“). Davon könnten vor allem Bankholdinggesellschaften betroffen sein, die direkt oder indirekt Beteiligungen an umstrukturierten Unternehmen halten („equitable subordination“). Ein weiterer Grund besteht darin, daß die Gerichte die Auffassung vertreten könnten, die stark fremdfinanzierte Transaktion habe die Interessen älterer nicht gesicherter Gläubiger beeinträchtigt, indem sie die Verbindlichkeiten der Gesellschaft in eine Höhe geschraubt habe, die deren Rückzahlung unmöglich mache („fraudulent conveyance laws“). Die gesetzliche Beweislast ist dergestalt, daß dem Schuldner und den Gläubigerbanken der Nachweis der Rechtmäßigkeit ihres Vorgehens sehr erschwert wird. Eine weitere Unklarheit besteht in der Frage, wer letztlich bei Kreditverkäufen rechtlich haftet. Folglich könnte das tatsächliche Kreditengagement der Verkäuferbanken höher sein, als sich aufgrund ihres Forderungsbestands ergibt. Das Risiko ist besonders groß für jene Konsortialbanken, die den Kredit in die Wege leiten und dann ihren Forderungsanteil ganz oder überwiegend verkaufen.

Zumindest bis Ende 1988 schien die Qualität der HLT-Kredite, auch wenn sie sich verschlechterte, verhältnismäßig gut zu sein. Seitdem gab die Verschlechterung einigen Anlaß zur Sorge. Nach einer vom Board of Governors of the Federal Reserve System gemeldeten Umfrage gaben rund 40% der befragten Banken an, daß sie 1989 eine höhere Ausfallquote bei Fusionskrediten zu verzeichnen hatten als bei anderen gewerblichen Ausleihungen, verglichen mit rund einem Viertel der Banken 1988 und keiner Bank 1986. Von Ende 1988 bis Mitte 1989 erhöhte sich der Anteil der von der zuständigen Bankenaufsichtsbehörde (Office of the Comptroller of the Currency) „beanstandeten“ Kredite bei den elf bedeutendsten multinationalen Banken fast auf das Doppelte, nämlich von 9% auf 17%. Im Herbst 1989 machte die Aufsichtsbehörde auf eine Reihe potentieller Schwachstellen aufmerksam. Die Kreditkonditionen hatten sich verschlechtert, da die für die

Rechts-  
unsicherheit

Auf die Ver-  
schlechterung  
der Kredit-  
qualität ...

Unternehmen gezahlten Preise in Relation zu deren Gewinnen gestiegen waren und sich die Rückzahlungsfristen verlängert hatten. Aufgrund des Versiegens des Junk-bond-Markts wurden die Banken gedrängt, einen größeren Anteil an der HLT-Finanzierung zu übernehmen. Einige Konsortialbanken fanden es zunehmend schwierig, ihre Kredite zu verkaufen. Und schließlich war die Beteiligung kleinerer Banken, die über weniger ausgeklügelte Kreditprüfungsverfahren und über eine geringere Expertise verfügen, im Steigen begriffen.

Es besteht die Gefahr, daß sich die Qualität des Engagements der Banken weiter verschlechtert. Die Entwicklung der Preis- und Konditionengestaltung deutet darauf hin, daß die in der Anfangsphase der HLT-Welle vorhandenen Margen mit der Zeit durch den Wettbewerb ausgehöhlt wurden. Angesichts der kräftigen Ausweitung des HLT-Volumens in der Vergangenheit und des typischen Tilgungsplans (50% Rückzahlung innerhalb von fünf Jahren) liegt die Nagelprobe noch vor uns.

Hat also die Vergangenheit gezeigt, wie lukrativ ein HLT-Engagement für die Banken sein konnte, so dürfte die Zukunft mehr Klarheit über die längerfristigen Risiken der Institute bei diesen Geschäften bringen. Es ist besonders schwer abzuschätzen, mit welcher Wahrscheinlichkeit den Banken Schwierigkeiten aus dem HLT-Anteil ihres Kreditengagements erwachsen werden und ob dies Auswirkungen auf das gesamte Bankensystem haben wird. HLT sind keineswegs eine homogene Gesamtgröße, denn sie umfassen Geschäfte mit recht unterschiedlichen Merkmalen in Bezug auf das Fremdfinanzierungs- und Deckungsverhältnis, die Finanzstruktur und die Sensitivität gegenüber Konjunkturabschwüngen. Wenn auch das Engagement des Bankensystems zurückgehen dürfte, so komplizieren doch rechtliche Unsicherheiten die Beurteilung von seiner Verteilung auf die einzelnen Banken und des Restwerts im Falle einer Liquidation. Die Praxis, Kredite zu verkaufen, hat wahrscheinlich eine bessere Verteilung der Risiken auf den Finanzsektor ermöglicht. Gleichzeitig jedoch hat sie möglicherweise erhebliche Probleme in weniger gute Zeiten verlagert, wenn vielleicht neue Konditionen für die Transaktionen ausgehandelt werden müssen. Die Beachtung, die dem HLT-Engagement der Banken geschenkt wird, scheint gerechtfertigt zu sein, bedenkt man die Anzeichen einer Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit in den USA und die anderen Quellen möglicher zyklischer Anfälligkeit des Forderungsbestands der Banken, darunter auch gewerbliche Immobilien (s. die Tabelle auf S. 130). Deshalb haben die Aufsichtsbehörden ihre Überwachungs- und Koordinierungstätigkeit verstärkt; unter anderem einigten sich die drei Bankenaufsichtsbehörden der USA im Oktober 1989 auf eine gemeinsame Definition der HLT.

Informationen über die Beteiligung nichtamerikanischer Banken an HLT sind nicht ohne weiteres zu erhalten und unvollständig. Obwohl die japanischen Banken besonders aktiv an der Finanzierung von Transaktionen in den USA mitwirkten, hat nur eine große Bank ihr HLT-Engagement offengelegt, als ihre Aktien im September 1989 an der New Yorker Börse eingeführt wurden. Im Vergleich zu den US-Großbanken schien ihr Engagement deutlich geringer zu sein. Die japanischen Aufsichtsinstanzen haben sich indes besorgt

... reagieren  
die Aufsichts-  
behörden



Kreditportefeuille der US-Geschäftsbanken zur Jahresmitte 1989 <sup>1</sup>			
Position	In Mrd. US-Dollar	In Prozent der Kredite insgesamt	In Prozent des Eigen- kapitals
Industrie, Handel und Gewerbe	609	31	295
Immobilien <sup>2</sup>	720	36	349
davon:			
Immobilien Gesellschaften und gewerblicher Bau	345	17	167
Landwirtschaft und Wohnungsbau	375	19	182
Private	376	19	182
Sonstige	284	14	138
Insgesamt	1 989	100	964
Nachrichtlich:			
Transaktionen mit hoher Fremdfinanzierung (HLT) <sup>3</sup>	60	3	29
Entwicklungsländer	71	4	34

<sup>1</sup> Inländische und ausländische Niederlassungen von US-Geschäftsbanken. Die Zahlen enthalten nicht die Filialen und Vertretungen ausländischer Banken in den USA. <sup>2</sup> Die Untergliederung der Immobilienkredite ist nur angenähert. <sup>3</sup> Grobe Schätzung, die sich nur auf ausstehende Kredite und nicht auf Kreditzusagen bezieht, basierend auf Daten aus verschiedenen amtlichen und nichtamtlichen Quellen.  
Quellen: Board of Governors of the Federal Reserve System; eigene Schätzungen.

über die Beteiligung japanischer Banken und besonders die kleinerer Institute geäußert. Die Schätzungen über das Engagement britischer Banken bei Unternehmen mit hohem Verschuldungsgrad liegen ebenfalls etwas niedriger. Bei fünf der größten Kreditgeber betrug 1989 das geschätzte Gesamtengagement bei HLT-Krediten mehr als £ 10 Mrd., und in allen Fällen machte es deutlich weniger als 100% des Eigenkapitals der Bank aus. Zumindest ein Fall jedoch, bei dem sich einige mittels LBO umstrukturierte Unternehmen unter Zwangsverwaltung begeben mußten, hat die Aufmerksamkeit auf das Engagement der Gläubigerbank gelenkt. Die Aufsichtsbehörden haben sich wenig besorgt gezeigt, sollen jedoch das HLT-Engagement aufmerksam beobachten.

## Fragen der Bankenaufsicht

Im Berichtszeitraum wurde eine Reihe von Schritten mit dem Ziel unternommen, den Rahmen für die Regelung und die Aufsicht über die Aktivitäten an den Finanzmärkten zu verbessern. Ein Fall, die Neuordnung der Vorschriften über das System der Spar- und Darlehensbanken in den USA, war die Antwort der staatlichen Instanzen auf eine konkrete Krise. Allgemeiner betrachtet orientierten sich die Bemühungen an dem Erfordernis, die aufsichtsrechtlichen Bestimmungen an die raschen Veränderungen in der Organisation des Finanzgewerbes anzupassen, da die Grenzen zwischen den einzelnen Geschäftsarten und den geographischen Bereichen verschwimmen. Zwei wichtige Beispiele sind die Arbeiten an den Rahmenbedingungen für Finanzdienstleistungen im europäischen Binnenmarkt und die Bemühungen um eine Koordinierung der Eigenkapitalnormen für Wertpapiergeschäfte.

## *Reform der Sparbanken in den USA*

Reform des  
Sparbanken-  
sektors ...

Im August 1989 verabschiedete der amerikanische Kongreß den „Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act“ mit dem Ziel, die langwierigen Probleme des Sparbankensektors zu lösen (s. den letzten Jahresbericht). Durch das Gesetz wurde eine neue Behörde geschaffen, die „Resolution Trust Corporation“, die die Aufgabe der Liquidierung insolventer Institute hat und den rechtlich-institutionellen Rahmen der Sparbanken reformiert. Diese Reformen beinhalten eine Reihe von Maßnahmen: die Übertragung der bankaufsichtlichen Aufgaben der Federal Savings and Loan Insurance Corporation und des Federal Home Loan Bank Board, die beide aufgelöst wurden, auf die Federal Deposit Insurance Corporation bzw. das beim Finanzministerium neu geschaffene Office of Thrift Supervision; schärfere Eigenkapitalanforderungen, vergleichbar mit jenen für die Geschäftsbanken; ferner Kreditobergrenzen sowie die Begrenzung von Kredit-Anlagemöglichkeiten, darunter die Verpflichtung, den Bestand an Anleihen mit hohem Bonitätsrisiko bis Mitte 1994 zu veräußern. Da das Gesetz die mit der Klassifizierung als Sparinstitut einhergehenden Vorteile gekürzt hat, wird es zu einer Schrumpfung dieses Finanzzweiges während der nächsten Jahre beitragen.

... bei steigenden  
Kosten

Die Kosten der Schließung zahlungsunfähiger Institute (unter Einschluß der Zinszahlungen) wurden ursprünglich von der Regierung auf \$ 166 Mrd., verteilt über den Zeitraum von zehn Jahren, veranschlagt. Schätzungen des Kongresses gehen jetzt von Kosten in Höhe von \$ 243 Mrd. und womöglich sogar noch wesentlich mehr aus. Die Betriebsverluste der Sparbanken haben sich in jüngster Zeit erhöht, die Junk-bond-Kurse sind gesunken, am Immobilienmarkt sind weitere Schwächen erkennbar geworden, und die Verwertung von Aktiva stellt sich als schwieriger heraus, als angenommen. Nach Schätzungen der Federal Deposit Insurance Corporation liegt die Zahl der noch zu schließenden Institute zwischen 225 und 295, die rund \$ 160–200 Mrd. an Aktiva dieses Finanzzweiges auf sich vereinigen und zu den etwa 250 dazukommen, die bereits unter der Kontrolle der Behörden stehen.

## *Der europäische Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen*

Das Konzept eines europäischen Finanzraums basiert auf dem Grundsatz der „gegenseitigen Anerkennung“ der nationalen Gesetze, Verordnungen und Praktiken, vorbehaltlich der Harmonisierung der „wesentlichen“ Aufsichtsvorschriften. Dieser Grundsatz bildet den Rahmen für grenzüberschreitende Finanzaktivitäten und bestimmt letztlich das Ausmaß des erlaubten Wettbewerbs nicht nur in der Bereitstellung von Finanzdienstleistungen, sondern auch zwischen den nationalen Zulassungs- und Aufsichtsnormen. Der Grundsatz bildet den Ausgangspunkt für eine Reihe einschlägiger Richtlinien, die sich gegenwärtig in unterschiedlichen Entwicklungsstadien befinden und dem Binnenmarkt die genauen Konturen geben.

Die Zweite Bankrechts-Koordinierungsrichtlinie, die den rechtlichen Rahmen für die Bankenaufsicht abgibt, ist im Dezember 1989 verabschiedet



worden. Sie soll in den einzelnen Ländern bis spätestens 1. Januar 1993 verbindlich sein. Die Richtlinie definiert eine breite Palette erlaubter Tätigkeiten der Kreditinstitute (darunter das Wertpapiergeschäft), die im wesentlichen auf das Konzept der Universalbank zugeschnitten sind. Banken, die in einem Mitgliedstaat zugelassen sind, dürfen die erlaubten Aktivitäten sowohl direkt als auch über Zweigstellen in der gesamten Gemeinschaft ausüben („EG-Paß“) und sind dabei nur den aufsichtlichen Bestimmungen des Herkunftslandes („Herkunftslandkontrolle“) unterworfen. Die Mindestzulassungsnormen sehen ein Anfangskapital von mindestens Ecu 5 Mio. und die Verpflichtung vor, die Behörden des die Zulassung erteilenden Landes über die Identität von Aktionären, die eine qualifizierte Beteiligung halten, zu informieren, damit sie die Zulassung verweigern oder zurücknehmen können, wenn die Anteilseigner den gestellten Anforderungen nicht genügen.

In der Richtlinie ist keine Obergrenze für Beteiligungen nichtfinanzieller Unternehmen an Banken vorgesehen. Dagegen sind „qualifizierte“ Beteiligungen der Banken an nichtfinanziellen Unternehmungen für Einzelbeteiligungen auf 15% und für die kumulierten Beteiligungen auf 60% des Eigenkapitals der Bank begrenzt. Keine solchen Beschränkungen bestehen für das Versicherungsgeschäft. Um einer Reihe von Banken insbesondere in Deutschland die Anpassung zu erleichtern, ist eine Nachfrist von zehn Jahren vorgesehen.

Die ursprüngliche Fassung der Richtlinie hatte erhebliche Ängste bei den Nicht-EG-Ländern geweckt. Die vorgeschlagene Gegenseitigkeitsklausel wurde so gedeutet, daß sie die Kommission ermächtigt, die Zulassung ausländischer Tochterinstitute oder den Erwerb einer Beteiligung an einer EG-Bank auszusetzen, solange die Kommission nicht überzeugt ist, daß den EG-Banken eine „Behandlung auf Gegenseitigkeit“ in dem betreffenden Land außerhalb der Gemeinschaft zuteil wird, daß sie also all jene Tätigkeiten ausüben dürfen, die in der EG erlaubt sind. Befürchtungen über Beschränkungen des Zugangs zu den EG-Märkten herrschten vor allem in Ländern, wo das kommerzielle Banking und das Investmentbanking weitgehend auseinandergehalten werden, namentlich in den USA und in Japan. Die Endfassung hat jedoch viel dazu getan, derartige Befürchtungen zu zerstreuen. Jetzt ist das Hauptkriterium die „Inländerbehandlung“, also die Gleichbehandlung inländischer und ausländischer Institute im Drittland. Wird das Fehlen einer solchen Behandlung festgestellt, kann nur der Ministerrat Sanktionen beschließen. Sie bestehen in der Aussetzung von Zulassungsentscheidungen bis zu drei Monaten mit der Möglichkeit der Erneuerung. Wird festgestellt, daß zwar „Inländerbehandlung“ gegeben ist, das Drittland aber keinen „effektiven Marktzugang“ vergleichbar dem gewährt, den die Gemeinschaft Nicht-EG-Institutionen ermöglicht, so kann die Kommission vom Rat zur Aufnahme von Verhandlungen zur Beseitigung der Diskriminierung ermächtigt werden, doch dürfen keine Sanktionen verhängt werden. Diese Bestimmungen gelten nicht rückwirkend.

Die Mindestharmonisierung der Eigenkapitalnormen für Banken wird in zwei verschiedenen Richtlinien niedergelegt: der Eigenmittelrichtlinie, verabschiedet im April 1989, und der Solvabilitätsrichtlinie, verabschiedet im Dezember. Abgesehen von einigen geringfügigen Abweichungen gehen die

Zweite Bankrechts-Koordinierungsrichtlinie verabschiedet ...

... und Eigenkapitalvorschriften harmonisiert

Eigenkapitalanforderungen mit den 1988 im Rahmen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht für internationale Banken vereinbarten Eigenkapitalempfehlungen konform.

Die zwei Richtlinien, die die Aktivitäten der im Wertpapiergeschäft tätigen Nichtbanken regeln, sind über ein erstes Stadium noch nicht hinausgekommen. Der Entwurf einer Wertpapier-Dienstleistungsrichtlinie basiert auf den Prinzipien des EG-Passes und der Herkunftslandkontrolle, wenngleich die Überwachung der Einhaltung der Regeln ordnungsgemäßer Geschäftsführung in erster Linie Aufgabe der Behörden des Gastlandes ist. In einem Richtlinienvorschlag der Kommission werden das Eigenkapital von Wertpapierhäusern einheitlich definiert und für diese allgemein gültige Mindestkapitalanforderungen festgelegt. Der Vorschlag enthält Regelungen zum Marktrisiko von Banken und Wertpapierhäusern.

### *Aufsicht über Wertpapierhäuser und Überwachung des Marktrisikos der Banken*

Probleme der Harmonisierung der Eigenkapitalstandards für Wertpapierhäuser:

Arbeiten zur internationalen Harmonisierung der Eigenkapitalstandards für Wertpapierhäuser werden auch vom Technical Committee der International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) durchgeführt; der Ausschuss wurde 1987 gegründet, und in ihm sind die Wertpapieraufsichtsbehörden der großen Börsenplätze vertreten. Auf dem Jahrestreffen der IOSCO vom September 1989 wurde eine vorläufige Vereinbarung über ein einheitliches System erzielt, das denen ähnelt, die in den Vereinigten Staaten, Großbritannien und – seit April 1990 – in Japan bereits in Kraft sind. Das System ist insbesondere in Deutschland auf Ablehnung gestoßen, da es sich nicht auf Universalbanken anwenden läßt, die das Wertpapiergeschäft und die eigentlichen Bankgeschäfte unter einem Dach betreiben und erheblich anderen Standards der Eigenkapitalausstattung unterliegen.

Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht hat sich mit einer Ausweitung der Basler Vereinbarung über Mindesteigenkapitalstandards auf Marktrisiken der Banken unter Einschluß des Positionsrisikos aus Wertpapiergeschäften befaßt. Dies wäre eine Ergänzung der bestehenden Standards, die nur Kreditrisiken berücksichtigen.

Koordinierung der Aufsicht über Banken und Nichtbanken

Diese das internationale Bankenaufsichtsrecht betreffenden Bemühungen haben die Schwierigkeiten einer Koordinierung der Überwachung des Wertpapiergeschäfts von Banken und Nichtbanken deutlich werden lassen. Generell scheint Einigkeit darüber zu bestehen, daß es eine gewisse Chancengleichheit für beide Formen von Finanzinstituten geben muß, doch besteht noch keine Übereinstimmung, inwieweit dies machbar ist, ohne die Aufsichtsstandards für die einzelnen Institutsgruppen in Frage zu stellen.

Die Schwierigkeiten erwachsen teilweise aus den historisch bedingten unterschiedlichen Sichtweisen der Wertpapier- und der Bankenaufsichtsbehörden. Der weit überwiegende Teil der Aktiva eines Wertpapierhauses ist marktfähig und damit deutlichen Preisschwankungen unterworfen, was zu ähnlichen Schwankungen bei den Eigenmitteln des Instituts führt. Da die Firmen in der Lage sein müssen, auftretende Verluste rasch abzudecken,



messen die Wertpapieraufsichtsbehörden der Liquidität erhebliche Bedeutung zu, bewerten illiquide Forderungen zurückhaltend und lassen es häufig zu, daß bestimmte Formen kurzfristiger, nachrangiger Finanzierung als Eigenkapital zählen. Demgegenüber ist ein großer Teil der Forderungen der Banken wie beispielsweise Kredite herkömmlicherweise nicht marktfähig. Die Bankenaufsichtsbehörden haben deshalb tendenziell sehr viel weniger Nachdruck auf die Liquidität und auf kurzfristige Veränderungen des Wertes der Aktiva und mehr auf die langfristige Existenzfähigkeit des Instituts gelegt. Nicht liquide Positionen wurden nicht mit höheren Eigenkapitalanforderungen belegt, und die bankenrechtliche Definition des Eigenkapitals enthielt nur dauerhaftere Finanzierungsinstrumente. Selbst in den Ländern, in denen die Banken das Wertpapiergeschäft aktiv betreiben dürfen, hat man es allgemein nicht für notwendig erachtet, Wertpapieraktivitäten einer besonderen Regelung zu unterstellen. Ein Grund hierfür ist, daß zumindest bis vor kurzem die Wertpapieraktivitäten der großen Banken absolut gesehen wohl beträchtlich, gemessen am gesamten Geschäftsvolumen der Banken aber eher gering waren.

Ein zweiter Punkt, der viel Aufmerksamkeit auf sich zog, ist die Frage, ob die Aufsicht auf konsolidierter Basis erfolgen soll. Die Frage stellt sich nicht, wenn das Wertpapiergeschäft unter einem Dach betrieben wird. Ist dies nicht der Fall, besteht hingegen die Gefahr, daß durch ein Unterlassen der Konsolidierung die Interdependenzen in der Finanzgruppe nicht genügend Beachtung erfahren und sich sogar Aufsichtslücken ergeben. Die vor kurzem erfolgte Insolvenz des größten Junk-bonds-Markts hat zum Teil einige dieser Risiken aufgezeigt. Überdies: Wie immer der Aufsichtsrahmen im einzelnen auch aussehen wird, es stellen sich außerdem Fragen hinsichtlich der Verteilung der Kompetenzen auf die einzelnen Aufsichtsinstanzen sowohl im nationalen als auch im grenzübergreifenden Rahmen.

Konsolidierungs-  
ebene

Kompetenz-  
verteilung  
bei der Aufsicht

## V. Internationale Finanzmärkte

### Schwerpunkte

Parallel zu dem kräftigen Kreditwachstum auf den meisten nationalen Märkten und angesichts nach wie vor großer internationaler Leistungsbilanzungleichgewichte erhöhte sich das Volumen der im letzten Jahr über die internationalen Bankkredit- und Anleihemärkte neu vermittelten Finanzierungen sehr deutlich.

Im internationalen Bankensektor war das Neukreditgeschäft noch stärker auf die Industrieländer im BIZ-Berichtsgebiet konzentriert. Ein bedeutender expansiver Faktor war die Bereitstellung von Bankfinanzierungen für das boomende Geschäft der Fusionen und Unternehmensübernahmen (Mergers & Acquisitions). In einer Reihe europäischer Länder ermöglichte die Liberalisierung der Kapitalverkehrsbeschränkungen eine weitere Verlagerung des Geschäfts von den inländischen zu den internationalen Märkten. In Japan war die Abwicklung inländischer Kreditvergaben über Auslandsniederlassungen der Banken von größerer Bedeutung. Außerdem wurde der internationale Bankenmarkt weiterhin in großem Umfang für die Finanzierung und die Absicherung des Kaufs ausländischer Wertpapiere in Anspruch genommen. Außerhalb des Berichtsgebiets waren die osteuropäischen Länder die einzige Hauptschuldnergruppe, die größere Beträge aufnahm, wohingegen die identifizierten Forderungen der hochverschuldeten Länder der Dritten Welt deutlich abnahmen.

Die japanischen Institute spielten weiterhin eine entscheidende Rolle bei der Expansion des internationalen Bankgeschäfts; gleichzeitig belebte sich 1989 das internationale Geschäft der Banken in den USA nach Jahren der Quasi-Stagnation; ein besonders kräftiges Wachstum meldeten die kontinentaleuropäischen Banken.

An den internationalen Wertpapiermärkten im langfristigen Bereich war das auffälligste Merkmal die starke Ausweitung eigenkapitalbezogener Emissionen, die mit der festen Verfassung der Tokioter Aktienbörse bis Jahresende zusammenhing. Ein weiterer geschäftsbelebender Faktor im ersten Halbjahr des vergangenen Jahres war die feste Tendenz des US-Dollars zusammen mit dem Rückgang der Zinsen für diese Währung. Im weiteren Jahresverlauf gab es indes ungünstige Einflüsse in Gestalt zunehmender Zinsunsicherheiten vor allem bei anderen Währungen und von Änderungen in der Einschätzung der Kreditwürdigkeit einiger Firmenkunden.

Im kurzfristigen Bereich des internationalen Wertpapiermarktes war im vergangenen Jahr ein starker Rückgang des Geschäftsvolumens zu verzeichnen. Unter anderem wegen der zunehmenden Konkurrenz nationaler Märkte und aufgrund von Besorgnissen über die Kreditqualität schrumpfte das



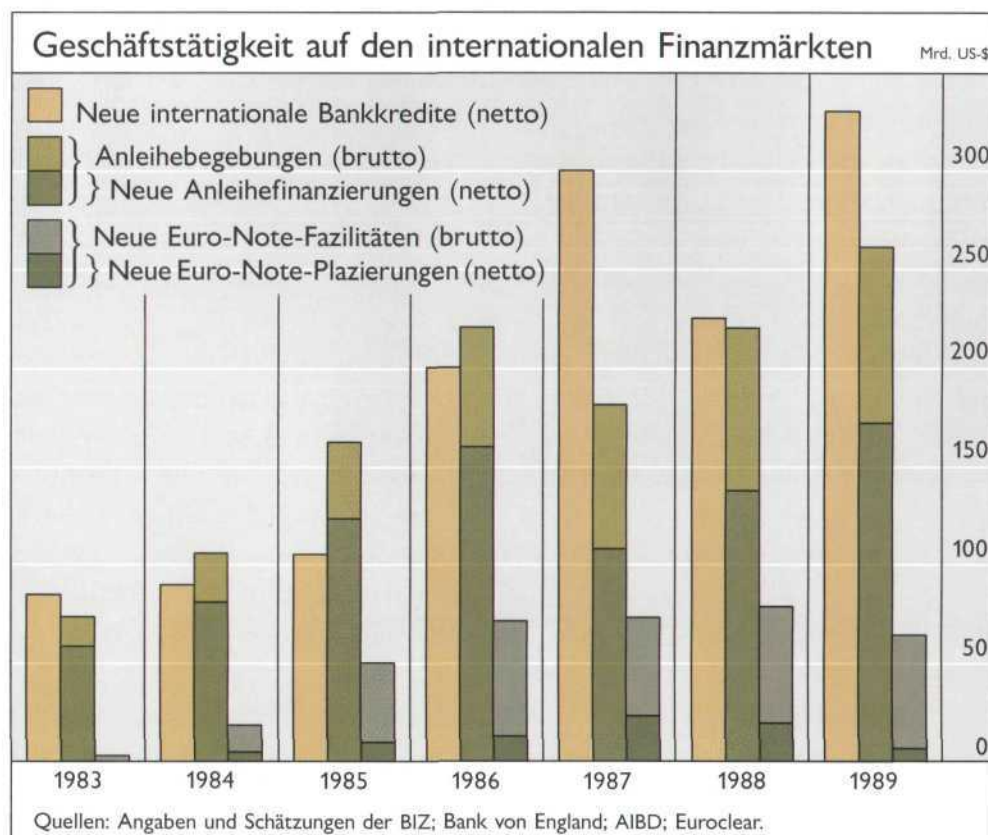
Nettovolumen neu begebener Euro-Commercial papers auf einen Bruchteil seiner vorherigen Größe.

Eine auffällige Entwicklung der letzten Jahre, die 1989 an Dynamik gewann, war das Wachstum der Märkte für „abgeleitete“ (oder „derivative“) Finanzprodukte. Das Geschäft mit börsengehandelten Finanzterminkontrakten und -optionen hat einen markanten Aufschwung erlebt, und die Swapmärkte haben weiter an Bedeutung gewonnen. In diesem Kapitel werden jüngste Veränderungen auf diesen Märkten untersucht und einige ihrer möglichen Auswirkungen betrachtet.

Als letztes befaßt sich das Kapitel mit der Entwicklung der internationalen Verschuldungssituation. Insgesamt gesehen vermochten die hochverschuldeten Länder im letzten Jahr keine Vorteile aus der günstigen Wirtschaftslage in den Industrieländern zu ziehen. Die Ausweitung ihrer Exporte verlangsamte sich tendenziell, und gleichzeitig stiegen ihre Zinsverpflichtungen aufgrund höherer Zinsen erneut an. Schuldenumwandlungsprogramme auf der Grundlage der Brady-Initiative haben die Schuldendienstbelastungen einiger Länder gemindert. Doch die im Rahmen dieser Strategie verfügbaren öffentlichen Gelder reichen womöglich nicht aus, um die Voraussetzung dafür zu schaffen, daß alle Problemschuldnerländer, die grundlegende Wirtschaftsreformen einleiten wollen, wieder ihrem Schuldendienst voll nachkommen können.

## Das internationale Finanzmarktgeschäft

Das Wachstum des Gesamtvolumens der im vergangenen Jahr über die internationalen Finanzmärkte geleiteten Neufinanzierungen verstärkte sich



Nettokreditvergabe auf den internationalen Märkten (Schätzung)							
Position	Stand Ende 1984	Veränderung <sup>1</sup>					Stand Ende 1989
		1985	1986	1987	1988	1989	
	Milliarden US-Dollar						
Grenzüberschreitende Forderungen der berichtenden Banken <sup>2</sup>	2 165,6	232,1	510,8	596,8	424,9	590,6	5 030,7
Lokale Fremdwährungsforderungen abzüglich Doppelzahlungen wegen Mittelweitergabe zwischen den berichtenden Banken	464,3	63,4	147,7	162,8	75,5	113,1	1 132,9
A = internationale Ausleihungen der Banken (netto) <sup>3</sup>	1 344,9	190,5	458,5	459,6	275,4	373,7	3 523,6
B = Euro-Note-Plazierungen (netto)	1 285,0	105,0	200,0	300,0	225,0	330,0	2 640,0
Abgeschlossene internationale Anleihebegebungen	5,0	10,0	13,0	23,4	19,5	6,9	79,2
abzüglich Tilgungen und Rückkäufen		161,9	220,5	181,1	220,1	261,1	
C = internationale Anleihefinanzierung (netto)		38,9	60,9	73,3	82,9	89,5	
	390,0	123,0	159,7	107,8	137,1	171,6	1 252,3
D = (A + B + C) = internationale Finanzierungen insgesamt	1 680,0	238,0	372,7	431,2	381,6	508,5	3 971,5
abzüglich Doppelzahlungen <sup>4</sup>	90,0	58,0	82,7	51,2	66,6	68,5	441,5
E = internationale Finanzierungen insgesamt (netto)	1 590,0	180,0	290,0	380,0	315,0	440,0	3 530,0

<sup>1</sup> Die Stromdaten der Nichtdollarbankpositionen werden zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende in Dollar umgerechnet und Nichtdollaranleihen zum Wechselkurs des Ankündigungsdatums. Die Bestandsdaten werden zu jeweiligen Wechselkursen umgerechnet.

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

<sup>3</sup> Neben direkten Forderungen gegenüber Endempfängern enthalten diese Schätzungen bestimmte Interbankpositionen: erstens Forderungen gegenüber Banken außerhalb des Berichtsgebiets, wobei davon ausgegangen wird, daß diese „peripheren“ Banken in den meisten Fällen die Mittel bei Banken in den Finanzzentren nicht nur deshalb aufnehmen, um sie bei anderen Banken in diesen Zentren wieder anzulegen; zweitens Forderungen gegenüber Banken innerhalb des Berichtsgebiets, soweit solche Banken die Mittel 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.

<sup>4</sup> Von den berichtenden Banken übernommene internationale Anleihen, soweit sie in der Bankenstatistik als Forderungen gegenüber Gebietsfremden ausgewiesen sind; Anleihen, die von den berichtenden Banken hauptsächlich zur Fundierung ihres internationalen Kreditgeschäfts begeben werden.

Deutliche  
Ausweitung  
der Kredit-  
gewährung über  
internationale ...

deutlich. Bereinigt um Doppelzahlungen und Überschneidungen zwischen den einzelnen Marktsegmenten dürfte sich der Betrag der ausstehenden Kredite um schätzungsweise \$ 440 Mrd. oder 14% auf insgesamt \$ 3 530 Mrd. erhöht haben. Diese Zunahme lag etwas über dem durchschnittlichen Wachstum der Inlandskredite in den großen Industrieländern und beläuft sich, um die Inflationsrate in den USA bereinigt, real auf 9%.

... Banken ...

Der in absoluten Zahlen größte Beitrag zum Wachstum des gesamten Finanzierungsvolumens kam wie üblich aus dem internationalen Bankensektor (\$ 330 Mrd.). Da die Banken weiterhin recht aktiv als Schuldner und Anleger am Wertpapiermarkt auftraten, sind hierin Überschneidungen im Betrag von fast \$ 70 Mrd. mit den am internationalen Anleihemarkt netto aufgenommenen Geldern enthalten. Nicht direkt aus dieser Zahl ersichtlich ist die Rekordausweitung der angekündigten internationalen neuen Konsortialkredite



um über 50% auf \$ 152 Mrd., die mit dem Aufschwung des Geschäfts der Mergers & Acquisitions namentlich in Großbritannien und den Vereinigten Staaten zusammenhing.

Das Volumen der 1989 abgeschlossenen Anleihebegebungen belief sich auf \$ 261 Mrd. und erreichte damit ein neues Hoch. Obwohl aufgrund steigender Zinsen weniger Anleihen vorzeitig gekündigt wurden, sorgte die wachsende Bedeutung termingemäßer Rückzahlungen dafür, daß sich der Gesamtbetrag an Tilgungen weiter auf fast \$ 90 Mrd. erhöhte. Mit \$ 172 Mrd. lag der effektive Betrag der Nettoneuverschuldung 7,5% über dem letzten Höchstwert aus dem Jahr 1986. Ein neues Merkmal am internationalen Anleihemarkt war im letzten Jahr, daß die eigenkapitalbezogenen Emissionen fast 45% zu dieser Nettoneufinanzierung beitrugen. Im Gegensatz dazu war auf dem internationalen Markt für kurzfristige Wertpapiere ein starker Rückgang (auf \$ 7 Mrd.) bei den neuen Euro-Note-Plazierungen (netto) zu verzeichnen, die in den Jahren 1987 und 1988 \$ 23 Mrd. bzw. fast \$ 20 Mrd. erreicht hatten.

... und Anleihe-  
märkte

Starke Zunahme  
der eigenkapital-  
bezogenen  
Emissionen

## Der internationale Bankensektor

### *Die Entwicklung der zusammengefaßten Bankpositionen*

Nach einer etwas verhalteneren Geschäftsentwicklung im Jahr 1988 verstärkte sich das Wachstum der zusammengefaßten internationalen Positionen der Banken im vergangenen Jahr, ohne allerdings die hohen Wachstumsraten von 1987 zu erreichen. Die grenzüberschreitenden Forderungen der berichtenden Banken zuzüglich der Fremdwährungsforderungen gegenüber den Gebietsansässigen erhöhten sich um \$ 704 Mrd. oder 13% auf insgesamt \$ 6 164 Mrd. (diese Zahlen weisen die tatsächliche Expansion aufgrund für 1989 fehlender Daten über Banken in Italien etwas zu gering aus).

Noch mehr als in den vorangegangenen Jahren war das Neukreditgeschäft auf das Berichtsgebiet selbst konzentriert. Abzüglich der Doppelzahlungen dürfte sich die Zunahme der Ausleihungen an dieses Gebiet schätzungsweise auf rund \$ 320 Mrd. belaufen haben, wovon \$ 184 Mrd. auf Direktkredite an Nichtbanken entfielen. Die identifizierten Forderungen an die Außengebietsländer nahmen geringfügig ab, was der erste bisher verzeichnete Rückgang war. Die geographisch nicht aufteilbaren Forderungen, wozu bestimmte Wertpapierbestände und die Forderungen an internationale Organisationen zählen, erhöhten sich um \$ 12 Mrd.

Noch weitere  
Konzentration  
des Neukredit-  
geschäfts auf das  
Berichtsgebiet

Anders stellte sich die Lage auf der Herkunftseite der Bilanzen der berichtenden Banken dar; dort weiteten sich die Verbindlichkeiten gegenüber den Ländern außerhalb des Berichtsgebiets um \$ 51 Mrd. aus. Angesichts der Abnahme der Forderungen der Banken an diese Länder bedeutete dies, daß das Außengebiet 1989 den berichtenden Banken netto Mittel in bedeutendem Umfang zur Verfügung stellte. Der Rückgang der Nettogläubigerposition der berichtenden Banken gegenüber den Außengebietsländern um \$ 52 Mrd. überzeichnet freilich etwas den tatsächlichen Mittelrückfluß aus diesen Ländern, da er infolge von Wertberichtigungen der Banken sowie des Verkaufs und der Umwandlung von Bankforderungen gegenüber hochver-

Bedeutende  
Rolle des  
Außengebiets  
als Bereitsteller  
neuer Mittel

Hauptmerkmale des internationalen Bankgeschäfts					
Position	Veränderung, bereinigt um Wechselkurseinflüsse				Stand Ende 1989
	1986	1987	1988	1989	
	Milliarden US-Dollar				
Forderungen an Außengebietsländer	14,4	10,9	7,5	−1,0	719,3
Internationale Forderungen an im Berichtsgebiet Ansässige	631,3	736,5	491,2	692,7	5 318,7
davon: Grenzüberschreitende Forderungen					
innerhalb des Berichtsgebiets	483,6	573,7	415,7	579,6	4 185,8
Inländische Forderungen der berichtenden Banken					
in Fremdwährung	147,7	162,8	75,5	113,1	1 132,9
davon: Forderungen an Nichtbanken	108,7	177,7	128,9	183,8	1 255,3
Bankeigene Verwendung internationaler Mittel					
für Inlandskredite	64,2	99,2	86,8	135,3	539,8
Doppelzählung von Interbankgeschäften	458,5	459,6	275,4	373,7	3 523,6
Nicht zurechenbar	12,7	12,2	1,8	11,9	125,6
Internationale Bankforderungen insgesamt (brutto)	658,5	759,6	500,4	703,7	6 163,6
Internationale Bankkredite (netto, geschätzt)	200,0	300,0	225,0	330,0	2 640,0
Verbindlichkeiten gegenüber Außengebietsländern	−1,6	48,5	40,3	50,5	565,6
Internationale Verbindlichkeiten					
gegenüber im Berichtsgebiet Ansässigen	618,6	722,3	478,0	600,7	5 230,3
davon: Grenzüberschreitende Verbindlichkeiten					
innerhalb des Berichtsgebiets	505,7	603,0	443,8	517,7	4 350,6
Inländische Verbindlichkeiten der berichtenden Banken					
in Fremdwährung	112,9	119,3	34,2	83,0	879,7
davon: Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken	89,1	70,4	66,1	96,4	787,7
Bankeigene Bereitstellung inländischer Mittel					
für internationale Kredite*	81,5	147,5	85,1	138,5	1 022,0
Doppelzählung von Interbankgeschäften	447,9	504,4	326,8	365,8	3 420,6
Nicht zurechenbar	31,0	33,6	33,5	44,6	264,7
Internationale Bankverbindlichkeiten insgesamt (brutto)	647,9	804,4	551,8	695,8	6 060,6
Bereitstellung internationaler Bankmittel (netto, geschätzt)	200,0	300,0	225,0	330,0	2 640,0

\* Einschl. Treuhandgeldern, die über Banken in der Schweiz an den Markt gelangen, und Einlagen von Währungsinstitutionen.

\* Einschl. Treuhandgeldern, die über Banken in der Schweiz an den Markt gelangen, und Einlagen von Währungsinstitutionen.

schuldeten Entwicklungsländern überhöht ist. Die Verbindlichkeiten gegenüber im Berichtsgebiet Ansässigen erhöhten sich um \$ 600 Mrd. oder, bereinigt um Doppelzählungen, schätzungsweise um \$ 235 Mrd. Der größere Teil des \$ 45 Mrd. betragenden Anstiegs der nicht nach Regionen aufteilbaren Position, die hauptsächlich Verbindlichkeiten aus von den Banken selbst begebenen internationalen Wertpapieren und Verbindlichkeiten gegenüber internationalen Organisationen umfaßt, kann wahrscheinlich ebenfalls dem Mittelaufkommen aus dem Innengebiet zugeordnet werden.

Wie üblich resultierte der Großteil des Anstiegs der Bruttositionen der Banken gegenüber dem Berichtsgebiet aus Bank-zu-Bank-Geschäften. So entfielen fast drei Viertel (\$ 509 Mrd.) der Ausweitung der Innengebietsforderungen



auf Interbankgeschäfte, wovon \$ 472 Mrd. grenzüberschreitende Transaktionen waren. Zwar spielten die japanischen Banken, Hauptsitze wie Auslandsniederlassungen, eine führende Rolle bei dieser Expansion, doch scheint sich die Ausweitung ihres Zwischenbankgeschäfts beträchtlich verlangsamt zu haben. Die grenzüberschreitenden Transaktionen zwischen den Banken in Japan und den Banken in den anderen berichtenden Ländern, die 1988 um \$ 321 Mrd. hochgeschneit waren, erhöhten sich um \$ 256 Mrd. Im Gegensatz dazu verstärkten sich die Interbankausleihungen zwischen den Banken in Europa von \$ 39 Mrd. im Jahr 1988 auf \$ 111 Mrd.

Starke Zunahme des Interbankgeschäfts im Berichtsgebiet selbst

Bereinigt um Doppelzahlungen aus Mittelweitergaben läßt sich die Eigenverwendung von Bankgeldern für lokale Ausleihungen in Landeswährung seitens der berichtenden Banken im letzten Jahr auf schätzungsweise \$ 135 Mrd. veranschlagen, wobei die Banken in Japan und Großbritannien die meisten Mittel in Anspruch nahmen. Gleichzeitig dürften die Banken auf der Herkunftseite des Marktes schätzungsweise \$ 138 Mrd. auf den inländischen Märkten zur Refinanzierung ihres internationalen Kreditgeschäfts aufgenommen haben. In der letztgenannten Zahl sind rund \$ 40 Mrd. an Treuhandgeldern enthalten, die über Banken in der Schweiz an den Euromarkt gelangten, und einige von Währungsinstitutionen im Berichtsgebiet erhaltene Einlagen.

#### *Entwicklung an den einzelnen Finanzplätzen*

Die Beschleunigung des Wachstums des internationalen Bankgeschäfts im letzten Jahr erfolgte vor allem an den europäischen Finanzplätzen, wo die internationalen Forderungen der Banken um \$ 314 Mrd. oder um mehr als doppelt so viel wie 1988 expandierten. Die Banken in Frankreich und in Großbritannien meldeten die stärksten Zuwächse der grenzüberschreitenden Forderungen in Fremdwährungen, nämlich je \$ 50 Mrd. oder 21,5% bzw. 6,2%. Die besonders rasche Ausweitung der Geschäfte in Frankreich war das Ergebnis der Aufhebung von Devisenkontrollen und der zunehmenden Präsenz ausländischer Bankniederlassungen. Ein außergewöhnlich starkes Wachstum der gesamten Fremdwährungsaktiva (um 50%) wurde von den Banken in Schweden verzeichnet, die ebenfalls von einer Liberalisierung der Devisenkontrollen profitierten, wobei sich die Zunahme um \$ 21 Mrd. zum größten Teil aus direkten Kreditvergaben in Fremdwährung an inländische Nichtbanken ergab. Die Banken in Deutschland meldeten ein ungewöhnlich kräftiges Wachstum ihrer Auslandsforderungen sowohl in Landes- wie in Fremdwährung vor allem im letzten Quartal des Jahres, als eine starke ausländische Nachfrage nach Euro-DM-Mitteln zur Finanzierung von Käufen deutscher Aktien und Rentenwerte herrschte.

Lebhaftes Geschäft an den europäischen Finanzplätzen

Die Banken in Großbritannien importierten netto in bedeutendem Umfang ausländische Mittel (\$ 25 Mrd.), hauptsächlich für die Refinanzierung ihres Geschäfts im Zusammenhang mit inländischen Unternehmensübernahmen und Fusionen. Auch in der Schweiz, wo die Kreditpolitik 1989 deutlich restriktiver war, nahmen die Banken – in auffallendem Gegensatz zu den Jahren vor 1988 – in beträchtlichem Ausmaß Mittel im Ausland auf. Der Nettokapitalzufluß von \$ 16 Mrd. über die Banken sowie der Leistungsbilanzüberschuß des Landes trugen zum Ausgleich der beträchtlichen Abflüsse von

Hohe Mittelaufnahme im Ausland durch Banken in Großbritannien und der Schweiz

## Entwicklung an den einzelnen Finanzplätzen

Position der Banken in		Veränderung, bereinigt um Wechselkurseinflüsse						Stand		
		1988			1989			Ende 1989		
		Auslandspositionen in		Lokale Fremd- wäh- rungsposi- tionen	Auslandspositionen in		Lokale Fremd- wäh- rungsposi- tionen	Auslandspositionen in		Lokale Fremd- wäh- rungsposi- tionen
		Landes- währung	Fremd- währung		Landes- währung	Fremd- währung		Landes- währung	Fremd- währung	
Milliarden US-Dollar										
Großbritannien	F	6,8	27,1	7,0	5,1	50,0	10,6	73,8	850,2	274,5
	V	24,7	37,0	-2,8	17,7	62,7	-8,3	122,1	905,8	233,0
Frankreich	F	1,4	21,8	0,5	4,3	50,1	3,5	51,0	283,4	74,1
	V	8,0	25,2	5,7	15,8	47,9	14,8	44,4	312,6	73,1
Deutschland (BR)	F	13,3	4,1	1,0	34,3	20,0	0,2	188,1	80,4	4,4
	V	8,0	0,6	0,6	12,1	13,1	1,3	96,7	63,0	6,7
Luxemburg	F	0,0	19,5	-0,2	0,2	36,3	4,4	3,3	225,7	39,3
	V	0,3	14,5	4,8	0,7	34,2	6,5	3,7	206,7	49,2
Belgien	F	0,7	0,6	0,8	0,5	19,3	1,8	10,1	151,9	46,8
	V	1,9	2,0	1,4	1,8	15,8	5,8	17,5	168,1	35,7
Niederlande	F	1,5	13,6	3,3	7,0	19,0	5,3	32,0	118,6	22,9
	V	-0,7	12,8	3,6	2,8	10,4	7,3	23,1	105,5	27,4
Schweiz	F	-1,3	1,2	0,8	-5,7	-0,3	3,6	58,4	65,1	19,4
	V	-0,6	4,4	-0,3	3,8	6,1	2,1	24,3	65,2	19,9
Schweden	F	-0,4	0,9	6,5	1,6	4,4	16,6	3,4	17,6	47,0
	V	1,0	9,5	0,0	0,2	18,4	0,7	4,1	59,2	7,5
Übrige euro- päische Länder	F	0,9	4,6	15,7	3,0	8,7	10,2	27,0	163,5	104,1
	V	3,9	20,0	3,9	2,2	21,1	2,8	29,1	261,0	35,9
Europäische berichtende	F	22,9	93,4	35,4	50,3	207,5	56,2	447,1	1 956,4	632,5
Länder zusammen	V	46,5	126,0	16,9	57,1	229,7	33,0	365,0	2 147,1	488,4
Japan: Offshore- Markt	F	61,4	77,1	25,4	69,0	46,0	26,0	183,0	246,0	67,0
	V	52,9	82,9	9,0	19,7	38,0	35,0	117,0	254,0	60,0
Übrige	F	0,5	27,7	14,3	4,0	33,5	29,3	189,7	223,3	408,1
	V	-6,4	60,6	8,1	36,5	46,6	13,9	174,4	334,3	321,0
USA: Banken- freizone	F	20,8	19,4	0,0	28,9	-0,5	0,0	289,6	53,3	0,0
	V	20,9	18,8	0,0	48,4	-1,8	0,0	334,0	55,5	0,0
Übrige	F	10,4	0,1	0,0	14,2	2,4	0,0	244,6	11,8	0,0
	V	21,6	3,0	0,0	12,3	-0,6	0,0	246,6	11,1	0,0
Kanada	F	-2,0	-4,5	0,4	0,4	1,8	1,6	4,2	46,0	25,3
	V	-0,9	-2,3	0,3	2,1	0,1	1,1	9,3	64,4	10,4
Asiatische Finanzplätze	F	1,1 <sup>1</sup>	87,6 <sup>2</sup>	..	-1,1 <sup>1</sup>	117,5 <sup>2</sup>	..	4,7 <sup>1</sup>	693,0 <sup>2</sup>	..
	V	3,4 <sup>1</sup>	77,2 <sup>2</sup>	..	4,0 <sup>1</sup>	109,2 <sup>2</sup>	..	10,6 <sup>1</sup>	638,5 <sup>2</sup>	..
Karibische Finanzplätze	F	..	9,0	..	..	16,6	..	..	438,1	..
	V	..	13,5	..	..	11,6	..	..	419,0	..
Insgesamt	F	115,2	309,8	75,5	165,7	424,9	113,1	1 362,8	3 668,0	1 132,9
	V	138,0	379,6	34,2	180,0	432,8	83,0	1 256,9	3 923,9	879,7

Anmerkung: F = Forderungen; V = Verbindlichkeiten.

<sup>1</sup> Nur Hongkong. <sup>2</sup> Einschl. Bahrain.



Nichtbankgeldern aus der Schweiz bei. Die Banken in Deutschland und in den Niederlanden stellten den internationalen Märkten 1989 netto in erheblichem Umfang Mittel zur Verfügung; ihre Nettogläubigerposition gegenüber dem Ausland stieg um \$ 29 Mrd. bzw. knapp \$ 13 Mrd.

Wie in den Vorjahren verzeichneten die Banken in Japan die stärkste Expansion internationaler Forderungen, nämlich im Betrag von \$ 208 Mrd.; prozentual war der Zuwachs mit 19% allerdings wesentlich geringer als 1988. Ein kräftiges Wachstum der Auslandsforderungen (\$ 116 Mrd. oder 20%) wurde überdies von den Banken an den asiatischen Finanzplätzen gemeldet, wo die Niederlassungen japanischer Banken eine herausragende Rolle spielen.

In Japan selbst entwickelten sich die Offshore-Konten der Banken und ihre traditionellen Onshore-Konten höchst unterschiedlich. Am japanischen Offshore-Markt (JOM) bauten die Banken ihre Auslandsgläubigerposition in Yen netto um \$ 49 Mrd. oder fast 300% aus. Gleichzeitig importierten sie über ihre Onshore-Konten netto Yen-Gelder in Höhe von \$ 33 Mrd. Eine ähnliche Situation herrschte beim Fremdwährungsgeschäft: Die Banken liehen über den JOM netto \$ 8 Mrd. an Gebietsfremde aus, nahmen aber über ihre traditionellen Konten \$ 13 Mrd. im Ausland auf. Diese Entwicklungen spiegelten bis zu einem gewissen Grad eine Lockerung der nationalen japanischen Vorschriften wider, wodurch die Banken in Japan gegenüber dem JOM Nettokreditgeber werden konnten, und wurden von zwei Faktoren beeinflusst. Erstens übertrugen die japanischen Banken, um inländische Kreditrichtlinien zu umgehen, einen beträchtlichen Teil ihres heimischen Kreditgeschäfts auf ihre ausländischen Niederlassungen, die sich am JOM refinanzierten. Zweitens floß ein erheblicher Teil des inländischen Interbankgeschäfts angesichts des Verbots direkter Kreditaufnahme am JOM und trotz der weiteren Liberalisierung des inländischen Geldmarkts im November 1988 weiterhin unter Einschaltung ausländischer Niederlassungen der japanischen Banken über den JOM.

Die Expansion der internationalen Positionen der Banken in den USA verlangsamte sich im vergangenen Jahr. Namentlich die grenzüberschreitenden Forderungen und Verbindlichkeiten in Fremdwährungen, die 1988 um je rund 40% gestiegen waren, wuchsen kaum noch. Wie in den Vorjahren importierten die Banken in den USA netto in bedeutendem Umfang Mittel aus dem Ausland (\$ 13 Mrd.).

#### *Das Direktgeschäft der Banken mit Nichtbanken im Berichtsgebiet*

Das Wachstum des internationalen Direktgeschäfts der berichtenden Banken mit Nichtbanken im Berichtsgebiet beschleunigte sich im vergangenen Jahr erheblich. Auf der Aktivseite der Bankbilanzen weiteten sich die grenzüberschreitenden Kredite und die lokalen Kredite in Fremdwährungen um \$ 184 Mrd. oder 17% aus (s. die folgende Tabelle). Die bedeutendsten Kreditnehmer waren Nichtbanken in Japan, Großbritannien und den Vereinigten Staaten. Besonders stark nahmen die grenzüberschreitenden Kredite an die japanischen Nichtbanken zu (\$ 29 Mrd. oder 53%). Hingegen verlangsamte sich das Wachstum der lokalen Fremdwährungsausleihungen der Banken in Japan im letzten Jahr abrupt (\$ 11 Mrd.), zum Teil weil die japanischen

Anhaltende kräftige Expansion des internationalen Geschäfts der Banken in Japan

Wechselwirkung zwischen dem JOM und dem traditionellen Onshore-Markt

Starke Zunahme der Direktausleihungen an Nichtbanken in Japan, Großbritannien und den USA ...

Direktgeschäft der berichtenden Banken mit Nichtbanken im Berichtsgebiet											
Positionen gegen- über Nichtbanken in		Veränderung, bereinigt um Wechselkurseinflüsse								Stand Ende 1989	
		Grenzüberschreitende Positionen				Lokale Fremdwährungs- positionen				Grenz- über- schrei- tende Po- sitionen	Lokale Fremd- wäh- rungs- posi- tionen
		1986	1987	1988	1989	1986	1987	1988	1989		
		Milliarden US-Dollar									
Großbritannien	F	7,0	0,9	5,5	8,0	11,1	14,4	12,2	29,7	39,1	117,6
	V	3,8	3,8	1,5	6,3	10,1	11,1	4,9	12,8	35,3	71,2
Italien	F	-0,4	1,1	5,3	11,2	3,0	6,5	6,5	..	44,1	33,9
	V	-0,1	1,1	-0,1	1,7	0,1	-0,4	0,9	..	8,2	2,4
Deutschland (BR)	F	-3,5	5,7	6,0	1,0	0,0	0,5	0,8	-0,2	67,7	2,8
	V	16,9	4,6	5,8	23,2	0,9	0,9	0,2	1,1	74,2	5,1
Schweden	F	0,0	0,7	-1,1	2,4	0,7	5,1	7,8	15,8	12,4	43,3
	V	0,4	0,5	0,5	0,6	0,2	0,7	1,7	-0,3	3,2	4,1
Belgien- Luxemburg	F	0,5	1,4	1,0	2,9	2,3	2,3	0,3	2,9	21,4	32,7
	V	3,1	-0,8	1,6	5,2	1,9	3,9	6,2	8,8	24,5	31,4
Niederlande	F	2,9	4,9	7,2	8,0	1,6	0,2	3,0	4,1	34,5	15,2
	V	2,7	4,1	10,4	9,9	1,5	1,0	2,9	6,5	43,1	19,7
Frankreich	F	-1,9	-1,3	-0,6	1,8	-0,6	7,9	-1,6	0,1	20,6	18,9
	V	1,8	1,6	0,9	4,4	0,8	1,3	4,1	9,3	17,5	19,4
Schweiz	F	1,8	0,4	1,1	3,7	2,0	0,4	0,5	2,3	18,3	10,8
	V	-0,4	3,2	1,4	6,0	1,5	1,3	0,3	2,1	40,5	11,1
Übrige euro- päische Länder	F	-0,9	2,7	2,3	3,4	1,6	7,9	6,9	8,2	70,9	42,8
	V	1,8	0,9	1,4	3,4	0,0	0,1	0,8	2,7	18,7	9,3
Europäische berichtende Länder zusammen	F	5,1	16,5	26,7	42,4	21,7	45,2	36,4	62,9	329,0	318,0
	V	30,0	19,0	23,4	60,7	17,0	19,9	22,0	43,0	265,2	173,7
Japan	F	4,6	26,8	14,9	29,2	47,6	56,7	31,6	11,4	84,5	214,3
	V	2,2	0,6	1,4	10,1	..	..	..	..	18,3	..
USA	F	20,3	27,2	15,6	21,6	0,0	0,0	0,0	0,0	179,4	0,0
	V	26,4	22,8	9,8	-27,7	0,0	0,0	0,0	0,0	203,8	0,0
Kanada	F	2,1	2,7	-1,2	3,7	-0,9	-1,7	0,3	1,6	22,6	23,1
	V	1,5	-0,5	0,0	- 0,3	0,3	0,6	0,3	1,3	11,4	8,3
Asiatische Finanzplätze <sup>1</sup>	F	1,1	-1,5	1,1	1,8	..	..	..	..	13,8	..
	V	2,2	1,5	4,0	6,4	..	..	..	..	31,0	..
Karibische und sonstige Finanzplätze <sup>2</sup>	F	7,1	5,7	3,5	9,3	..	..	..	..	70,6	..
	V	9,5	6,6	5,3	3,0	..	..	..	..	76,0	..
Insgesamt	F	40,3	77,4	60,6	107,9	68,4	100,3	68,3	75,9	699,9	555,4
	V	71,8	50,0	43,9	52,2	17,3	20,4	22,2	44,2	605,7	182,0

Anmerkung: F = Forderungen; V = Verbindlichkeiten.  
<sup>1</sup> Einschl. Bahrain. <sup>2</sup> Einschl. nichtberichtender Offshore-Finanzplätze: Barbados, Bermudas, Britisch-Westindien, Libanon, Liberia und Vanuatu.

Nichtbanken ihre Käufe ausländischer Wertpapiere weniger absicherten. Die Kreditvergabe an britische und amerikanische Nichtbanken (\$ 38 Mrd. bzw. \$ 22 Mrd.) hing in beträchtlichem Ausmaß mit Fusionen und Unternehmensübernahmen zusammen.



Ferner nahmen Nichtbanken in Schweden (\$ 18 Mrd.), den Niederlanden (\$ 12 Mrd.) und Italien (\$ 11 Mrd.) in großem Umfang Kredite auf. Die beträchtliche Neuverschuldung schwedischer und italienischer Nichtbanken – weitgehend in Fremdwährung – wurde durch die Abschaffung von Devisenkontrollen erleichtert und läßt sich mit den hohen inländischen Zinssätzen sowie dem Fehlen ernstlicher Wechselkursbefürchtungen fast während des ganzen Jahres erklären. Die italienischen Zahlen umfassen nur die grenzüberschreitende Kreditvergabe; die Daten über die lokalen Ausleihungen der Banken in Italien in Fremdwährung für 1989 sind noch nicht verfügbar. Die Niederlande sind wie Großbritannien ein wichtiges Domizil für die Finanzierungsgesellschaften internationaler Konzerne.

... und in einigen Ländern auf dem europäischen Festland

Auf der Passivseite der Bilanzen flossen den berichtenden Banken im vergangenen Jahr neue Einlagen in Höhe von \$ 96 Mrd. (+ 14%) von Nichtbanken aus dem Berichtsgebiet zu. Der Zuwachs wäre noch größer gewesen, hätte nicht der US-Nichtbankensektor in großem Umfang Einlagen aus dem internationalen Bankenmarkt abgezogen (–\$ 28 Mrd.), während er in den Vorjahren gewöhnlich zu den bedeutenden Bereitstellern von Mitteln gehört hatte. Dieser ausgeprägte Umschwung war die Folge der geringeren Differenz zwischen den Zinssätzen am inländischen US-Markt und den Euromärkten, insbesondere zwischen dem Schatzwechselsatz und LIBOR. Zusammen mit einer beträchtlichen Neuverschuldung bedeutete dies, daß die US-Nichtbanken 1989 von Banken im Ausland netto fast \$ 50 Mrd. erhielten (1988 nur \$ 6 Mrd.); dieser Kapitalzufluß, zu welchem die von den Banken importierten \$ 13 Mrd. hinzukommen, könnte erklären helfen, warum der Dollar fast während des ganzen Jahres 1989 fest notierte.

Deutlich verstärkter Zuwachs der Einlagen von Nichtbanken trotz hoher Mittelabzüge aus den USA

Die deutliche Zunahme der Auslandseinlagen von Nichtbanken aus mehreren europäischen Ländern läßt sich mit Rigiditäten an den inländischen Geldmärkten, Wechselkurserwartungen, Änderungen bei den Devisenkontrollen und steuerlichen Faktoren erklären.

Bestimmungsgründe für die kräftige Zunahme der Einlagen von Nichtbanken in Deutschland, der Schweiz ...

In Deutschland und der Schweiz ließ eine restriktivere Geldpolitik rasch die Zinssätze für D-Mark und Schweizer Franken am Euromarkt ansteigen, während die inländischen Sätze mit Verzögerung nachzogen. Diese Entwicklung sowie Verlagerungen an den Euromarkt zur Umgehung der inländischen Quellensteuer im ersten Halbjahr 1989 ließen die Einlagen deutscher Nichtbanken bei Banken im Ausland um \$ 23 Mrd. ansteigen. In ähnlicher Weise stockten die schweizerischen Nichtbanken ihre internationalen Einlagen um \$ 8 Mrd. auf, und weitere \$ 15 Mrd. flossen über Treuhandkonten ins Ausland. Neue Meldevorschriften, die den Banken gegen Ende 1988 von den Steuerbehörden auferlegt wurden, mögen zu dem sehr starken Zustrom von Einlagen niederländischer Nichtbanken an den internationalen Markt (\$ 16 Mrd., davon \$ 10 Mrd. als Einlagen bei Banken im Ausland) beigetragen haben. Eine Lockerung der französischen Devisenvorschriften ermöglichte es den französischen Nichtbanken, ihre Einlagen bei Banken im Ausland und in Fremdwährung bei Banken im Inland um \$ 14 Mrd. (oder 59%) aufzustocken. Die Nichtbanken in Großbritannien, vorwiegend Finanzinstitute außerhalb des Bankenbereichs, stellten dem internationalen Markt \$ 19 Mrd. zur Verfügung, hauptsächlich in Form von Fremdwährungseinlagen bei Banken in London.

... und anderen europäischen Ländern

Besonders bemerkenswert war 1989 die Aufstockung der Guthaben japanischer Nichtbanken bei Banken im Ausland um \$ 10 Mrd. (123%); ein großer Teil dieses Zuwachses ergab sich jedoch aus Pensionsgeschäften mit Finanzinstituten in den USA, die später wieder aufgelöst wurden. Zu den Fremdwährungseinlagen japanischer Gebietsansässiger bei Banken im Inland sind keine Zahlen verfügbar.

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

Der geringfügige Rückgang der Forderungen der Banken gegenüber den Ländern außerhalb des Berichtsgebiets um \$ 1 Mrd. war das Nettoergebnis recht starker gegenläufiger Bewegungen. Neue Kredite in beträchtlicher Höhe wurden an Osteuropa (\$ 9,5 Mrd.) und, in geringerem Ausmaß, an die OPEC-Länder und die Industrieländer außerhalb des Berichtsgebiets (\$ 4,1 Mrd. bzw. \$ 3,2 Mrd.) vergeben, während die identifizierten Forderungen an die nicht zur OPEC gehörenden Entwicklungsländer um \$ 17,7 Mrd. abnahmen (s. die Tabelle auf S. 146). Auf der Herkunftseite der Bankbilanzen hingegen stammte fast die Hälfte der – den berichtenden Banken in Höhe von \$ 50,5 Mrd. als Neueinlagen von außerhalb des Berichtsgebiets zugeflossenen – Mittel aus den Nicht-OPEC-Entwicklungsländern. Überdies kamen neue Einlagen im Gesamtbetrag von \$ 15,5 Mrd. aus den nichtberichtenden Industrieländern und \$ 11,2 Mrd. aus den OPEC-Ländern.

Weiterer  
Rückgang der  
Forderungen  
gegenüber  
Lateinamerika

Was die Entwicklungsländer anbelangt, so gingen die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber den lateinamerikanischen Ländern um \$ 15,2 Mrd. oder 7% zurück, und zwar hauptsächlich als Folge von Schuldenumwandlungen, Forderungsverkäufen und Abschreibungen. Am stärksten nahmen die Forderungen gegenüber Brasilien (\$ 5 Mrd.) und Argentinien (\$ 4,9 Mrd.) ab, obschon diese Länder mit ihren Zinszahlungen stark im Rückstand waren und beschlossen hatten, die staatlichen Schuldenumwandlungsprogramme auszusetzen. Gleichzeitig erhöhten die Nichtbanken in diesen beiden Ländern ihre Einlagen bei den berichtenden Banken um \$ 1,5 Mrd. bzw. \$ 1,8 Mrd., was auf eine Beschleunigung der Kapitalflucht hindeutet.

Im übrigen Lateinamerika gingen die gemeldeten Forderungen an Mexiko und Chile deutlich zurück (\$ 2,1 Mrd. bzw. \$ 1,8 Mrd.); diese beiden Länder setzten 1989 ihre Schuldenverringerungsstrategien gezielt fort. Gleichzeitig stockte Chile seine Einlagen um \$ 1,2 Mrd. auf und führte so seine gegenüber den berichtenden Banken verbliebene Nettoschuldnerposition weiter auf nur noch \$ 3,5 Mrd. zurück. Mexiko hingegen zog von den berichtenden Banken Einlagen im Betrag von \$ 2,6 Mrd. ab.

Verringerung  
oder Beseitigung  
der Netto-  
schuldner-  
position einiger  
bedeutender  
Länder Asiens

In Asien gingen die Forderungen der berichtenden Banken an China, das 1988 die meisten neuen Kredite aufgenommen hatte (\$ 7,2 Mrd.), im Gefolge der vorübergehenden Suspendierung von Bankkrediten im Zusammenhang mit den politischen Unruhen um \$ 0,6 Mrd. zurück. Überdies erhöhte China seine Einlagen um \$ 1,3 Mrd. und wurde dadurch gegenüber den berichtenden Banken Nettogläubiger in Höhe von \$ 0,4 Mrd. Eine Abnahme von \$ 2,3 Mrd. oder fast 20% war ferner für die identifizierten Forderungen der



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

Position	Veränderung, bereinigt um Wechselkurseinflüsse								Stand Ende 1989
	1982	1983	1984 <sup>1</sup>	1985	1986	1987	1988	1989	
	Milliarden US-Dollar								
Kreditaufnahme bei den berichtenden Banken									
Nichtberichtende Industrieländer	16,0	7,2	5,2	7,3	7,2	4,7	2,9	3,2	133,1
Osteuropa	- 4,6	- 1,1	- 0,1	5,7	3,7	2,3	8,0	9,5	97,6
OPEC <sup>2</sup>	8,2	9,8	- 2,1	0,2	0,5	2,0	5,5	4,1	133,0
Entwicklungsländer (ohne OPEC)	19,8	12,6	9,8	11,0	3,1	1,9	- 8,9	- 17,7	355,6
davon: Lateinamerika <sup>3</sup>	12,1	8,3	5,3	1,7	1,5	- 3,9	- 11,1	- 15,2	200,0
China	- 0,6	0,4	1,4	4,9	0,7	4,8	7,2	- 0,6	22,6
Taiwan	- 0,2	- 0,5	- 0,8	- 0,6	4,0	8,3	- 1,7	- 0,5	15,6
Übriges Asien	5,1	3,5	4,2	3,8	- 2,1	- 5,5	- 1,8	1,6	81,1
Afrika	1,7	0,6	0,1	0,9	- 0,2	- 0,6	- 0,7	- 1,7	22,1
Naher Osten	1,7	0,3	- 0,4	0,3	- 0,8	- 1,1	- 0,7	- 1,4	14,3
Kreditaufnahme insgesamt	39,4	28,5	12,8	24,1	14,4	10,9	7,5	- 1,0	719,3
Nachrichtlich:									
Vierzehn hochverschuldete Länder <sup>4</sup>	16,5	8,5	2,3	0,7	2,0	- 5,9	- 14,1	- 21,4	245,2
Einlagen bei den berichtenden Banken									
Nichtberichtende Industrieländer	- 0,1	1,3	2,7	3,5	7,4	6,1	13,5	15,5	84,1
Osteuropa	2,0	2,7	4,3	2,8	0,2	- 0,7	4,0	0,7	35,4
OPEC <sup>2</sup>	- 18,2	- 13,0	4,1	6,6	- 22,1	19,1	11,1	11,2	187,9
Entwicklungsländer (ohne OPEC)	4,6	10,4	19,4	5,7	12,9	24,1	11,7	23,0	258,2
davon: Lateinamerika <sup>3</sup>	- 1,9	5,8	10,1	0,4	0,7	6,7	2,8	2,4	83,4
China	2,9	1,3	1,3	- 5,3	- 0,9	5,3	5,1	1,3	23,0
Taiwan	1,2	2,1	5,4	6,7	14,4	6,5	- 7,9	6,6	43,8
Übriges Asien	1,4	1,9	3,1	1,1	- 0,4	2,1	10,2	8,5	62,4
Afrika	- 0,8	0,2	1,0	1,4	0,0	1,6	1,5	1,5	18,0
Naher Osten	1,8	- 0,9	- 1,6	1,4	- 0,9	1,9	0,0	2,8	27,7
Einlagen insgesamt	- 11,7	1,4	30,5	18,6	- 1,6	48,5	40,3	50,5	565,6
Nachrichtlich:									
Vierzehn hochverschuldete Länder <sup>4</sup>	- 9,5	7,0	13,5	2,6	- 4,6	7,1	1,9	4,9	102,6

<sup>1</sup> Seit Anfang 1984 einschl. Veränderung der Positionen von Banken in Finnland, Norwegen, Spanien, Bahrain und auf den Niederländischen Antillen ebenso wie aller Banken auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Hongkong und Singapur. <sup>2</sup> Einschl. Brunei, Oman und Trinidad und Tobago, aber ab 1984 ohne Bahrain. <sup>3</sup> Einschl. jener Länder im karibischen Raum, die nicht als Offshore-Bankplätze gelten. <sup>4</sup> „Baker-Länder“ ohne Jugoslawien.

<sup>1</sup> Seit Anfang 1984 einschl. Veränderung der Positionen von Banken in Finnland, Norwegen, Spanien, Bahrain und auf den Niederländischen Antillen ebenso wie aller Banken auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Hongkong und Singapur. <sup>2</sup> Einschl. Brunei, Oman und Trinidad und Tobago, aber ab 1984 ohne Bahrain. <sup>3</sup> Einschl. jener Länder im karibischen Raum, die nicht als Offshore-Bankplätze gelten. <sup>4</sup> „Baker-Länder“ ohne Jugoslawien.

Banken gegenüber den Philippinen zu verzeichnen; dieses Land erhöhte außerdem seine Bankeinlagen um \$ 1,3 Mrd. Malaysia, das schon im Laufe der vorangegangenen vier Jahre \$ 4,6 Mrd. zurückgezahlt hatte, verminderte seine Bankschulden um weitere \$ 0,5 Mrd. Da es zudem seine Einlagen um \$ 1,4 Mrd. aufstockte, ging seine verbleibende Nettoverschuldung bei den berichtenden Banken um 46% auf \$ 2,2 Mrd. zurück. Südkorea hingegen, das im Laufe der vorangegangenen drei Jahre nahezu \$ 10 Mrd. zurückgezahlt hatte, nahm bei den berichtenden Banken neue Kredite in Höhe von \$ 1,2 Mrd. auf.

Bereitstellung beträchtlicher neuer Mittel durch OPEC-Länder ...

Auch die OPEC-Länder stellten im vergangenen Jahr den berichtenden Banken netto beträchtliche neue Mittel zur Verfügung; die größten identifizierten Einlagenzugänge entfielen auf Saudi-Arabien (\$ 3,2 Mrd.), Kuwait (\$ 2 Mrd.), Iran (\$ 1,6 Mrd.), Nigeria (\$ 1,2 Mrd.) und Irak (\$ 0,9 Mrd.). Saudi-Arabien war überdies der bedeutendste Kreditnehmer, während die identifizierten Forderungen der Banken gegenüber Venezuela und Nigeria um \$ 1,7 Mrd. bzw. \$ 1,6 Mrd. zurückgingen.

... und Industrieländer außerhalb des Berichtsgebiets

Die außerhalb des Berichtsgebiets gelegenen Industrieländer bauten ihre Nettoschuldnerposition gegenüber den berichtenden Banken weiter ab, wobei die größten Neueinlagen aus Jugoslawien (\$ 2,4 Mrd.), der Türkei (\$ 2,2 Mrd.), Portugal (\$ 2,1 Mrd.), Griechenland (\$ 1,9 Mrd.) und Australien (\$ 1,7 Mrd.) kamen. Jugoslawien, die Türkei und Portugal konnten im vergangenen Jahr ihre Devisenreserven erheblich aufstocken. Australien, Griechenland und Portugal waren die wichtigsten Abnehmer neuer Kredite in dieser Gruppe (\$ 2,9 Mrd., \$ 1,2 Mrd. bzw. \$ 0,9 Mrd.), während die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber Jugoslawien und Südafrika um weitere \$ 1,5 Mrd. bzw. \$ 0,8 Mrd. zurückgingen.

Beträchtliche Kreditaufnahme osteuropäischer Länder

Die osteuropäischen Länder waren 1989 die wichtigste Gruppe von Kreditnehmern außerhalb des BIZ-Berichtsgebiets; innerhalb der Gruppe beanspruchten die Sowjetunion (\$ 7,1 Mrd.), die Deutsche Demokratische Republik (\$ 1,2 Mrd.), Bulgarien (\$ 0,8 Mrd.) und die Tschechoslowakei (\$ 0,7 Mrd.) die meisten neuen Mittel. Rumänien dagegen, das schon in den Vorjahren seine Schulden in erheblichem Umfang getilgt hatte, verminderte sie um weitere \$ 0,5 Mrd. auf einen Restsaldo von nur noch \$ 0,3 Mrd. Gleichzeitig erhöhte dieses Land seine Einlagen um \$ 0,9 Mrd. auf insgesamt \$ 1,7 Mrd. und wurde so gegenüber den berichtenden Banken zu einem Nettogläubiger.

#### *Die Währungszusammensetzung des Euromarktgeschäfts und der Ecu-Markt*

Kräftige Ausweitung des Euro-Yen- und Euro-DM-Geschäfts ...

Die raschere Expansion der internationalen Forderungen und Verbindlichkeiten der berichtenden Banken im vergangenen Jahr war weitgehend auf ihr Kredit- und Einlagengeschäft in Fremdwährung zurückzuführen. Bei den Banken in den berichtenden Industrieländern (für die Offshore-Zentren ist keine Aufschlüsselung nach Währungen erhältlich) entfiel diese Wachstumsbeschleunigung hauptsächlich auf das Dollar-, DM- und Yen-Geschäft. Namentlich die Euro-Yen-Forderungen, und zwar die grenzüberschreitenden zuzüglich der lokalen, erhöhten sich dreimal so stark wie 1988, und in absoluten Zahlen überstieg ihr Wachstum (\$ 45 Mrd.) geringfügig jenes der Euro-DM-Forderungen (s. die Tabelle auf S. 148). Ein kräftiges Wachstum war bei den auf D-Mark lautenden Fremdwährungsverbindlichkeiten zu verzeichnen (\$ 77 Mrd.). Hingegen gingen die Euromarktforderungen in Schweizer Franken, die schon 1988 um \$ 14 Mrd. geschrumpft waren, um weitere \$ 9 Mrd. zurück; offenbar ist die Neubewertung der internationalen Rolle dieser Währung immer noch im Gange. Ein etwas langsames Wachstum wurde für die Euro-Sterling- und die Ecu-Positionen gemeldet. Hingegen begannen eine Reihe von Währungen, die bisher nur in sehr begrenztem



Währungszusammensetzung der Fremdwährungspositionen der berichtenden Banken <sup>1</sup>											
Währung		Veränderung, bereinigt um Wechselkurseinflüsse								Stand Ende 1989	
		Grenzüberschreitende Positionen				Lokale Fremdwährungs- positionen				Grenz- über- schrei- tende Po- sitionen	Lokale Fremd- wäh- rungs-po- sitionen
		1986	1987	1988	1989	1986	1987	1988	1989		
		Milliarden US-Dollar									
US-Dollar	F	188,8	184,1	94,6	137,8	118,1	120,9	46,1	78,5	1 469,9	753,2
	V	209,7	192,4	161,4	137,4	88,1	93,8	1,6	54,1	1 675,2	579,9
D-Mark <sup>2</sup>	F	0,9	31,1	31,3	29,5	4,6	20,4	8,9	14,5	341,9	128,2
	V	28,2	41,4	41,8	70,1	2,8	9,7	2,9	7,1	434,6	81,3
Japanischer Yen <sup>2</sup>	F	20,8	30,7	14,0	38,8	2,9	1,3	-0,5	6,0	177,4	40,4
	V	21,4	23,8	7,5	29,2	1,9	3,6	-2,7	3,2	151,8	35,6
Schweizer Franken <sup>2</sup>	F	7,9	-1,5	- 4,8	2,7	9,6	4,0	-8,7	-11,3	113,8	57,3
	V	17,6	10,5	-16,1	4,5	4,7	0,0	2,9	- 5,9	140,1	38,2
Ecu <sup>2</sup>	F	6,2	8,2	15,6	16,4	0,1	2,9	7,9	1,4	104,9	35,3
	V	2,2	6,1	16,8	16,8	-0,2	0,0	8,9	3,7	95,6	32,4
Pfund Sterling <sup>2</sup>	F	8,5	5,2	22,8	15,7	1,8	3,1	6,5	5,0	77,1	21,9
	V	10,1	13,9	21,7	13,4	3,3	2,4	5,5	4,0	90,1	19,7
Sonstige	F	25,2	27,3	39,7	49,9	10,6	10,2	15,3	19,0	251,9	96,6
	V	27,4	35,1	55,8	40,6	12,3	9,8	15,1	16,8	279,0	92,6
Insgesamt	F	258,3	285,1	213,2	290,8	147,7	162,8	75,5	113,1	2 536,9	1 132,9
	V	316,6	323,2	288,9	312,0	112,9	119,3	34,2	83,0	2 866,4	879,7

Anmerkung: F = Forderungen; V = Verbindlichkeiten.

<sup>1</sup> Nur Positionen der Banken in den berichtenden Industrieländern. <sup>2</sup> Ohne Positionen der Banken in den USA.

Ausmaß für internationale Transaktionen verwendet worden waren, am Euro-  
markt stark an Bedeutung zu gewinnen, was auf den Abbau von Devisen-  
kontrollen zurückzuführen war. Dies gilt vor allem für die Lira und den  
französischen Franc. Die Fremdwährungsforderungen der Banken in diesen  
beiden Währungen stiegen um 55% bzw. 28%.

Die Verlangsamung des gemeldeten Wachstums der Ecu-Forderungen  
von \$ 24 Mrd. 1988 auf \$ 18 Mrd. könnte darauf beruhen, daß die Zahlen  
über das Geschäft der Banken in Italien, das offenbar sehr kräftig expandierte,  
bisher fehlen. Die identifizierten direkten Forderungen an Nichtbanken  
nahmen um \$ 4 Mrd. oder 13% und somit erheblich weniger als 1987 und  
1988 zu. Auf der anderen Seite nahmen die Ecu-Verbindlichkeiten gegenüber  
Nichtbanken, die in den letzten Jahren nur ein mäßiges Wachstum aufgewie-  
sen hatten, um \$ 5 Mrd. und damit um nicht weniger als 43% zu, so daß sich  
die Einlagenbasis des Marktes beträchtlich verbreiterte.

... und das in  
einigen kleineren  
Währungen

Starker Anstieg  
der Ecu-Einlagen  
von Nichtbanken

### Die Nationalitätenstruktur des internationalen Bankgeschäfts

Betrachtet man die Entwicklungen im internationalen Bankgeschäft unter dem  
Gesichtspunkt der Nationalität der Banken, so fällt auf, daß sich das Wachstum  
1989 gleichmäßiger verteilte als in den letzten Jahren, als die japanischen  
Banken eine beherrschende Rolle gespielt hatten. Auf die japanischen Banken

Stabilisierung  
der Marktanteile  
der japanischen  
und der  
US-Banken

entfielen immer noch fast zwei Fünftel der gesamten Zunahme der internationalen Bankforderungen und -verbindlichkeiten, aber in Wachstumsraten ausgedrückt stand diese mehr oder weniger im Einklang mit der Rate von 11,5% für das gesamte Geschäft, so daß deren Anteil an den insgesamt ausstehenden internationalen Bankforderungen, der sich in den letzten Jahren stark ausgeweitet hatte, unverändert bei 38% blieb. Andererseits belebte sich das internationale Geschäft der US-Banken, deren Marktanteil zurückgegangen war, als jener der japanischen Banken zunahm; dennoch blieb auch 1989 die Expansion der internationalen Forderungen der US-Banken etwas unter dem Marktdurchschnitt. Das internationale Geschäft der kontinental-europäischen Banken wuchs im vergangenen Jahr kräftig; ihr Marktanteil

**Art der internationalen Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken, nach der Nationalität der Banken<sup>1</sup>**

Position	Veränderung zu laufenden Dollarwerten 1989						Gesamtbestand	
	Verbundene Niederlassungen	Andere Banken	Währungs-institutionen	Nicht-banken	Wert-papiere <sup>2</sup>	Zusammen	Ende 1985	Ende 1989
	Milliarden US-Dollar							
Japanische Banken								
Forderungen	86,9	79,6	-0,5	35,8	-	201,8	707,0	1 967,2
Verbindlichkeiten	41,6	161,0	-2,3	7,5	3,3	211,1	672,5	1 924,7
US-Banken								
Forderungen	44,9	2,3	0,2	13,2	-	60,6	593,3	727,4
Verbindlichkeiten	44,5	7,6	1,0	18,7	-5,4	66,4	555,2	742,4
Französische Banken								
Forderungen	3,5	25,1	0,0	16,1	-	44,7	245,2	432,1
Verbindlichkeiten	-0,9	30,1	2,4	21,0	4,8	57,4	248,9	458,0
Deutsche Banken								
Forderungen	18,8	51,0	4,4	7,6	-	81,8	191,0	435,8
Verbindlichkeiten	14,9	6,8	0,1	30,0	2,6	54,4	157,4	329,3
Britische Banken								
Forderungen	7,5	-3,0	-1,9	5,5	-	8,1	191,0	247,3
Verbindlichkeiten	6,0	-5,5	4,6	31,6	3,5	40,2	200,8	308,7
Übrige								
Forderungen	29,7	24,4	-3,9	73,6	-	123,8	786,2	1 329,4
Verbindlichkeiten	9,1	56,8	-0,1	32,2	3,4	101,4	779,8	1 336,8
Insgesamt								
Forderungen	191,3	179,4	-1,7	151,8	-	520,8	2 713,7	5 139,2
Verbindlichkeiten	115,2	256,8	5,7	141,0	12,2	530,9	2 614,6	5 099,9

<sup>1</sup> Diese Tabelle enthält Angaben über die internationalen Forderungen und Verbindlichkeiten, d.h. die grenzüberschreitenden Positionen in allen Währungen zuzüglich der Fremdwährungspositionen gegenüber Ortsansässigen der Banken in den folgenden 17 Ländern: 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 die US-Banken betreffenden Zahlen 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 sind in der Tabelle nach der Nationalität der Besitzverhältnisse in den berichtenden Banken klassifiziert. <sup>2</sup> Verbindlichkeiten aus CD-Emissionen und sonstigen Wertpapierbegehungen der Banken. Die Wertpapierbestände der Banken sind nicht gesondert ausgewiesen, sondern in den anderen Forderungskategorien enthalten.



erhöhte sich von 35% auf 36%. Von den wichtigen europäischen Banknationalitäten verzeichneten die deutschen Banken die höchste Wachstumsrate (23%), und sie rangierten damit am Jahresende hinsichtlich der Höhe ihrer internationalen Forderungen an dritter Stelle hinter den japanischen und den US-Banken.

Höherer Marktanteil der kontinental-europäischen Banken

Der Hauptgrund für das geringere Wachstum des internationalen Bankgeschäfts der japanischen Banken war wahrscheinlich, daß diese nach Jahren einer extrem raschen Expansion die Auswirkungen der neuen internationalen Eigenkapitalrichtlinien zu spüren begannen, insbesondere gegen Ende des Jahres, als das Klima für neue Aktienfinanzierungen ungünstiger wurde. Hinzu kam, daß die starken Werteinbußen des Yen im vergangenen Jahr den Yen-Wert ihrer internationalen Fremdwährungsforderungen stark ansteigen ließen.

Eine eingehendere Prüfung der Daten zeigt, daß das etwas verhaltenere Wachstum des internationalen Geschäfts der japanischen Banken vor allem auf den geringeren Anstieg ihrer Positionen gegenüber eigenen Niederlassungen zurückzuführen war, während das Geschäft mit Drittbanken beschleunigt wuchs. Namentlich ihre Mittelaufnahme am internationalen Interbankmarkt in Höhe von \$ 161 Mrd. war fast zweieinhalbmals so hoch wie 1988. Dies weist auf einen bedeutenden Unterschied in den Wachstumsmustern der internationalen Bilanzstruktur japanischer und europäischer Banken hin. Während die japanischen Banken weiterhin mit Abstand die größten Zuwächse bei den Direktkrediten an Nichtbanken verzeichneten (\$ 36 Mrd.), stiegen ihre Nichtbankverbindlichkeiten nur leicht an, und sie refinanzierten sich am internationalen Interbankmarkt. Hingegen nahmen bei den britischen und deutschen Banken die Einlagen der Nichtbanken am stärksten zu (\$ 32 Mrd. bzw. \$ 30 Mrd.). Die britischen Banken verwendeten diese Mittel vor allem für die Kreditvergabe an den inländischen Märkten, während die deutschen Banken sie hauptsächlich am internationalen Interbankmarkt wiederanlegten, wobei ihre Nettogläubigerposition gegenüber Fremdbanken im vergangenen Jahr um fast 45% anstieg.

Unterschiede in der Refinanzierung

### *Der Konsortialkreditmarkt*

Die Aktivität am Konsortialkreditmarkt verzeichnete im vergangenen Jahr neue Rekorde. Das Volumen neu angekündigter Fazilitäten erreichte \$ 152 Mrd., was eine Ausweitung um 53% gegenüber 1988 war. Auf Geschäfte im Zusammenhang mit Fusionen und Unternehmensübernahmen entfielen rund \$ 56 Mrd. dieses Betrages sowie die beiden größten jemals zusammengestellten Finanzierungen: eine in Höhe von \$ 13,6 Mrd. und die andere im Betrag von \$ 11 Mrd. Hohe Provisionseinnahmen sowie die Gelegenheit, ergänzende Dienstleistungen anzubieten und die Kredite auf dem Sekundärmarkt zu verkaufen, bildeten die Hauptanreize für die aktive Beteiligung der Banken an Mergers & Acquisitions (s. Kapitel IV). Vor allem wurden beträchtliche Verkäufe von Kreditanteilen an kleinere Banken und an Nichtbanken gemeldet. Ein bedeutender Teil der neuen Fazilitäten hing ferner mit der Finanzierung von Immobiliengeschäften und Fluglinien zusammen. Auf der anderen Seite wurden beträchtlich weniger Fazilitäten mit Mehrfachoptionen und revolvingende Kredite bereitgestellt als 1988, da die

Konsortialkredite auf Rekordhöhe im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen...

aktivsten ersten Adressen am Markt ihre Finanzierungsprogramme abgeschlossen hatten und die Banken immer weniger geneigt waren, sich auf Geschäfte mit niedriger Rendite einzulassen.

Etwa 80% der Konsortialkredite wurden für Firmen bereitgestellt, vor allem aus den USA und Großbritannien; auf diese entfielen neue Fazilitäten in Höhe von \$ 48,2 Mrd. bzw. \$ 21,7 Mrd., wovon \$ 33,7 Mrd. bzw. \$ 10,1 Mrd. zur Finanzierung von Fusionen und Übernahmen dienten. Unternehmenszusammenschlüsse und -übernahmen gaben auch dem Kreditgeschäft mit kanadischen und irischen Unternehmen Auftrieb. Auch das Volumen der für Schuldner in Ländern außerhalb des Berichtsgebiets neu arrangierten Fazilitäten stieg beträchtlich.

... aber stark  
abflauendes  
Geschäft Anfang  
1990

Gegen Jahresende begannen die Banken, ihre Beteiligung an Umstrukturierungsaktivitäten im Unternehmenssektor neu einzuschätzen. Dies führte zusammen mit den Problemen an den amerikanischen Junk-bond- und Immobilienmärkten zu einem abrupten Rückgang der Einrichtung neuer Fazilitäten. Infolgedessen ging das Volumen der neu angekündigten Konsortialkredite von \$ 51 Mrd. im vierten Quartal 1989 auf \$ 39 Mrd. im ersten Quartal 1990 zurück.

## Die internationalen Wertpapiermärkte

### *Der Markt für Euronotes*

Erstmals Rück-  
schlag in den  
achtziger Jahren ...

1989 erlebte der Markt für Euronotes erstmals seit seinen Anfängen in den frühen achtziger Jahren einen Rückschlag. Der Wert der neu angekündigten Fazilitäten fiel von einem Höchststand von \$ 79 Mrd. im Jahr 1988 auf ein Vierjahrestief von \$ 66 Mrd., und das Volumen der effektiv umlaufenden Euronotes erhöhte sich nur um \$ 6,9 Mrd., verglichen mit einer Rekordausweitung um \$ 23,4 Mrd. im Jahr 1987. Der Rückgang der Nettoneuplazierungen war auf dem Markt für Euro-Commercial papers (ECP), der in den vorhergehenden Jahren der dynamischste Sektor war, besonders ausgeprägt. Kurzfristige Wertpapiere mit Übernahmegarantien der Banken wurden weiterhin aus dem Markt genommen. Im Gegensatz dazu setzte das Volumen umlaufender mittelfristiger Euronotes, die erstmals 1986 aufgelegt wurden, sein schnelles Wachstum fort (71%) und erreichte bis zum Jahresende fast \$ 10 Mrd.

Wenn man den Euro-Note-Markt als Ganzes betrachtet, dann haben auf US-Dollar lautende Papiere Ende 1989 fast 85% aller umlaufenden Notes ausgemacht. Es wurden jedoch eine Reihe von Emissionen durch Swaps gegen andere Währungen getauscht. Was die Nationalität der Kreditnehmer betrifft, so waren australische (\$ 4,4 Mrd.) und US-amerikanische (\$ 1,2 Mrd.) Adressen die hauptsächlichen Nettonachfrager nach neuen Mitteln, während der ausstehende Betrag der von Kreditnehmern aus Norwegen und Neuseeland begebenen umlaufenden Wertpapiere stark zurückging.

... aber Belebung  
des Neugeschäfts  
im ersten Quartal  
1990

Im ersten Quartal 1990 gingen die neu angekündigten Fazilitäten zur Begebung von Euronotes weiter auf \$ 16 Mrd. zurück. Das Volumen der umlaufenden Euronotes weitete sich hingegen, nach einer saisonbedingten Verringerung im Dezember 1989, kräftig aus, nämlich um über \$ 9 Mrd. auf beinahe \$ 89 Mrd.



Hauptmerkmale des Euro-Note-Marktes								
Position	Jahr			1989				Stand Ende 1989
	1987	1988	1989	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
	Milliarden US-Dollar							
Neu angekündigte Fazilitäten								
Euro-Commercial papers	46,1	52,5	47,9	7,8	14,3	10,8	15,0	
Sonstige kurzfristige								
Euronotes	15,2	10,4	6,6	1,0	2,2	2,4	0,9	
<i>darunter: mit</i>								
<i>Übernahmegarantie</i>	3,4	3,6	1,6	0,3	0,8	0,5	0,1	
Mittelfristige Notes*	12,0	16,1	12,0	4,0	3,4	0,7	3,9	
Zusammen	73,4	79,0	66,4	12,9	19,9	13,9	19,8	
Neuemissionen (netto)								
Euro-Commercial papers	19,4	19,9	5,3	3,7	0,4	4,6	-3,4	58,5
Sonstige kurzfristige								
Euronotes	1,8	-3,4	-2,4	1,0	-1,4	-1,2	-0,8	11,1
Mittelfristige Notes	2,2	3,0	4,0	0,8	0,9	1,3	1,0	9,6
Zusammen	23,4	19,5	6,9	5,5	-0,1	4,7	-3,2	79,2

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

Quellen: Bank von England; Euroclear.

Der Markt für ECP war im abgelaufenen Jahr einer Reihe von negativen Einflüssen ausgesetzt. Erstklassige Kreditnehmer, die in vielen Fällen schon Programme eingerichtet bekamen, zeigten kein Interesse an neuen Fazilitäten, während die hohen kurzfristigen Zinssätze die Kreditnehmer von Ziehungen im Rahmen bestehender Programme abhielten. Die Inlandsmärkte für Commercial papers (CP), die weiterhin von den Liberalisierungsmaßnahmen sowohl in Europa als auch in Japan profitierten, trugen ebenfalls dazu bei, Geschäfte von den Euromärkten fernzuhalten. Das ausstehende Volumen der an Inlandsmärkten begebenen Commercial papers expandierte 1989 um mehr als \$ 100 Mrd. auf über \$ 700 Mrd. Alleine in den Vereinigten Staaten stieg die Kreditaufnahme ausländischer Emittenten um \$ 12 Mrd. auf \$ 63 Mrd. Ein weiterer das Geschehen am ECP-Markt beeinflussender Faktor war der heftige Wettbewerb unter den Händlern, der die Gewinnspannen der Intermediäre so weit verringerte, daß sich mehrere bedeutende ECP-Händler aus dem Markt zurückzogen.

Der Markt für Euro-Commercial papers wurde auch von mehreren Fällen plötzlicher Zahlungsunfähigkeit und von sich ändernden Bewertungen der Zuverlässigkeit von Kreditabsicherungen erschüttert. Diese Entwicklungen haben zu einer Flucht der Anleger in Qualitätswerte geführt und resultierten – nach einer Neubewertung der Preissetzung für das Kredit- und Liquiditätsrisiko – in einer größeren Differenzierung der Zinssätze. Die Investoren auf dem ECP-Markt schenken nunmehr der Bonitätseinstufung offensichtlich größere Aufmerksamkeit. Während in den USA auf dem heimischen Commercial-paper-Markt faktisch alle Wertpapiere einem Rating unterzogen werden und Verschlechterungen in der Kreditwürdigkeit oft lange vor der Zahlungsunfähigkeit angezeigt wurden, wurde bis vor kurzem für die

Zunehmende Konkurrenz der Inlandsmärkte für Commercial papers

Wachsende Bedeutung der Bonitäts-einstufung

Günstige  
Perspektiven  
für den Markt  
für mittelfristige  
Euronotes

Mehrzahl der Fazilitäten auf dem ECP-Markt kein Rating bestimmt. Dadurch wurden mehrere Kreditnehmer mit niedriger Bonitätseinstufung von den Euromärkten angezogen und konnten Mittel zu Konditionen aufnehmen, die ihre tatsächliche Bonität nicht ausreichend widerspiegeln. Gegen Ende des Jahres 1989 war jedoch nach Schätzungen der Anteil der bonitätsmäßig eingestuften umlaufenden ECP auf fast 50% angestiegen, und Berichten zufolge haben die ECP-Händler den noch nicht bewerteten Emittenten dringend empfohlen, eine Bonitätseinstufung zu beantragen.

Der Markt für mittelfristige Euronotes (EMTN) war von den die Emission kurzfristiger Papiere betreffenden Entwicklungen nur am Rande betroffen. Die Gebühren blieben auf dem EMTN-Markt für die Intermediäre gewinnbringender als auf dem ECP-Markt, und es gab keine Fälle von Zahlungsunfähigkeit unter den Emittenten. Ein Merkmal des EMTN-Marktes war die Dominanz der US-Schuldner, die gewinnbringende Arbitragemöglichkeiten zwischen heimischen und internationalen Märkten ausnützten.

Es gibt mehrere Faktoren, die vermuten lassen, daß der EMTN-Markt weiter expandieren wird und einen Teil des Geschäfts der internationalen Anleihemärkte an sich ziehen könnte. Erstens lassen die von Händlern vermittelten Ausgaben mittelfristiger Notes mehr Flexibilität zu als die öffentlichen Anleihebegebungen durch Konsortien. Die Laufzeit neuer Emissionen auf dem EMTN-Markt kann einerseits nur neun Monate betragen und andererseits – zumindest theoretisch – so lange sein, wie Kreditnehmer und Anleger es wünschen. Darüber hinaus können Zeitpunkt, Volumen und Währung der Ziehungen im Rahmen einer gegebenen EMTN-Fazilität den Finanzierungserfordernissen des Emittenten entsprechend verändert werden. Zweitens verlangen Investoren im allgemeinen von Anleihebegebungen ein bestimmtes Mindestvolumen, um deren Liquidität zu garantieren. Im Gegensatz dazu stellen im EMTN-Markt die Händler durch ihre Bereitschaft, die Wertpapiere zu kaufen und zu verkaufen, selbst die Liquidität für die Anleger zur Verfügung. Schließlich deuten die Erfahrungen der letzten Zeit in den USA auf Verschiebungen bei den Kreditaufnahmen der Unternehmen von Anleihen zu mittelfristigen Notes hin, eine Entwicklung, die auch auf die internationalen Märkte übergreifen könnte. Klammert man Junk bonds und hypothekarisch gesicherte Verbindlichkeiten aus, dann sind in den Vereinigten Staaten die inländischen öffentlich platzierten Anleihebegebungen seit Mitte der achtziger Jahre laufend zurückgegangen, während sich das Volumen mittelfristiger Notes mehr als verdoppelt hat und nunmehr fast dem der Industrianleihen entspricht.

#### *Der internationale Anleihemarkt*

Expansion  
des Emissions-  
geschäfts  
insgesamt ...

Das Wachstum auf dem internationalen Anleihemarkt setzte sich im abgelaufenen Jahr fort, und das Volumen der angekündigten Neuemissionen stieg auf \$ 259 Mrd., was \$ 33 Mrd. mehr war als 1988. Der Zuwachs geht mehr als zur Gänze auf eigenkapitalbezogene Anleihen zurück, deren Neuemissionsvolumen im ersten Halbjahr noch nie dagewesene Werte erreichte. Japanische Kreditnehmer, Intermediäre und Investoren dominierten als Folge der bis zum Ende 1989 anhaltenden Stärke des Tokioter Aktienmarktes das Geschehen in



diesem Sektor. Das Geschäft in den anderen Sektoren war weniger lebhaft. Auf dem Markt für klassische festverzinsliche Anleihen ging das Volumen der angekündigten Neuemissionen in Nichtdollarwährungen von \$ 114 Mrd. 1988 auf \$ 96 Mrd. zurück. Steigende Zinssätze vor allem während der zweiten Jahreshälfte, Wechselkursunsicherheiten und steuerliche Änderungen gehörten zu den für diese Beruhigung verantwortlichen Hauptfaktoren. Im Gegensatz dazu haben der feste Dollar und die nachgebenden längerfristigen Zinssätze im ersten Halbjahr 1989 die Begebung festverzinslicher klassischer Dollaranleihen um 15% auf \$ 55 Mrd. erhöht. Neuemissionen von zinsvariablen Notes waren 1989 geringfügig höher als im Vorjahr, blieben aber weit unter dem Mitte der achtziger Jahre verzeichneten Niveau.

Das letzte Jahr hat auch einen beträchtlichen Anstieg der fälligen Anleiherückzahlungen von \$ 43 Mrd. 1988 auf \$ 58 Mrd. gebracht. Andererseits sind die vorzeitigen Tilgungen wegen des höheren Zinsniveaus von \$ 40 Mrd. auf \$ 31,5 Mrd. zurückgegangen. Unter Berücksichtigung der Rückzahlungen expandierte das Volumen der an den internationalen Märkten umlaufenden Anleihen im letzten Jahr um \$ 172 Mrd. oder 16% auf etwas über \$ 1 250 Mrd. Dieses Wachstum war nur von einem bescheidenen Ansteigen des Sekundärmarktumsatzes begleitet, der etwas unter dem Höchstwert des Jahres 1987 blieb.

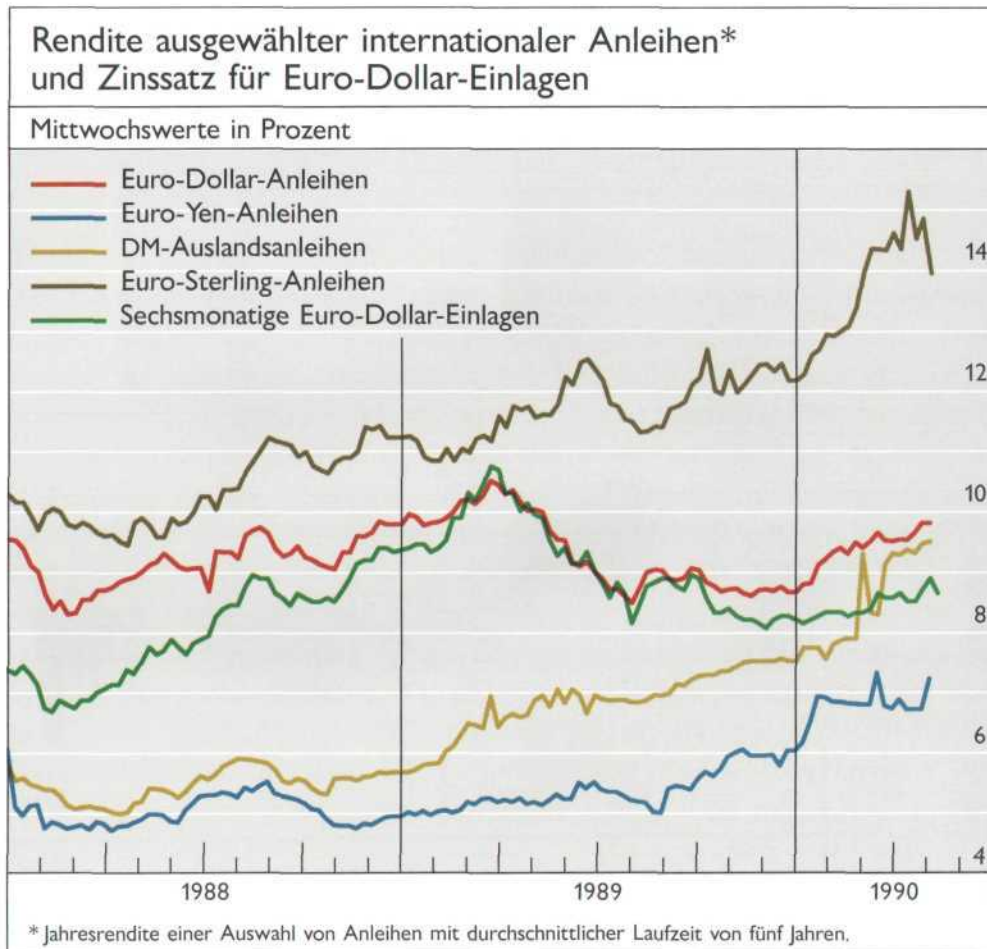
Die Syndizierungs- und Emissionsregeln auf den internationalen Anleihemärkten wurden 1989 ausgiebig diskutiert. Der Druck für Änderungen kam von der Erosion der Gewinnspannen der Emissionsinstitute als Folge der Verschärfung des Wettbewerbs um Marktanteile, der zunehmenden Bedeutung institutioneller Anleger und der aus der Deregulierung resultierenden

... aber wachsendes Tilgungsvolumen

Merkmale der Aktivitäten am internationalen Anleihemarkt								
Position	Jahr			1989				Stand Ende 1989
	1987	1988	1989	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
	Milliarden US-Dollar							
Angekündigte Neuemissionen insgesamt (brutto) <sup>1</sup>	177,0	226,0	258,7	79,2	69,7	53,8	55,9	
davon: festverzinsliche Emissionen	121,3	161,3	150,1	51,3	34,6	29,7	34,5	
zinsvariable Notes	12,1	22,6	23,4	3,4	7,5	6,9	5,5	
eigenkapitalbezogene Emissionen <sup>2</sup>	43,7	42,1	85,2	24,6	27,5	17,2	15,9	
Abgeschlossene Neuemissionen insgesamt (brutto) <sup>3</sup>	181,1	220,1	261,1	73,3	69,4	56,9	61,5	
abzüglich fälliger Rückzahlungen	36,7	42,8	58,0	12,3	14,1	15,8	15,9	
abzüglich vorzeitiger Rückzahlungen	36,6	40,1	31,5	8,1	8,0	6,7	8,7	
= Neuemissionen insgesamt (netto)	107,8	137,1	171,6	52,9	47,3	34,4	36,9	1 252,3
davon: festverzinsliche Emissionen	68,9	99,4	89,0	35,0	19,1	16,2	18,8	864,0
zinsvariable Notes	0,5	3,6	7,8	1,7	-0,5	5,4	1,3	164,5
eigenkapitalbezogene Emissionen <sup>2</sup>	38,3	34,1	74,7	16,3	28,7	12,9	16,8	223,8

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

Quellen: Bank von England; AIBD; BIZ.



Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit der Inlandsmärkte. Die Diskussion konzentrierte sich vor allem auf die Aufteilung der Konsortialprovisionen zwischen den Konsortialführern, die die Begebung organisieren und die Verantwortung für die richtige Preisfestsetzung und die Stabilisierung der Kurse am Primärmarkt haben, und den anderen Mitgliedern des Konsortiums. Im speziellen betraf eine der bedeutenden Kontroversen den oftmals von Emissionsbanken großen Investoren gegenüber gewährten Preisabschlag.

Im April wurden von der International Primary Dealers Association neue Richtlinien veröffentlicht, in denen eine kürzere Zuteilungsperiode für Neu-begebungen und eine Beseitigung der Abzüge für die Stabilisierungskosten der Konsortialführer empfohlen wurden. Darüber hinaus wurden im späteren Verlauf des Jahres mehrere Emissionen nach einer auf dem US-Inlandsmarkt gängigen Emissionsmethode auf den Markt gebracht, wobei sich alle Mitglieder eines kleinen Konsortiums darauf verständigen, Anleihen auf dem Primärmarkt zu einem festgelegten Preis zu verkaufen. Während die nominale Gebührensprende im Falle dieser Methode des „fixed price re-offering“ geringer ist als unter den herkömmlichen Verfahren am Euromarkt, erhält jeder aus dem kleineren Teilnehmerkreis einen größeren Anteil an den Provisionen.

Diese neuen Syndizierungsverfahren haben mehrere Auswirkungen auf die Märkte. Erstens stellen sie eine weitere Verringerung der Unterschiede zwischen inländischen und internationalen Märkten dar. Zweitens führen sie

Änderung  
der Emissions-  
verfahren ...

... und ihre  
Auswirkungen



zu einer Zunahme der Konzentration im Emissionsgeschäft. Schließlich werden sich die Konsortiumsmitglieder wegen der verkürzten Plazierungsperiode noch mehr als gegenwärtig auf institutionelle Anleger konzentrieren, bei denen ein beträchtliches Volumen an Wertpapieren schnell abgesetzt werden kann. Private Anleger werden dagegen zunehmend auf den Sekundärmarkt verwiesen.

*Klassische festverzinsliche Anleihen.* Die Neubegebungen auf dem Markt für klassische festverzinsliche Anleihen gingen von \$ 161 Mrd. im Jahr 1988, dem höchsten je verzeichneten Wert, auf \$ 150 Mrd. im letzten Jahr zurück. Der Höhepunkt wurde im ersten Quartal erreicht; danach verlief das Geschäft im Durchschnitt schlechter als im Jahr 1988. Im Dollarsektor wirkten sich die Zins- und Wechselkursentwicklungen wie auch die Swapsätze während der ersten Jahreshälfte günstig aus. Ein nachfolgendes Umschlagen der Marktstimmung wurde durch Bedenken bezüglich des – aus der veränderten Finanzstruktur vieler Unternehmen in den Vereinigten Staaten und Großbritannien erwachsenen – „event risk“ wie auch durch ungünstige Entwicklungen auf dem Junk-bond-Markt in den USA ausgelöst. Der daraus resultierende Rückgang der Kreditaufnahme US-amerikanischer und britischer Unternehmen wurde jedoch teilweise durch eine Anzahl großer Emissionen von anderen erstklassigen Kreditnehmern, darunter die Globalanleihe der Weltbank und die sehr große Euroemission des italienischen Staates (je \$ 1,5 Mrd.), kompensiert.

Festzinsbegebungen leicht rückläufig, aber starker Dollarsektor

Arten und Währungsstruktur der internationalen Anleiheemissionen									
Position	Angekündigte Neuemissionen (brutto)				Neuemissionen (netto)				Stand Ende 1989
	1986	1987	1988	1989	1986	1987	1988	1989	
	Milliarden US-Dollar								
Festverzinsliche klassische Emissionen	147,4	121,3	161,3	150,1	108,6	68,9	99,4	89,0	864,0
davon: US-Dollar	67,3	29,8	47,3	54,5	45,9	10,7	26,6	25,9	307,6
Japanischer Yen	21,4	21,9	19,0	22,3	18,9	18,4	11,9	14,5	125,0
Schweizer Franken	16,8	16,8	18,5	5,7	11,0	2,0	1,1	−3,9	97,7
D-Mark	11,9	12,9	21,2	9,4	7,3	1,5	14,0	6,2	96,8
Ecu*	5,7	7,2	10,8	11,7	4,7	7,2	9,5	7,4	51,4
Pfund Sterling	5,4	9,2	11,7	12,1	4,9	8,2	10,4	11,0	46,2
Sonstige	18,9	23,5	32,8	34,4	15,9	20,9	25,9	27,9	139,3
Variabel verzinsliche Notes	47,7	12,1	22,6	23,4	28,7	0,6	3,6	7,8	164,5
davon: US-Dollar	38,2	3,9	6,6	8,1	19,0	−7,1	−10,2	−1,6	106,5
Pfund Sterling	5,4	2,2	10,2	7,3	5,5	2,2	8,7	5,4	27,8
Sonstige	4,1	6,0	5,8	8,0	4,2	5,5	5,1	4,0	30,2
Eigenkapitalbezogene Emissionen	27,4	43,7	42,1	85,2	22,4	38,3	34,1	74,7	223,8
davon: US-Dollar	16,8	29,5	29,0	65,1	14,1	26,1	26,2	60,4	153,6
Schweizer Franken	6,0	7,1	8,3	13,6	4,5	5,4	4,3	8,8	42,0
Sonstige	4,6	7,1	4,8	6,5	3,8	6,8	3,6	5,5	28,2

\* Ohne am inländischen Markt des Kreditnehmers begebene Anleihen.

Quellen: Bank von England; AIBD; BIZ.

\* Ohne am inländischen Markt des Kreditnehmers begebene Anleihen.

Quellen: Bank von England; AIBD; BIZ.

Rückgang  
der Emissionen  
in D-Mark  
und Schweizer  
Franken

Nach dem Dollar war der Yen im letzten Jahr die wichtigste Denominationswährung für festverzinsliche Emissionen. Von dem Gesamtbetrag von \$ 22,3 Mrd. wurden indes 25% allein im Dezember aufgenommen, als die Baissestimmung am Markt gegenüber dem Yen vorübergehend weniger ausgeprägt war und die Renditenkurve flacher wurde. Neuemissionen in Pfund Sterling rangierten an dritter Stelle (\$ 12,1 Mrd.), da die Investoren weiterhin durch die hohen Kuponsätze angezogen wurden. Im Gegensatz dazu war die Emissionstätigkeit in D-Mark und Schweizer Franken während eines Großteils des Jahres zurückhaltend. DM-Emissionen auf dem internationalen Markt, die durch die Ankündigung und die nachfolgende Einführung einer Quellensteuer auf Zinszahlungen in Deutschland vorübergehend Auftrieb erhalten hatten, gingen nach der Ankündigung der Rücknahme dieser Abgabe im April 1989 wieder zurück. Der Schweizer-Franken-Sektor war durch ausgeprägte Zins- und Wechselkursunsicherheiten belastet, so daß das Umlaufvolumen von Anleihen in Schweizer Franken nach Abzug der Tilgungen effektiv abnahm.

Die neu angekündigten Ecu-Emissionen (\$ 11,7 Mrd.) profitierten von der zunehmenden Verwendung der Ecu durch erstklassige Emittenten sowohl auf dem inländischen wie dem internationalen Markt. Zusätzlich bewirkten interessante auf Steuerarbitrage beruhende Swapmöglichkeiten einen Anstieg der Aufnahme von Ecu-Kapital durch Unternehmen. Anleihen in kanadischen und australischen Dollars wurden zwar etwas weniger begeben als 1988, doch erreichte das Emissionsgeschäft erneut hohe Beträge (\$ 11 Mrd. bzw. \$ 7,1 Mrd.). Der französische Franc, die italienische Lira und die spanische Peseta begegneten als Folge der Liberalisierung der Devisenkontrollen und der Emissionsmodalitäten zunehmendem Interesse.

Aufschwung  
bei eigenkapital-  
bezogenen  
Emissionen  
aufgrund von ...

*Eigenkapitalbezogene Emissionen.* Der Markt für eigenkapitalbezogene Emissionen war im letzten Jahr der dynamischste Sektor des internationalen Anleihemarktes. Gemessen an den neu angekündigten Fazilitäten war die Kreditaufnahme mit \$ 85,2 Mrd. doppelt so hoch wie 1988. Dollaremissionen, meist in Verbindung mit einem Optionsschein, stellten weiterhin den Großteil (76%) dieser Papiere dar, aber der Handel mit anderen Währungen expandierte ebenfalls sehr stark. Auf Schweizer Franken lautende Emissionen, überwiegend Wandelanleihen, nahmen um fast zwei Drittel auf \$ 13,6 Mrd. zu, während die Begebungen in D-Mark von \$ 1 Mrd. auf \$ 4 Mrd. schnellten.

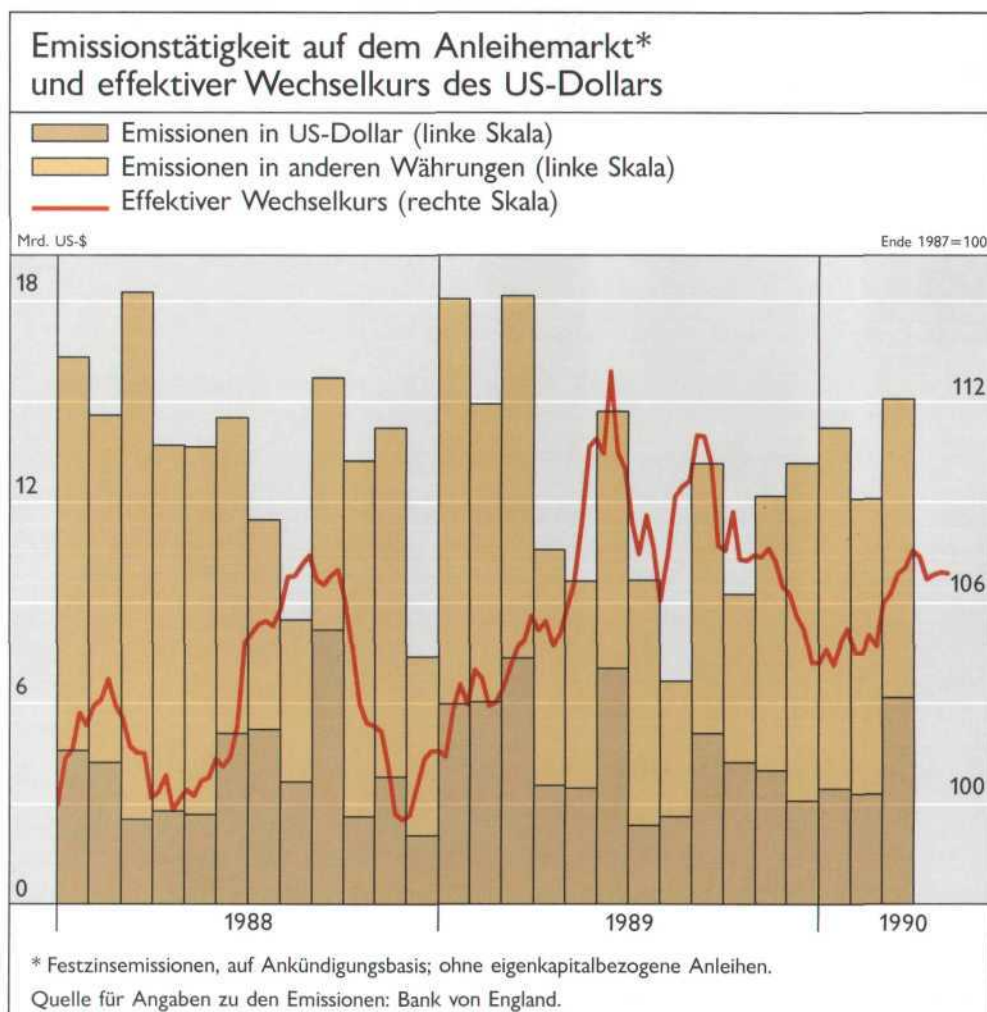
... Entwicklungen  
in Japan

Wie in früheren Jahren dominierten die japanischen Kreditnehmer am Markt. Die anhaltende Dynamik des Aktienmarktes in Tokio und größere und daher liquidiere Einzelemissionen gaben den Kreditnehmern zusätzlich Gelegenheit, ihre Kuponsätze zu verringern. Gleichzeitig wurden die Investoren von dem sich in Japan bildenden Handel mit abgetrennten Optionsscheinen wie auch von Änderungen der japanischen Bilanzierungsregeln angezogen, die Kapitalgewinne zu einer im Vergleich zu Zinsen attraktiveren Einnahmequelle machten. Die Emissionstätigkeit erreichte im zweiten Quartal ihren Höhepunkt und verringerte sich danach beträchtlich, unter anderem weil viele Kreditaufnahmeprogramme entweder abgeschlossen waren oder den von japanischen Bestimmungen gesetzten Plafond erreicht hatten.

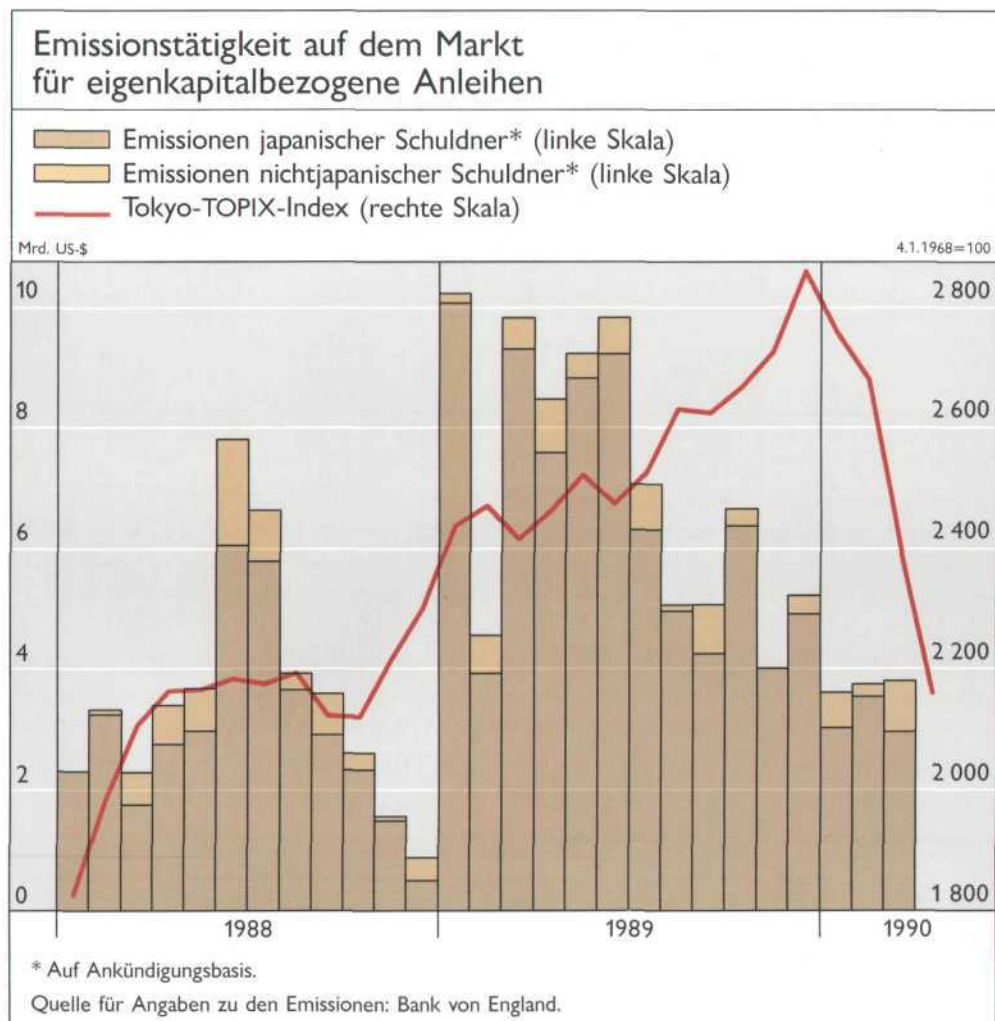


Gegen Jahresende wurde der internationale Markt für eigenkapitalbezogene Anleihen von der Ankündigung des japanischen Finanzministeriums beunruhigt, es erwäge, die Anmeldung aller neuen Emissionen mit Aktienoptionen und deren Notierung an der Börse in Tokio zu verlangen, um so eine größere Transparenz des Marktes sicherzustellen. Die Marktteilnehmer waren besorgt, die Verwirklichung dieser Maßnahme könnte den Wettbewerbsvorteil des Euromarktes verringern und zu einer Repatriierung des Geschäfts nach Japan führen. Zu Beginn des Jahres 1990 wurden diese Unsicherheiten durch einen starken Anstieg der japanischen Zinssätze, die Abschwächung an der Tokioter Aktienbörse, einen weiteren Kursrückgang des Yen und die zunehmende Konkurrenz durch den gerade liberalisierten inländischen Yen-Anleihemarkt verstärkt. Ende Februar trat die Anmeldepflicht in Kraft. Nach dem Einbruch des Aktienmarktes in Tokio wurden Ende März die Neuemissionen von Aktien und eigenkapitalbezogenen Anleihen japanischer Adressen von den großen japanischen Wertpapierhäusern vorübergehend ausgesetzt, und Mitte Mai war dieses Moratorium noch in Kraft.

Störende Einflüsse aus Japan



*Variabel verzinsliche Notes.* Die Neuemissionen zinsvariabler Notes (FRN) stiegen 1989 auf \$ 23,4 Mrd. Dies war etwas mehr als 1988, aber weniger als die Hälfte des vor der Krise des Marktes für „ewige“ FRN Ende 1986



Gewisse  
Belebung bei  
FRN-Emissionen  
verbunden mit  
einer Währungs-  
diversifizierung

verzeichneten Volumens. Hohe kurzfristige Zinssätze und die Konkurrenz der mit Swaps verbundenen festverzinslichen Anleihen hielten Emittenten vom Markt fern. Notes in US-Dollar machten zwar 35% des Gesamtvolumens aus, aber nach Abzug der Tilgungen nahm der Gesamtbetrag der im Umlauf befindlichen Dollarpapiere weiter ab. Die Umsätze auf dem Sterling-FRN-Markt, die in den vorhergehenden Jahren durch britische Hypothekenbanken und Bausparkassen in die Höhe getrieben wurden, waren nach dem starken Anziehen der Sterling-Zinssätze und dem Nachlassen der Nachfrage nach Hypotheken rückläufig. Im Gegensatz dazu erreichten die Neuemissionen in anderen Währungen ein Rekordniveau (\$ 8 Mrd.), wobei die Währungen mit den größten Emissionsvolumina die D-Mark (\$ 2,6 Mrd.), der kanadische Dollar (\$ 1,4 Mrd.) und die italienische Lira (\$ 1,2 Mrd.) waren.

Zunehmend wurden die FRN in der Form von „variable rate notes“ begeben. Banken und andere Finanzinstitutionen waren bei weitem die aktivsten Kreditnehmer; sie verwendeten diesen Markt einerseits zu Kapitalaufstockungen und andererseits zur Beseitigung von Aktiva aus ihren Bilanzen durch Verbriefung von Krediten. Bei staatlichen Schuldnern übertrafen die Tilgungen umlaufender FRN die Neuemissionen bei weitem.

*Nationalität und sektorale Zusammensetzung der Kreditnehmer.* Die Netto- neuemissionen von Anleihen japanischer Schuldner beliefen sich im letzten



Nationalität der Emittenten internationaler Anleihen									
Emittent		Neuemissionen				Stand			
		1986	1987	1988	1989	1982	1987	1988	1989
		Milliarden US-Dollar							
Japan	A	31,8	42,7	50,8	96,7				
	B	27,0	36,8	40,3	83,9	17,7	153,5	184,2	266,0
USA	A	41,6	22,5	16,6	16,4				
	B	32,6	11,4	5,4	-0,3	36,0	163,6	165,6	162,7
Kanada	A	17,9	9,0	13,1	13,3				
	B	13,6	2,2	5,9	4,1	41,4	92,6	97,4	100,9
Großbritannien	A	20,2	11,2	26,3	23,0				
	B	17,5	9,5	19,6	20,2	11,1	64,3	82,4	96,5
Frankreich	A	13,4	8,5	16,5	13,5				
	B	5,7	3,1	10,1	9,4	18,4	58,3	65,8	74,5
Übrige Industrieländer <sup>1</sup>	A	74,8	60,5	77,0	68,2				
	B	53,5	36,3	47,9	40,7	67,3	295,2	329,1	364,7
Entwicklungsländer <sup>2</sup>	A	3,0	2,2	3,9	2,6				
	B	0,4	-0,9	-1,0	-1,0	18,0	34,1	32,2	29,9
Osteuropa	A	0,6	0,6	1,2	2,0				
	B	0,6	0,5	1,2	1,9	0,6	2,0	3,2	5,2
Internationale Institutionen	A	19,1	19,9	20,6	23,1				
	B	8,7	8,8	7,7	12,7	48,8	142,9	141,0	152,0
Insgesamt	A	222,4	177,0	226,0	258,7				
	B	159,7	107,8	137,1	171,6	259,1	1 006,6	1 101,0	1 252,3

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

<sup>1</sup> Übrige der BIZ berichtende Länder zuzüglich nichtberichtender Industrieländer. <sup>2</sup> OPEC- und Nicht-OPEC-Entwicklungsländer.

Quellen: Bank von England; AIBD; BIZ.

Jahr mit \$ 84 Mrd. auf fast 50% der an den internationalen Anleihemärkten neu aufgenommenen Mittel. In der Tat stieg der Beitrag der aus dem internationalen Anleihemarkt stammenden Kredite zum Gesamtvolumen der von japanischen Wirtschaftsunternehmen aufgenommenen Gelder von rund 10% in den Jahren 1987 und 1988 auf über 20% im ersten Halbjahr 1989. Britische Adressen blieben die zweitgrößten Nachfrager nach Neukrediten (\$ 20,2 Mrd.). Im Falle einiger bedeutender Kreditnehmerländer diente ein Großteil der Neuemissionstätigkeit dem Ausgleich von Tilgungen und Rückkäufen bestehender Schulden. So verringerten sich vor allem die Verbindlichkeiten der US-Schuldner um \$ 2,9 Mrd. In Osteuropa nahm die Sowjetunion \$ 1 Mrd. auf. Das Nettovolumen der von internationalen Organisationen aufgenommenen Mittel nahm von \$ 7,7 Mrd. im Jahr 1988 auf \$ 12,7 Mrd. zu.

Die weitere Konsolidierung der Staatshaushalte in einer Reihe von OECD-Ländern spiegelte sich in einem Rückgang des Nettovolumens der von staatlichen Stellen auf den internationalen Märkten aufgenommenen Mittel von \$ 7,5 Mrd. im Jahr 1988 auf \$ 3,5 Mrd. wider. Neuemissionen von Banken waren weit verbreitet und wurden weiterhin von der Notwendigkeit beeinflusst, in Übereinstimmung mit den internationalen Eigenmittelanforderungen Kapital aufzunehmen. Dabei nahmen japanische Banken bei weitem die

Dominanz japanischer Schuldner

Abnehmende Bedeutung der Kreditaufnahme staatlicher Stellen

meisten Mittel auf (\$ 12,5 Mrd.). Im Gegensatz dazu tilgten die US-Banken \$ 1,4 Mrd. ihrer ausstehenden internationalen Anleihen. Was die Kreditaufnahme durch private Nichtbanken betrifft, so haben Bedenken bezüglich des Kreditrisikos die Neuemissionstätigkeit durch US-amerikanische und britische Unternehmen beeinflusst.

Im ersten Quartal 1990 herrschte auf dem internationalen Anleihemarkt eine lebhafte Geschäftstätigkeit trotz der aus den politischen Unsicherheiten in Europa und Japan herrührenden instabilen Marktbedingungen und eines Anstiegs der langfristigen Zinssätze für mehrere Hauptwährungen (D-Mark, Schweizer Franken und Yen) auf während der achtziger Jahre nie verzeichnete Niveaus. Das Gesamtvolumen neu angekündigter Emissionen belief sich auf \$ 62,1 Mrd. und lag damit weit über den Werten des dritten und vierten Quartals 1989. Im klassischen festverzinslichen Bereich entfiel auf staatliche Stellen und internationale Organisationen ein ungewöhnlich hoher Anteil. Was die Emissionswährungen betrifft, so belebte sich vor allem die Emissionstätigkeit in Schweizer Franken, Pfund Sterling, D-Mark und Ecu. Der Kursrutsch am Tokioter Aktienmarkt während des ersten Quartals führte zu einer weiteren Verringerung der Neubegabungen eigenkapitalbezogener Anleihen von \$ 15,9 Mrd. im vierten Quartal 1989 auf \$ 11,2 Mrd. bis zum Moratorium für japanische Neuemissionen. Die Unsicherheit über die weitere Zinsentwicklung trug zum Wachstum des Volumens angekündigter Emissionen von zinsvariablen Notes auf \$ 9,7 Mrd., dem höchsten Quartalswert seit 1986, bei. Ein herausragendes Merkmal war das Rekordemissionsvolumen zinsvariabler DM-Notes (\$ 4,5 Mrd.).

#### *Der Markt für derivative Finanzinstrumente*

Gründe für die rasche Verbreitung derivativer Instrumente

Die beachtliche Ausweitung der Märkte für abgeleitete oder derivative, an organisierten Börsen oder im Freiverkehr gehandelte Finanzinstrumente ist vielleicht die herausragendste Entwicklung auf den Finanzmärkten während der achtziger Jahre. Obwohl die Eigenschaften jedes einzelnen Instruments unterschiedlich sind, haben alle abgeleiteten Finanzinstrumente gemeinsam, daß sie nicht zu einem sofortigen, dem zugrundeliegenden Kapitalbetrag des Kontrakts entsprechenden Mittelfluß von einem Wirtschaftssubjekt zum anderen führen. Sie wurden sämtlich zum Zwecke der Handhabung des Preisänderungsrisikos bei Vermögenswerten entwickelt, wobei der Anstieg der Volatilität der Zinssätze, Wechselkurse und Aktienindizes während der letzten Jahre am meisten zum Erfolg dieser Instrumente beigetragen hat. Das Ausmaß und die Reichweite dieser Märkte, vor allem der für optionsähnliche Instrumente, wären allerdings ohne die seit Anfang der achtziger Jahre eingetretenen Veränderungen in der Informations- und Handelstechnologie nie möglich gewesen. Der Wettbewerb zwischen den Märkten für derivative Instrumente hat sich in den letzten Jahren verschärft und hat indirekt zu einem höheren Geschäftsvolumen geführt.

Zunehmende Verwendung von Zins-Futures

*Zins-Futures.* Zins-Futures, die die Lieferung eines festgelegten standardisierten Zinsinstruments zu einem vereinbarten Preis zu einem späteren Fälligkeitstag vorsehen und auf organisierten Börsen gehandelt werden, sind wahrscheinlich das am weitesten verbreitete abgeleitete Instrument. Die



Anzahl der jährlich gehandelten Kontrakte ist zwischen 1980 und 1989 sprunghaft angestiegen, von 12 Mio. auf über 200 Mio. Bis 1982, als die London International Financial Futures Exchange (LIFFE) eröffnet wurde und der Handel an der Sydney Futures Exchange zu expandieren begann, war der gesamte Handel praktisch auf die Vereinigten Staaten beschränkt, wo Mitte der siebziger Jahre Terminkontrakte auf Finanzinstrumente zuerst eingeführt wurden. Trotz einer Verdreifachung seit 1982 ist der Umsatz an den US-Börsen bis 1989 auf etwas über 60% des weltweiten Handelsvolumens zurückgegangen.

Von den Kontrakten, denen kurzfristige Geldmarktsätze zugrundeliegen, waren die Futures auf Dreimonats-Eurodollareinlagen, die im Dezember 1981 in Chicago eingeführt wurden und nunmehr auch in Singapur, London und Tokio gehandelt werden, die bei weitem erfolgreichsten. Das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen des Eurodollarkontrakts erreichte 1989 auf der Basis der zugrundeliegenden Kapitalbeträge in den Vereinigten Staaten \$ 160 Mrd. und andernorts fast \$ 25 Mrd. In letzter Zeit wurden Futures auf kurzfristige Zinssätze in einigen anderen Währungen eingeführt, und die Umsätze in diesen Instrumenten haben sich stark ausgeweitet, wenn sie auch weit hinter denen der US-Dollar-Kontrakte zurückblieben. Der Handel mit den Ende Juni 1989 an der Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE) eingeführten Euro-Yen-Kontrakten hat während der ersten zwei Monate von 1990 ein tägliches Durchschnittsvolumen von über \$ 25 Mrd. erreicht. Der Dreimonats-Sterling-, PIBOR- (Paris interbank offered rate) und

Erfolg der  
Eurowährungs-  
kontrakte

Weltweit an organisierten Börsen gehandelte derivative Instrumente					
Position	Zahl der gehandelten Kontrakte				Offene Zinspositionen Ende 1989
	1986	1987	1988	1989	
	Millionen				Milliarden US-Dollar
Futures auf kurzfristige Zinsinstrumente	16,4	29,4	33,7	70,2	1 002,5
darunter: Dreimonats-Eurodollar <sup>1</sup>	12,4	23,7	25,2	46,8	671,9
Futures auf langfristige Zinsinstrumente	74,6	116,3	122,6	130,6	196,5
darunter: US-Staatsanleihen <sup>2</sup>	54,1	68,4	72,4	71,3	31,5
Zehnjährige japanische Staatsanleihen <sup>3</sup>	9,4	18,4	18,8	19,1	129,1
Währungs-Futures	19,7	20,8	22,1	27,5	15,7
Zinsoptionen und Optionen auf Zins-Futures	22,2	29,3	31,3	41,5	388,3
Währungsoptionen und Optionen auf Währungs-Futures	13,0	18,2	18,2	20,7	44,3

<sup>1</sup> Gehandelt an der Chicago Mercantile Exchange – International Monetary Market (CME-IMM), Singapore Mercantile Exchange (SIMEX), London International Financial Futures Exchange (LIFFE), Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE) und Sydney Futures Exchange (SFE). <sup>2</sup> Gehandelt am Chicago Board of Trade (CBOT) und an der LIFFE. <sup>3</sup> Gehandelt an der Tokyo Stock Exchange (TSE) und der LIFFE.  
Quellen: Futures Industry Association; verschiedene Futures- und Optionsbörsen; eigene Berechnungen.

der Euro-DM-Kontrakt haben ebenfalls seit ihrer jeweiligen Einführung 1982, 1988 bzw. 1989 stark an Bedeutung gewonnen.

Verwendung  
von Zins-Futures  
durch die Banken

Banken gehören zu den aktivsten Verwendern von an kurzfristige Zinssätze gebundenen Finanzterminkontrakten; Schätzungen zufolge halten sie fast 45% der Kaufpositionen und etwas über 40% der Verkaufspositionen der in Chicago gehandelten Eurodollarkontrakte. Da die offenen Zinspositionen in diesem Eurodollarkontrakt Ende letzten Jahres \$ 610 Mrd. betragen haben, beliefen sich die von Banken gehaltenen offenen Positionen auf fast 20% der internationalen Dollarforderungen der an die BIZ berichtenden Banken. An kurzfristige Zinssätze gebundene Futures sind in der Regel flexiblere Instrumente für die Absicherung des Zinsrisikos der Banken als Alternativen im Kassamarkt wie z.B. Zwischenbankeinlagen, weil sie das allgemeine Zinsrisiko vom eigenen Kredit- und Refinanzierungsrisiko der Banken trennen. Ein weiterer Vorteil der Zins-Futures ist, daß sie im Rahmen der internationalen Eigenkapitalempfehlungen mit dem Faktor null gewichtet werden, weil die Clearingstellen, die zwischen den beiden Geschäftspartnern zwischengeschaltet sind, zur Berücksichtigung der Veränderungen der Nettoverpflichtung eine börsentägliche Bewertung der Kontrakte zum Marktwert verlangen und Einschußverpflichtungen vorschreiben.

Gründe für das  
Vorherrschen  
des Eurodollar-  
kontrakts

Der Hauptgrund für den Erfolg des Eurodollarkontrakts ist seine enge Verbindung zur Kursbildung bei einer weitreichenden Palette anderer Finanzinstrumente sowohl am Kassamarkt (z.B. Bankeinlagenzertifikate, Euronotes) als auch auf anderen abgeleiteten Märkten (z.B. Swaps, Forward rate agreements). Im Gegensatz dazu scheint der Handel mit Terminkontrakten auf Schatzwechsel teilweise deshalb zurückgegangen zu sein, weil der Zusammenhang zwischen den Zinssätzen der kurzfristigen Treasury bills und anderer Finanzinstrumente in den letzten Jahren unbeständiger geworden ist. Ein weiterer Vorteil des in Chicago und Singapur gehandelten Eurodollarkontrakts besteht darin, daß er in bar glattgestellt werden kann, und damit die Probleme vermieden werden, die auftreten können, wenn die Verfügbarkeit des zugrundeliegenden und zu liefernden Wertpapiers beschränkt ist. Die Verbindung des Handels und des Clearings für den Eurodollarkontrakt zwischen Chicago und Singapur hat ebenfalls zum Umsatzwachstum beigetragen.

Wachsender An-  
teil der Märkte  
für Anleihe-  
Futures außer-  
halb der USA

Der Anteil des US-amerikanischen Marktes am Handel mit an langfristige Zinssätze gebundenen Kontrakten ist in den letzten Jahren sehr stark zurückgegangen. Auf der Basis des zugrundeliegenden Kapitalbetrags war der Umsatz des an der Tokioter Börse gehandelten zehnjährigen Japanese-Government-Bond-Kontrakts (JGB), der erst 1985 eingeführt wurde, seit 1987 ungefähr doppelt so hoch wie der des an der Warenbörse in Chicago notierten US-Treasury-Bond-Kontrakts. Bemerkenswert war ferner das beträchtliche Transaktionsvolumen des seit 1988 in London gehandelten Kontrakts auf Bundesanleihen (Bund-Futures); dieser ist der einzige längerfristige, „offshore“ gehandelte Zinskontrakt, der nennenswerte Umsätze erreicht hat.

Außer zur Portfolioabsicherung, Spekulation und Arbitrage dienen Zins-Futures auf langfristige Wertpapiere vor allem zur Abdeckung des Emissions- und Handelsrisikos von Wertpapierhäusern und Banken. Für die Vereinigten



Staaten kann für 1989 das Verhältnis zwischen den täglichen Umsätzen der Wertpapierhändler in Terminkontrakten auf US-Staatsanleihen und dem von diesen getätigten Handelsvolumen am Kassamarkt für Staatsanleihen mit einer Laufzeit von über zehn Jahren auf über 50% geschätzt werden. In Japan war der Handel der Wertpapierhäuser und anderer Finanzinstitute mit Anleihe-Futures über doppelt so hoch wie deren Transaktionen mit längerfristigen Staatsanleihen.

Obwohl die Märkte für Zins-Futures in den letzten Jahren floriert haben, konnten nur wenige Kontrakte beständig hohe Umsätze erreichen, und viele Kontrakte wurden nach beachtlichen Anfangserfolgen aus dem Markt zurückgezogen. Es gibt mehrere Gründe dafür, warum die Anzahl der rege gehandelten Futures-Kontrakte auf Zins- und andere Instrumente gering ist. Erstens ist der Umsatz in einigen Kontrakten wegen der fehlenden Nachfrage nach Absicherungs- und Spekulationsgeschäften zurückgegangen. So hat sich der Umsatz der Kontrakte auf britische Staatspapiere an der LIFFE parallel zum Rückkaufprogramm der Bank von England für langlaufende Staatsanleihen verringert. Andere Futures-Kontrakte haben die anfänglich in sie gesetzten Erwartungen nicht erfüllt, weil sie hauptsächlich die Aufgaben bereits bestehender Finanzinstrumente kopierten. So hat die hohe Liquidität des Devisenterminmarktes das Wachstum der Währungs-Futures gedämpft. Zweitens haben sich die Futures als sehr empfindlich gegenüber den spezifischen Merkmalen des jeweiligen Kontrakts herausgestellt, vor allem was die Liefermöglichkeiten in bezug auf das zugrundeliegende Instrument betrifft. Die Möglichkeit der Erfüllung in bar ist einer der für den Erfolg der Eurodollar- und Aktienindex-Futures verantwortlichen Faktoren. Der Mißerfolg des Terminkontrakts auf Pfandbriefe der US-Government National Mortgage Association (GNMA) – der erste und ein zeitweilig vielgehandelter Finanzterminkontrakt – kann auf den großen Preisunterschied zwischen den Wertpapieren, die hätten geliefert werden können, und denen, die der Kontrakt hätte absichern sollen, zurückgeführt werden. Drittens dürfte es weniger kostspielig sein, ein rege gehandeltes Finanzinstrument zu verwenden und das Basisrisiko abzusichern (nämlich das Risiko, daß sich die Preisspanne zwischen dem Futures-Instrument und dem abzusichernden Kassainstrument verändern wird), als sich mit einem Kontrakt vollständig abzusichern, bei dem dieses Risiko theoretisch geringer, aber das Umsatzvolumen unbedeutend ist. Aus diesen Gründen kommt es tendenziell zu einer Konzentration der Transaktionen auf die meistgehandelten Kontrakte. Schließlich können auch noch Bilanzierungsbestimmungen, Vorschriften und steuerliche Überlegungen der Nützlichkeit von Kontrakten abträglich sein. So wird z.B. die Absicherung von Forderungen und Verbindlichkeiten mit Hilfe von Futures behindert, wenn Bilanzierungsvorschriften eine börsentägliche Bewertung zum Marktwert verlangen und ein Aufschieben der Verluste aus der Futures-Position bis zur Realisierung der Gewinne aus der abgesicherten Position nicht gestatten.

Financial Futures wurden traditionell auf dem Börsenparkett durch „offenen Zuruf“ gehandelt. Die technischen Entwicklungen der letzten Jahre sind dabei, diese Eigenschaft des Marktes rasch zu verändern, und viele der neueren Finanzterminbörsen haben als automatische bildschirmorientierte

Erfolg und Mißerfolg einzelner Kontrakte

Auswirkung neuer technologischer Entwicklungen

Systeme begonnen. Dieser Prozeß wird sich wahrscheinlich fortsetzen und den Charakter des Marktes etwa durch eine Trennung des Handels von einem speziellen Ort und die Möglichkeit eines 24stündigen Marktes für bestimmte Kontrakte verändern. Diese Bedrohung der Präsenzbörse wird sich wahrscheinlich noch durch die starke Zunahme der im Freiverkehr gehandelten Instrumente verstärken.

**Zins- und Währungsswaps.** Die erfolgreichsten im Freiverkehr gehandelten derivativen Produkte sind die Zins- und Währungsswaps, die zum ersten Mal Anfang der achtziger Jahre auftraten. Zwar sind Swaps „maßgeschneidert“ und können sich daher von Fall zu Fall stark unterscheiden, aber allen Swaps ist gleich, daß ein Tausch von Zahlungsströmen zwischen zwei Partnern nach einem vorher festgelegten Modus stattfindet. So besteht ein „plain vanilla“-Zinsswap aus dem Tausch eines an LIBOR gebundenen Zahlungsstroms gegen einen anderen mit Festsatzzins. Bis Ende 1988 ist der ausstehende zugrundeliegende Kapitalbetrag der Zins- und Währungsswaps auf über \$ 1 000 Mrd. bzw. \$ 300 Mrd. gestiegen; weitere \$ 390 Mrd. bzw. \$ 80 Mrd. an neuen Swaps wurden während des ersten Halbjahrs 1989 arrangiert. Ende 1988 entfielen auf den US-Dollar-Markt mehr als 70% des zugrundeliegenden Kapitalbetrags der Zinsswaps, und der Yen-, DM- und Sterling-Bereich zusammen deckte weitere 20% ab. Mit der Zeit hat sich die ursprüngliche Laufzeit neuer Zinsswaps verkürzt. So ist der Anteil der Swaps mit einer Laufzeit unter einem Jahr vom ersten Halbjahr 1987 bis zum ersten Halbjahr 1989 von weniger als 13% auf über 25% aller neu abgeschlossenen Zinsswaps gestiegen. Im Falle der Währungsswaps war der US-Dollar Ende 1988 in 85% der Fälle auf einer Seite der Transaktion involviert, und der Yen und der Schweizer Franken waren die zweit- bzw. dritthäufigste Währung.

Es gibt drei Hauptgründe für den Erfolg der Zins- und Währungsswaps. Erstens erlauben Swaps wie auch Futures und Termingeschäfte den Parteien, Zins- und Währungspositionen mit weniger Kreditrisiken zu übernehmen, als dies bei Instrumenten am Kassamarkt der Fall ist. Das findet seinen Niederschlag in den vom Basler Ausschuß für Bankenaufsicht vereinbarten Eigenkapitalempfehlungen, die für Swaps ein niedrigeres Kreditäquivalent vorsehen als für Kassamarkttransaktionen. Die Trennung von offenen Zins-

Merkmale des Swapmarktes

Gründe für die zunehmende Verwendung von Swaps

Hauptmerkmale des Marktes für Zinsswaps Ende 1988						
Position	Währung					
	US-Dollar	Japanischer Yen	D-Mark	Pfund Sterling	Übrige	Insgesamt
	Milliarden US-Dollar					
Zugrundeliegender Kapitalbetrag der Zinsswaps	728,2	78,5	56,5	52,3	94,7	1 010,2
davon je nach Gegenpartei:						
Endverwender	484,3	35,5	39,3	34,7	75,1	668,9
Interbank (ISDA-Mitglied)*	243,9	43,0	17,2	17,6	19,6	341,3
* Bereinigt um Doppelzählungen aufgrund der Meldungen der ISDA-Mitglieder. Quelle: International Swap Dealers Association (ISDA), Inc.						



und Wechselkurspositionen vom Kreditrisiko hat indirekt die Verbriefung der Kreditgewährung gefördert und erklärt teilweise die Bedeutung der auf Swaps beruhenden Aktivitäten an den internationalen Anleihemärkten. Zweitens hat sich der Swapmarkt bei der Erreichung der von Anlegern und Schuldern gewünschten Mischung des Zins- und Währungsrisikos als flexibler erwiesen als der Kassamarkt. Am Anleihemarkt z.B. haben Kreditnehmer, die die Währungszusammensetzung ihrer Verbindlichkeiten ändern wollten, oft Swaps anstelle kostspieliger Anleihe tilgungen und neuer Emissionen verwendet. Schließlich hat der Swapmarkt Nutzen aus Arbitragemöglichkeiten infolge der Segmentation und der Unvollkommenheit der Märkte gezogen wie auch aus den Grenzen, die den Portfoliomöglichkeiten der Investoren und Schuldner gesetzt sind. So war z.B. in der Schweiz 1989 und Anfang 1990 die Änderung der längerfristigen Zinssätze früher am Swapmarkt ersichtlich als am inländischen Anleihemarkt. Investoren, die langfristige Anlagen in Schweizer Franken suchten, zogen es vor, Wertpapiere in anderen Währungen zu erwerben und sie zum Gegenstand eines langfristigen Währungsswaps gegen Schweizer Franken zu machen, anstatt direkt in Schweizer-Franken-Papiere zu investieren.

Diese unterschiedlichen Verwendungsmöglichkeiten von Swaps erklären den gespaltenen Charakter des Marktes. Einerseits ist es ein Großkundenmarkt, und die Swapsätze werden normalerweise von Händlern und Maklern auf den Bildschirmen notiert. Oft sind diese Sätze eng mit denen ähnlicher Produkte verknüpft. So folgt z.B. in den Vereinigten Staaten der bei einem „plain vanilla“-Swap zu zahlende Festzinssatz am kürzeren Ende des Laufzeitspektrums sehr eng dem Satz, der durch eine Abfolge („strip“) von Futures-Kontrakten erreicht werden könnte. Schätzungen zufolge basieren

Gespaltener  
Charakter des  
Swapmarktes

Zusammensetzung der Währungsswaps Ende 1988					
Währung	Gesamter Kapital- betrag <sup>1, 2</sup>	darunter		darunter	
		gegen US-Dollar <sup>2</sup>	gegen an- dere Wäh- rungen <sup>2</sup>	Endver- wender	Festzins/ variabler Zins <sup>2</sup>
	Milliarden US-Dollar				
Japanischer Yen	131,0	103,5	27,5	93,9	74,9
Schweizer Franken	74,0	39,5	34,5	43,2	23,6
D-Mark	34,0	25,1	8,9	28,0	17,5
Australischer Dollar	32,6	29,0	3,6	24,3	20,0
Kanadischer Dollar	29,3	23,7	5,6	24,2	17,9
Ecu	24,5	17,2	7,3	20,8	15,6
Zwischensumme	325,4	238,0	87,4	234,4	169,5
Sonstige	38,7	31,5	7,2	33,2	21,7
Abzüglich Doppelzahlungen von Nicht-Dollar-Swaps	-47,3	-	-47,3	-33,1	-8,2
Insgesamt	316,8	269,5	47,3	234,5	183,0

<sup>1</sup> Hypothetischer, den Swapzahlungen zugrundeliegender Betrag.
<sup>2</sup> Bereinigt um Doppelzahlungen aufgrund der Meldungen der ISDA-Mitglieder.

Quelle: International Swap Dealers Association (ISDA), Inc.

ein Drittel und ein Viertel aller Zins- bzw. Währungsswaps auf diesen standardisierten Transaktionen zwischen Marktmachern. Andererseits ist das übrige Geschäft mit Endverwendern wegen des vielschichtigen Charakters eines Großteils des maßgeschneiderten und auf Arbitrage aufbauenden Swapgeschäfts viel weniger durchsichtig, wenn nicht sogar teilweise von Geheimnissen umwittert.

Wachsende  
Bedeutung von  
Instrumenten  
mit Options-  
merkmalen

*Zins- und Währungsoptionen und andere derivative Märkte.* Während Swaps und Zins-Futures die bedeutendste Expansion im Volumen erfahren haben, kommt durch die wachsende Bedeutung der Produkte mit optionsähnlichen Zügen am besten die in den letzten Jahren ständig zunehmende Vielschichtigkeit und Ausgereiftheit der Finanzmärkte zum Ausdruck. Anfänglich erfolgte der Großteil des Optionshandels an Börsen, aber in letzter Zeit hat eine sehr deutliche Verlagerung stattgefunden, indem eine zunehmende Zahl von Finanzinstituten Kontrakte mit ihren Kunden im Freiverkehr handelt. Im Falle der Währungsoptionen wurde das tägliche Umsatzvolumen von \$ 22 Mrd. im April 1989 zu rund 80% im Freiverkehr abgewickelt. Das Wachstum der im Freiverkehr gehandelten Zinsoptionen, die unter anderem auch Zinsobergrenzen („caps“) und Zinsuntergrenzen („floors“) beinhalten, war noch bemerkenswerter; ein Volumen von rund \$ 110 Mrd. wurde im ersten Halbjahr 1989 arrangiert. Im selben Zeitraum wurden Optionen auf Swaps im Wert von fast \$ 30 Mrd. börsenfrei arrangiert, und im gesamten Jahr wurden weltweit 41,5 Mio. Kontrakte in Form von Zinsoptionen oder Optionen auf Zins-Futures an Börsen gehandelt. Wie in Kapitel IV ausgeführt, steht der jüngste Erfolg solcher Zinsoptionen teilweise im Zusammenhang mit dem Wachstum der Transaktionen mit hoher Fremdfinanzierung im Rahmen der finanziellen Umstrukturierung von Unternehmen, wobei Zinsobergrenzen vermehrt Verwendung finden, um zu verhindern, daß der vom Schuldner zu zahlende Zinssatz über ein bestimmtes Niveau steigt.

Auswirkung  
derivativer  
Instrumente auf  
die Zusammen-  
setzung der  
Finanzinter-  
mediation

*Auswirkungen der derivativen Instrumente.* Die Entwicklung und die Ausbreitung der Märkte für derivative Instrumente hatte mehrere sehr wichtige Auswirkungen auf Eigenschaften und Zusammensetzung der Finanzintermediation, das Verhalten der Finanzintermediäre und die Preisbildung bei den zugrundeliegenden Finanzinstrumenten. Es kann kaum Zweifel darüber geben, daß für sich betrachtet der Mehrzahl der abgeleiteten Instrumente unterm Strich ein geringeres Kreditrisiko innewohnt als dem wirtschaftlich entsprechenden Kassageschäft. In einem beträchtlichen Ausmaß diente daher dieses bilanzunwirksame Geschäft als Ersatz für die traditionellere Kreditaufnahme und Kreditvergabe und hat die Absicherung und das Risikomanagement erleichtert.

Risiken der  
zunehmenden  
Verwendung  
derivativer  
Finanzprodukte

Es gibt jedoch eine Reihe von Gründen, warum das Wachstum dieser bilanzunwirksamen Geschäfte Anlaß zur Besorgnis geben könnte. Der erste bezieht sich auf die Neuartigkeit und Vielschichtigkeit der meisten dieser Instrumente. Der unsichere rechtliche Status und mögliche steuerliche Auswirkungen vieler Transaktionen könnten zu einer unerwünschten Risikolage führen. So erlitten z.B. einige Banken am Swapmarkt in Großbritannien beträchtliche Verluste infolge einer höchsttrichterlichen Entscheidung, daß die von einigen Lokalbehörden über das Ausmaß ihrer zugrundeliegenden



Kreditaufnahme eingegangenen Swapgeschäfte ihre Befugnisse überschritten. Die Finanzinstitute, die sich an diesen Swaptransaktionen beteiligten, hatten offensichtlich das sich aus dem speziellen rechtlichen Status der Lokalbehörden ergebende Risiko nicht richtig bewertet. Zweitens bestehen trotz des Umstands, daß in den letzten Jahren viel getan wurde, um die Qualität des Risikomanagements der Banken für das bilanzunwirksame Geschäft zu verbessern, beträchtliche Unterschiede zwischen den einzelnen Institutionen, und Verluste aus dem Geschäft mit neuen Finanzinstrumenten waren nicht selten. Schließlich hatte die Verbreitung abgeleiteter Instrumente eine indirekte und subtilere Auswirkung auf das potentielle Risiko auf den Finanzmärkten. Durch die Verringerung der Transaktionskosten haben die neuen Finanztechniken Geschäfte ermöglicht, die sonst als zu riskant beurteilt worden wären. So hat z.B. die Möglichkeit, durch Zinsobergrenzen einen Teil der Kosten eines Zinsanstiegs zu vermeiden, die Kreditnehmer vielleicht dazu ermuntert, ihren Fremdfinanzierungsgrad zu erhöhen, und so indirekt das Risiko für das System insgesamt erhöht.

Die makroökonomischen Auswirkungen der weitverbreiteten Verwendung derivativer Produkte und der neuartigen Methoden des Managements von Forderungen und Verbindlichkeiten sind schwer isoliert zu ermitteln, da eine Deregulierung diese Entwicklung oft begleitet oder sogar gefördert hat. Jedenfalls hat das Wachstum der abgeleiteten Finanzprodukte und der Arbitragegeschäfte, bei denen diese Instrumente verwendet werden, die Beseitigung der marktsegmentierenden institutionellen und aufsichtsrechtlichen Schranken vor allem im Falle der Swaps beschleunigt. Durch eine Verringerung der Transaktionskosten haben die abgeleiteten Produkte auch die Reagibilität der Preise von Geldanlagen gegenüber Erwartungsänderungen erhöht. So wurde z.B. im Jahre 1989 und Anfang 1990 der Anstieg der längerfristigen deutschen Zinssätze von dem an der LIFFE gehandelten Bund-Futures-Kontrakt auf den inländischen Kassamarkt übertragen.

Makroökonomische Auswirkungen derivativer Instrumente

## Die internationale Verschuldungssituation

Ungeachtet einiger Anzeichen neuerlicher Entschlossenheit, strenge Strukturanpassungsprogramme zu verfolgen, war 1989 unterm Strich für die Volkswirtschaften der Länder mit externen Schuldenproblemen ein enttäuschendes Jahr. Das Wirtschaftswachstum in den vierzehn hochverschuldeten Ländern mittleren Einkommens wies eine außergewöhnlich breite Streuung auf, aber das Durchschnittswachstum blieb mit ungefähr 1% weit unter dem Bevölkerungswachstum. Obwohl es Mexiko mit Hilfe eines rigorosen und erfolgreichen Stabilisierungsprogramms gelang, seine Inflationsrate von 115% auf 20% zu drücken, erhöhte sich der durchschnittliche Preisanstieg in den vierzehn Ländern gegenüber dem vorherigen Höchstwert von 220% im Jahr 1988 auf mehr als 360% pro Jahr. Die Budgetdefizite der Zentralregierungen kletterten auf das höchste Niveau seit dem Ausbruch der Schuldenkrise und beanspruchten so noch mehr der knappen finanziellen Ersparnis des Privatsektors. Die Investitionsquote (gemessen als Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt), die sich in den vorhergehenden vier Jahren leicht erholt hatte, fiel

Enttäuschende wirtschaftliche Ergebnisse bei vielen hochverschuldeten Ländern ...

## Hauptschuldnerländer: Entwicklung der Auslandsverschuldung und des Schuldendienstes<sup>1</sup>

Linke Skala (in Milliarden US-Dollar):

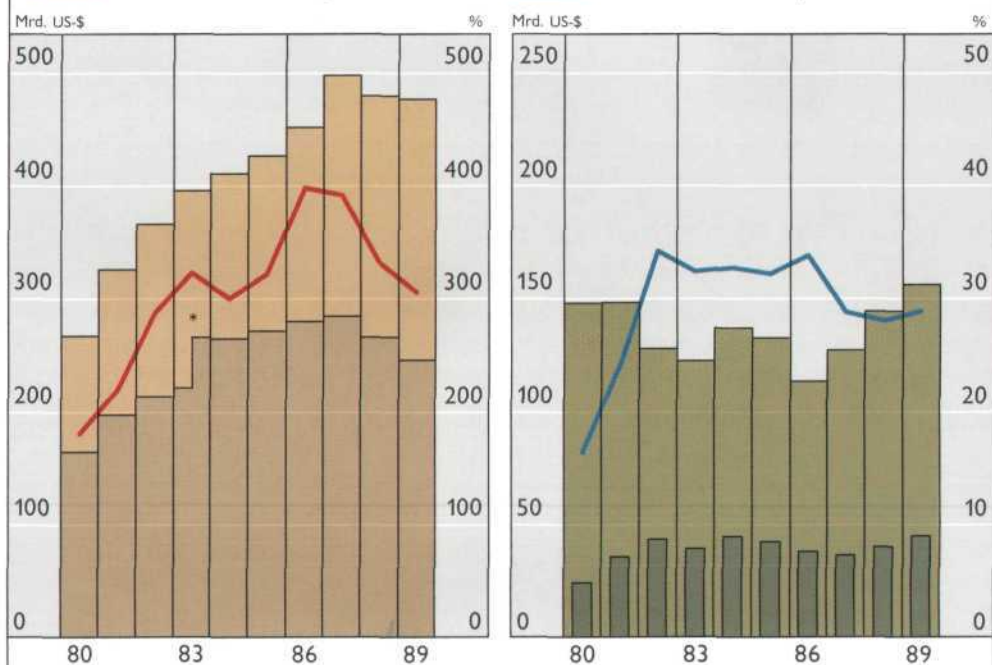
Bruttoschulden bei Banken<sup>2</sup>  
Sonstige Schulden<sup>3</sup>

Exporte  
Bruttozinsverpflichtungen<sup>3</sup>

Rechte Skala (in Prozent):

Schuldenstand/Exporte<sup>4</sup>

Bruttozinsen<sup>3</sup>/Exporte<sup>4</sup>



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

<sup>1</sup> „Baker-Länder“ ohne Jugoslawien. <sup>2</sup> Erfasste Bruttoverbindlichkeiten gegenüber Banken in den der BIZ berichtenden Ländern, zu jeweiligen Wechselkursen. <sup>3</sup> Schätzungen auf der Basis von IWF-Quellen, zu jeweiligen Wechselkursen. <sup>4</sup> Einnahmen aus dem Waren- und Dienstleistungsverkehr.

wieder unter 20%. Obwohl der Welthandel seine schnelle Expansion fortsetzte, verlangsamte sich das mengenmäßige Exportwachstum dieser Länder auf 4,9%, und trotz einer gewissen Verbesserung in den Terms of trade erhöhte sich ihr zusammengefaßtes Leistungsbilanzdefizit um fast \$ 2 Mrd. auf \$ 13 Mrd.

Den afrikanischen Ländern südlich der Sahara ging es nicht viel besser. Zwar konnten sie eine deutliche Beschleunigung der Inflation und eine eindeutige Verschlechterung der Finanzen der Zentralregierungen vermeiden, doch blieb das Wirtschaftswachstum nach wie vor hinter dem Bevölkerungswachstum zurück, mit dem Ergebnis eines weiteren Jahres sinkender Pro-Kopf-Einkommen. Die zusammengefaßte Leistungsbilanz dieser Länder verbesserte sich leicht, doch blieb das Verhältnis von Leistungsbilanzdefizit zu Exporten von Waren und Dienstleistungen mit 24% ungefähr dreimal so hoch wie in den hochverschuldeten Ländern mittleren Einkommens.

Trotz dieser Entwicklungen gab es weitere Fortschritte in der Frage der ausstehenden Schulden. Im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr gelang

... und den afrikanischen Ländern südlich der Sahara



es den stark verschuldeten Ländern mittleren Einkommens als Gruppe, eine leichte Verringerung ihrer Verschuldung, vor allem gegenüber Geschäftsbanken, zu erreichen. Die Gesamtschuld fiel geringfügig auf \$ 477 Mrd., und die Verbindlichkeiten gegenüber Geschäftsbanken gingen um \$ 21 Mrd. auf \$ 245 Mrd. zurück. Zusammen mit dem 1989 verzeichneten Exportwachstum drückte dies das Verhältnis von gesamter Außenverschuldung zu Exporten auf 305%, was zwar weit unter dem Höchstwert von fast 400% im Jahr 1986, aber noch immer höher als zum Zeitpunkt des Ausbruchs der Schuldenkrise war.

Leichte Verringerung der Verschuldung von Ländern mittleren Einkommens ...

Der Rückgang der Schulden gegenüber den Geschäftsbanken erfolgte hauptsächlich durch eine Reihe von Schuldenumwandlungen und anderen Maßnahmen, die die Außenschuld der Länder verringerten, ohne daß sie herkömmliche Rückzahlungen zur Folge gehabt hätten. Dennoch fanden weniger Transaktionen dieser Art statt als 1988. Die daraus resultierende Verringerung des Nominalwerts der gesamten Schuld dürfte schätzungsweise von \$ 22 Mrd. 1988 auf \$ 14 Mrd. zurückgegangen sein. Sowohl die Gläubigerbanken wie auch die Schuldner zögerten, vor der Klarstellung der genauen Konditionen der im Rahmen der Brady-Initiative vorgesehenen, öffentlich unterstützten Schuldenverringeringen groß angelegte Transaktionen zu beginnen. Darüber hinaus haben die Entwicklungsländer einige ihrer Schuldenumwandlungsprogramme aus Besorgnis über deren Auswirkungen auf Inflation und Wachstum der Inlandsverschuldung zurückgestuft.

... infolge von Schuldenumwandlungen

Auch die Zinszahlungen gingen weiter zurück, von \$ 37 Mrd. im Jahr 1988 auf \$ 32 Mrd. Das war jedoch hauptsächlich das Ergebnis eines Auflaufens von Zinsrückständen in einem noch nie dagewesenen Ausmaß. Weitgehend als Folge eines Anstiegs der kurzfristigen Zinsen, an die die variabel verzinsten Schuld geknüpft ist, erhöhten sich die von den hochverschuldeten Ländern mittleren Einkommens zu zahlenden Zinsen von \$ 40 Mrd. auf \$ 45 Mrd., so daß ihr Verhältnis zu den Exporten um 1 Prozentpunkt auf 29% stieg. Für die Anhäufung von Zinsrückständen gibt es mehrere Gründe. Erstens stellten bis vor wenigen Jahren die Umschuldungsabkommen und konzertierten Kreditvereinbarungen den in Probleme geratenen Schuldnern genug Mittel zur Bedienung eines Großteils der fälligen Zinsen zur Verfügung. Infolge der Stärkung der Bilanzen der Banken und der wachsenden Unterschiede in ihren Geschäftsstrategien ist es zunehmend schwieriger geworden, Übereinstimmung über neue Umschuldungsabkommen zu erreichen. Im letzten Jahr wurden nur fünf solcher Abkommen abgeschlossen, verglichen mit zehn im Jahr 1988 und neunzehn im Jahr 1987. Zweitens stellen Zahlungsrückstände ein geringeres Stigma dar als in der Vergangenheit. In letzter Zeit haben die multilateralen Institutionen damit begonnen, Abkommen mit einer kleinen Zahl von Ländern, die gegenüber Geschäftsbanken in Zahlungsverzug sind, aber ein umfassendes Anpassungsprogramm durchführen, zu schließen und ihnen Gelder auszuzahlen. Die Beseitigung von Zinsrückständen gegenüber den Geschäftsbanken, die zuvor eine unabdingbare Voraussetzung allein schon für die Eröffnung von Verhandlungen war, hat auch aufgehört, ein Hindernis für den Abschluß eines Abkommens zwischen den Banken und den Schuldnerländern zu sein.

Beispielloses Auflaufen von Zinsrückständen

Nur begrenzte Schuldenerleichterungen für die afrikanischen Länder südlich der Sahara

Offizielle Billigung der Schuldenerleichterung markiert eine neue Phase in der Schuldenstrategie

Anders als die hochverschuldeten Länder mittleren Einkommens haben die Länder mit Schuldenproblemen in Afrika südlich der Sahara im letzten Jahr einen Anstieg ihrer Gesamtverschuldung um \$ 5 Mrd. auf \$ 114 Mrd. erlebt. Schuldenerleichterungen gegenüber bilateralen öffentlichen Gläubigern zu den anlässlich des Toronto-Gipfels beschlossenen Bedingungen führten nur zu einer Entlastung des Schuldendienstes um \$ 50 Mio. oder gerade 2%. Aber der Teil der Schulden dieser südlich der Sahara gelegenen Länder, der unter die zunehmend entgegenkommenden Umschuldungen im Rahmen des Pariser Clubs für Schulden gegenüber öffentlichen Gläubigern fällt, erhöhte sich von \$ 1 Mrd. im Jahr 1988 auf über \$ 11 Mrd. im Jahr 1989. Sowohl der IWF als auch die Weltbank haben Programme eingerichtet, um die mit Schuldenproblemen konfrontierten Länder in Afrika südlich der Sahara mit externen Ressourcen für Anpassung und Wirtschaftswachstum zu versorgen. Schuldennachlaß ist eines der Elemente in diesen Programmen. Im September 1989 wurde eine Fazilität der Weltbank zur Finanzierung von Schuldentrückkäufen durch einige dieser Länder eingerichtet. Obwohl nur \$ 0,1 Mrd. für diesen Zweck bereitgestellt wurden, wird der Schuldennachlaß aufgrund der im Markt vorherrschenden großen Preisabschläge ein Vielfaches betragen.

Die Billigung der Brady-Initiative im Jahr 1989, die öffentliche Unterstützung für Schulden- und Schuldendienstverringerungen fordert, stellte den Beginn einer neuen Phase in der Schuldenstrategie dar. In der ersten bis 1985 dauernden Phase war die herausragende Sorge, großen und nicht wiedergutmachenden Schaden vom internationalen Finanzsystem abzuwenden. Das Ausmaß, in dem die Geschäftsbanken den in Schwierigkeiten geratenen Schuldnerländern gegenüber exponiert waren, übertraf ihr Eigenkapital bei weitem, und es war im Interesse aller Beteiligten, dafür zu sorgen, daß die kritische Liquiditätsverknappung nicht zu Insolvenzen führte. In der zweiten Phase wurde die Betonung auf die längerfristige Lösung des Schuldenproblems durch Wirtschaftswachstum und Strukturreformen gelegt, wozu alle Beteiligten – Schuldner, Geschäftsbanken, die Regierungen der führenden Industrieländer und die multilateralen Institutionen – durch entsprechende Maßnahmen und die Bereitstellung von Geldmitteln beitragen sollten. Obwohl dieser Ansatz im Grunde richtig war, brachte er doch ein weiteres Anwachsen der Außenverschuldung, ohne jedoch ein entsprechendes Wachstum der Exportmöglichkeiten der Schuldnerländer zu erzielen. In der dritten Phase wurde erkannt, daß öffentlich unterstützte Schulden- und Schuldendienstverringerungen dazu beitragen könnten, einigen hochverschuldeten Entwicklungsländern Erleichterung von der sie lähmenden schweren Belastung zu verschaffen und ihnen wieder auf den Weg zu dauerhaftem und ausgeglichenem Wirtschaftswachstum zu verhelfen.

Die Grundsätze für die Mittelvergabe der multilateralen Institutionen für Schulden- und Schuldendienstverringerungen wurden im Frühjahr 1989 festgelegt. Der IWF und die Weltbank werden auf einzelfallorientierter Basis finanzielle Unterstützung für Schuldennachlässe gewähren, die zwischen den Gläubigerbanken und den Ländern ausgehandelt werden, die mittelfristige Anpassungsprogramme in die Tat umsetzen.

Mit den Gläubigerbanken mußten spezifische Abkommen ausgehandelt



werden, bevor die genaue Form des neuen Ansatzes zu erkennen war. Das Abkommen mit Mexiko, das im März 1990 abgeschlossen wurde und auf einen Zeitraum von dreieinhalb Jahren angelegt ist, war bemerkenswert, weil es das erste ausgehandelte Abkommen darstellte und \$ 48,5 Mrd. mittel- und langfristige Schulden eines großen Landes abdeckte, das energische Anstrengungen unternommen hat, weitreichende Strukturreformen zu verwirklichen. Der zwischen Mexiko und dem Bankenlenkungsausschuß vereinbarte Vorschlag gab Gläubigerbanken die Wahl zwischen drei Optionen: Tausch ihrer Forderungen gegen besicherte Anleihen mit einem Abschlag von 35%, Tausch ihrer Forderungen zum Nennwert gegen gesicherte Anleihen mit einem Festzinssatz von 6¼% und Bereitstellung von neuen Krediten in Höhe von 25% ihrer bestehenden Forderungen. Öffentliche Mittel im Ausmaß von \$ 7 Mrd., darunter \$ 1,2 Mrd. aus den Währungsreserven Mexikos, wurden für die bei den ersten beiden Optionen verwendeten Anleihen zur Absicherung und als Garantie für die Bezahlung eines Teils der Zinsen zur Seite gelegt. Die besicherten Anleihen werden übertragbar und nicht umschuldbar sein und werden zu keiner Neugeldvergabe verpflichtet. Andere Punkte des Abkommens beinhalteten die Verpflichtung Mexikos, ein Programm zur Umwandlung von Schulden in Beteiligungskapital im Ausmaß von jährlich \$ 1 Mrd. für 3½ Jahre einzurichten, Vorkehrungen für begrenzte Schuldenrückkäufe und eine sogenannte „recapture clause“, die vorsieht, daß die Gläubiger für ihre Konzessionen einen Ausgleich erhalten, sollte der Ölpreis ab 1996 über einem bestimmten Schwellenwert liegen.

Das Abkommen mit Mexiko:

die drei Optionen

Die Gläubiger Mexikos gaben sehr deutlich dem Tausch der bestehenden Forderungen gegen besicherte Anleihen mit einer gewissen vorrangigen Behandlung den Vorzug, während sie in Anbetracht des Fehlens einer Begünstigung der Kredite durch öffentliche Stellen entweder für die bestehenden Forderungen oder für die Neukredite zögerten, neues Geld zur Verfügung zu stellen. Nach dem Anteil ihrer Forderungen gewichtet, entschieden sich 47% der Gläubiger des Landes für Anleihen mit gleichem Nennwert („par exchange bonds“) und 41% für die Anleihen mit Abschlag („discount bonds“), obwohl diese neuen Anleihen – wegen des Fehlens einer vollständigen Zinsgarantie – an den Sekundärmärkten mit Sicherheit mit einem Abschlag gehandelt werden. Nur 12% der Banken haben sich für die Gewährung von neuem Geld entschieden, wodurch Mexiko während der Laufzeit des Abkommens nur \$ 1,5 Mrd. an Neukrediten erhalten wird. Unter der Annahme, daß sich die kurzfristigen Zinssätze nicht ändern, wird das Abkommen Mexikos Zinsverpflichtungen nach Bezahlung der Zinsen für die für Sicherheiten und zur Zinsgarantie ausgeliehenen Mittel jährlich um über \$ 1 Mrd. verringern.

Entscheidungen der Gläubiger

Die Umsetzung des Abkommens wird die Schulden Mexikos stärker als ursprünglich geplant verringern. Freilich werden die Schulden gegenüber öffentlichen Gläubigern während der Laufzeit des Abkommens um \$ 5,8 Mrd. wachsen, und die Neukreditverpflichtungen der Geschäftsbanken erhöhen Mexikos Verschuldung um weitere \$ 1,5 Mrd.; aber die ausgeprägte Präferenz der Banken für die Abschlagsvariante wird die ausstehenden Schulden um \$ 7 Mrd. verringern, und die Umwandlung von Schulden in Anteilskapital und

Ausmaß der Erleichterungen

Schuldenrückkäufe werden sie noch weiter reduzieren. Eine zusätzliche, rein rechnerische Verringerung um ungefähr \$ 7,5 Mrd. liegt in der Tatsache, daß der Gegenwartswert der „par exchange bonds“ mit einer unter den Marktsätzen liegenden Verzinsung niedriger ist als der Nennwert der von ihnen ersetzten Forderungen. Darüber hinaus haben im abgelaufenen Jahr Umwandlungen, Tilgungen und andere Maßnahmen der Schuldenreduzierung außerhalb des Rahmens dieses Abkommens die Schulden des mexikanischen öffentlichen Sektors um \$ 4 Mrd. verringert.

Das Abkommen mit Mexiko wurde erst nach langen und schwierigen Verhandlungen abgeschlossen, in denen die USA eine Schlüsselrolle gespielt haben. Als Folge dieses Pakets ist ein großer Teil der mexikanischen Schulden nicht mehr künftigen Umschuldungen unterworfen, und die Zahl der gegenüber Mexiko verpflichteten Banken ist nunmehr recht gering, da die meisten ihr mittel- und langfristiges Mexikoengagement gegen Forderungen ausgetauscht haben, die keinen Neugeldverpflichtungen unterliegen. Es dürfte daher Mexiko in Zukunft schwerer fallen, Zahlungsbilanzfinanzierung in einem bedeutenden Ausmaß zu erhalten, sollte diese Notwendigkeit wider Erwarten entstehen.

Schulden-  
erleichterungs-  
abkommen mit  
anderen Ländern

Mit öffentlichen Mitteln unterstützte Abkommen über Schulden- und Schuldendienstverringerungen wurden oder werden auch mit einigen anderen Ländern ausgearbeitet, aber nicht mit den zwei anderen Hauptschuldnern: Brasilien und Argentinien. Dem Fall-zu-Fall-Ansatz folgend beinhaltet jedes Abkommen Merkmale, die auf die spezifische Situation in dem betreffenden Land zugeschnitten sind. Das Abkommen mit Costa Rica sah keine Neugeldvergabe vor, brachte aber eine großzügige Verringerung der von diesem Plan erfaßten \$ 1,8 Mrd. Schulden. Gewichtet nach den Forderungsständen entschlossen sich etwa 65% der Banken, ihre Forderungen mit einem Abschlag von 84% an das Land zurückzuverkaufen. Ein hervorstechendes Merkmal des Abkommens mit den Philippinen war die Schnelligkeit, mit der es abgeschlossen wurde. Die Banken und die öffentlichen Instanzen einigten sich in nur sechseinhalb Arbeitstagen auf ein Programm, das Rückkäufe in Höhe von \$ 1,3 Mrd. – das entspricht beinahe einem Fünftel der in Frage kommenden Bankschulden – mit einem Abschlag von 50% vorsah. Es sicherte auch etwa \$ 0,7 Mrd. an neuen Forderungen einen gewissen Vorrang zu. Das Abkommen sieht weitere Rückkäufe zu einem späteren Zeitpunkt vor, brachte aber geringere Cash-flow-Entlastungen, als ursprünglich geplant, da ein beträchtlicher Teil der Gläubigerbanken es vorzog, nicht teilzunehmen. Im Falle Venezuelas ist schon die Tatsache, daß ein vorläufiges, \$ 20 Mrd. an Schulden einbeziehendes Abkommen existiert, selbst bemerkenswert. Die Geschäftsbanken hatten aufgrund ihrer Überzeugung, daß ein geeigneter makroökonomischer Kurs das Land in die Lage versetzt hätte, seine Schulden ordnungsgemäß zu bedienen, Zweifel an der Notwendigkeit von Zugeständnissen im Rahmen eines Umschuldungspakets. Ferner wurde zwischen Marokko und seinen Gläubigerbanken eine vorläufige Vereinbarung über mit öffentlichen Mitteln unterstützte Schuldenerleichterungen getroffen.

Der Gesamtbetrag der von den ersten vier Abkommen der Brady-Initiative betroffenen Auslandsschulden beläuft sich auf \$ 72 Mrd. Ungefähr



\$ 8 Mrd. der insgesamt \$ 30–35 Mrd. an öffentlichen Mitteln, die ursprünglich für die Unterstützung derartiger Transaktionen vorgesehen waren, wurden bisher eingesetzt. Die verschiedenen Transaktionen werden die Schulden gegenüber den Geschäftsbanken um ungefähr \$ 14 Mrd. senken, während die Verringerung der Zinsbelastung einer Herabsetzung der Schulden um weitere \$ 11 Mrd. entspricht. Insgesamt werden dadurch rund \$ 25 Mrd. – etwa ein Drittel des Nominalwerts der ursprünglichen Schulden – beseitigt, doch muß dem der Anstieg der Verschuldung gegenüber öffentlichen Gläubigern im Ausmaß von \$ 8 Mrd. entgegengehalten werden.

Tragweite  
der Schulden-  
erleichterung

Neben ihren Auswirkungen auf den Ressourcentransfer haben Schuldenverringerungen zusätzliche Vorteile. Dadurch, daß sie unpopulären Maßnahmen zur Erhöhung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit und der Schuldendienstkapazität eine Berechtigung verleihen, können sie die Aussichten auf eine erfolgreiche Strukturanpassung verbessern. In Mexiko hatte das Abkommen positive Auswirkungen sowohl auf die Haltung der Investoren als auch auf das allgemeine Wirtschaftsklima. Als Folge des Abklingens der Inflationserwartungen fielen die inländischen Zinssätze, so daß sich die inländische Zinsbelastung des öffentlichen Sektors verringerte. Die verbesserten Aussichten der Wirtschaft führten zu der Rückkehr eines Teils des Fluchtkapitals, zogen Direktinvestitionen an und gaben den Aktienkursen Auftrieb. Obwohl die Zinsen in der Folge angehoben wurden, um eine Überhitzung der Wirtschaft zu vermeiden, vermochte Mexiko die grundsätzliche Ausrichtung seiner Wirtschaftspolitik bereits einen Gutteil eines Jahres hindurch beizubehalten.

Stärken und ...

So nützlich die Brady-Initiative auch ist, so stellt sie doch nur eine Teillösung des Problems der hochverschuldeten Länder dar. Die Aussichten auf neuerliche Mittelzuflüsse erscheinen aus einer Reihe von Gründen schlechter als noch vor einiger Zeit. Erstens war die anfängliche Vorstellung über das mit Hilfe dieses neuen Plans erreichbare Volumen an Schuldenverringerungen in Anbetracht der dafür zur Verfügung stehenden öffentlichen Mittel überzogen. Das schuf übertriebene Erwartungen seitens der Schuldnerländer und beeinflusste das Verhandlungsklima nachteilig. Zweitens wurden die Banken aufgrund öffentlicher politischer Entscheidungen dazu verpflichtet, mit einigen Ländern zu verhandeln, die ihrer Ansicht nach eine Schuldenverringerung weder brauchten noch verdienten. Ein drittes Problem war die Verwendung der Sekundärmarktpreise als Bezugspunkt für die Schuldenabschläge. Das birgt für die Schuldner den Anreiz in sich, die Preise nach unten zu drücken, um in den Genuß eines größeren Abschlags zu kommen. Schließlich ist es schwierig, Schuldenverringerungen mit neuen Kreditvergaben in Einklang zu bringen. Banken, die sich für die bestehenden Kredite Verlusten gegenübersehen, werden kaum darauf erpicht sein, neue Kredite zu vergeben, es sei denn, die Zugeständnisse für die bestehenden Schulden reichten aus, die Kreditwürdigkeit des Schuldnerlandes wiederherzustellen.

... Schwächen  
der neuen  
Strategie

In der Tat scheinen die Regierungen der Hauptgläubigerländer die Banken unabsichtlich ermuntert zu haben, sich für Schulden- und Schuldendienstverringerungen statt für die Gewährung neuer Kredite zu entscheiden. Im Rahmen der Brady-Initiative erging die Aufforderung, die steuerlichen, auf-

Ihre Auswirkungen  
auf die Neu-  
kreditvergabe  
der Banken

Notwendigkeit  
verstärkter  
öffentlicher  
Unterstützung

sichts- und bilanzrechtlichen Hindernisse für Schulden- und Schuldendienstverringerungen zu überprüfen. Da die Länder nur zögernd bereit waren, die aufsichts- und bilanzrechtlichen Regeln, die der Sicherung der Solidität des Finanzsystems dienen, zu ändern, wurden vor allem steuerliche Anpassungen vorgenommen. Doch haben nur sehr wenige dieser Änderungen die Attraktivität der Vergabe von Neukrediten verbessert.

Die ungünstigen kurzfristigen wirtschaftlichen Aussichten vieler Hauptschuldner lassen es noch wichtiger erscheinen als in der Vergangenheit, diese in ihren Anstrengungen zu unterstützen, geeignete makroökonomische Maßnahmen und Strukturanpassungen vorzunehmen. Da unter den gegebenen Bedingungen Schuldendienstverringerungen, Direktinvestitionen und die Rückführung von Fluchtkapital in den meisten Fällen kaum dazu ausreichen, den Devisenbedarf der Schuldnerländer für solche Maßnahmen abzudecken, werden zusätzliche Neukredite notwendig sein. Die Banken werden sich sträuben, große zusätzliche Geldbeträge ohne Verbesserung der Kreditbedingungen durch öffentliche Stellen zu gewähren, es sei denn, es gelingt der neuen Initiative, die Schuldenbedienungskapazität der Länder wiederherzustellen. Es ist aber keineswegs sicher, daß die Vergabe weiterer Kredite zu Marktbedingungen – von Handelskrediten einmal abgesehen – im Eigeninteresse der Schuldnerländer läge. Es könnte daher die Meinung vertreten werden, daß öffentlich geförderte Entlastungsmaßnahmen eine größere Symmetrie zwischen der Behandlung von Schuldenverringerungen und Neukreditgewährung aufweisen sollten als in der Vergangenheit und daß in Zukunft ein größerer Bedarf für den Einsatz öffentlicher Mittel besteht.



## VI. Monetäre Entwicklung und Geldpolitik

### Schwerpunkte

Angeichts des allgemein höher als erwarteten Tempos der Wirtschaftsentwicklung war die Geldpolitik in den Industrieländern im letzten Jahr weitgehend darauf ausgerichtet, eine Beschleunigung der Inflation zu verhindern. Unterschiede in der Konjunkturlage und der Wechselkursentwicklung hatten jedoch einen gewissen Einfluß auf die in den einzelnen Ländern verfolgte Zinspolitik.

Die kurzfristigen Zinssätze wurden in den Vereinigten Staaten seit dem Frühjahr 1989 schrittweise herabgesetzt, um die Abschwächung der Wirtschaftsentwicklung in Grenzen zu halten. Im Gegensatz dazu wurden die Geldmarktsätze in Japan und Deutschland nach und nach erhöht, um einer Überforderung der Produktionsfaktoren vorzubeugen.

Auch in Frankreich und den meisten anderen am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmenden Ländern wurden die Zinssätze in dem Maße angehoben, wie es zur Aufrechterhaltung der Stabilität innerhalb des Systems notwendig erschien. In den meisten Fällen waren die Zinserhöhungen auch erforderlich, um den inländischen Nachfragedruck zu dämpfen. In Großbritannien, Schweden und Kanada schwächte sich der Nachfragedruck nur langsam als Reaktion auf die zuvor restriktive Geldpolitik ab, und die Zinssätze mußten Ende 1989 oder Anfang 1990 im Zusammenhang mit einem Abwertungsdruck auf die Währung weiter angehoben werden.

Die Zinsentwicklung trug zwar dazu bei, 1989 das Wachstum der monetären Schlüsselgrößen auf dem vorgegebenen Pfad zu halten, doch war in den Jahren zuvor in den meisten größeren Ländern eine starke monetäre Expansion zu verzeichnen gewesen. Einige Schlüsselaggregate waren als Leitlinien für die kurzfristige Politik eindeutig unzuverlässiger geworden; überdies hatten die Länder im Gefolge des Börsenkrachs von 1987 oder nach der Aufwertung ihrer Währung gegenüber dem US-Dollar der Bekämpfung der Rezessionsgefahr den Vorrang gegeben. Nun da die Inflation gestiegen oder hoch geblieben ist, stellt sich die Frage, ob eine restriktive Geldpolitik lang und nachdrücklich genug betrieben werden kann, um ein hohes Maß an Preisstabilität wiederherzustellen. Dies zu versuchen, mag kostspielig erscheinen, doch werden die Kosten letzten Endes noch höher sein, wenn man es zuläßt, daß die Inflation weiter steigt oder sich auf dem gegenwärtigen Niveau verfestigt.

Das internationale Zusammenwachsen der Finanzmärkte hat den Spielraum für die geldpolitische Autonomie der einzelnen Länder weiter geschmälert. Dies gilt insbesondere für Europa, wo das Ziel einer weiteren Liberalisierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs gepaart ist mit einer

Geldpolitik, die in vielen Ländern auf eine Wechselkursstabilisierung abzielt. Die Währungsbehörden waren zunehmend bestrebt, sich hauptsächlich auf indirekte Instrumente zur Beeinflussung der Bankreserven und der kurzfristigen Zinssätze zu stützen. In einigen Ländern wie Spanien, die sich einem starken Nachfragedruck und hohen Inflationsraten gegenübersehen, war jedoch eine Wiederherstellung oder Verstärkung von Devisenkontrollen und Kreditobergrenzen notwendig, um eine wirksame monetäre Kontrolle zu ermöglichen.

Es besteht nun größere Einigkeit darüber, daß die Geldpolitik in erster Linie auf die Erreichung von Preisstabilität ausgerichtet sein sollte und daß dieses Ziel am besten zu erreichen ist, wenn die Zentralbank relativ unabhängig vom Schatzamt und anderen öffentlichen Institutionen ist. Dies wurde besonders offensichtlich in den Diskussionen über die Voraussetzungen für weitere Fortschritte auf dem Weg zu einer Wirtschafts- und Währungsunion in der Europäischen Gemeinschaft über die erste Stufe hinaus, die im Juli dieses Jahres beginnt. Es besteht weitgehende Einigkeit darüber, daß ein Europäisches Zentralbanksystem, wie es im „Bericht zur Wirtschafts- und Währungsunion in der Europäischen Gemeinschaft“ (Bericht des „Delors-Ausschusses“) ins Auge gefaßt wurde, ein hohes Maß an Unabhängigkeit von anderen nationalen Stellen und Gemeinschaftseinrichtungen sowie ein klares Mandat zur Verfolgung der Preisstabilität haben sollte.

Die Unabhängigkeit der Zentralbank wird auch als eine notwendige Bedingung für eine wirksame gesamtwirtschaftliche Politik in den früheren Zentralverwaltungswirtschaften Osteuropas anerkannt. Die angestrebte Währungsunion zwischen der Deutschen Demokratischen Republik und der Bundesrepublik Deutschland ist insofern ein Sonderfall, als sie die regionale Erweiterung der Verwendung einer harten westlichen Währung mit sich bringt. Sie lenkt jedoch die Aufmerksamkeit auf eine allgemeinere Voraussetzung, daß nämlich geeignete monetäre Vereinbarungen durch eine angemessene Haushaltspolitik und Lohnentwicklung unterstützt werden müssen, wenn befriedigende Gesamtergebnisse erzielt werden sollen.

### Der Kurs der Geldpolitik im letzten Jahr

Wenngleich die Sorge über den verstärkten Preisauftrieb im letzten Jahr allgemein war, spiegelte die Geldpolitik in den einzelnen Ländern gleichwohl Unterschiede in der erwarteten und tatsächlichen Wirtschaftsentwicklung wider. In vielen größeren Volkswirtschaften war die Politik besonders bemüht, frühzeitig auf erwartete Entwicklungen insbesondere der Inflation zu reagieren. Allerdings wurde die Stärke der Gesamtnachfrage vielerorts unterschätzt, und die Wachstumsvorhersagen wurden zunehmend nach oben korrigiert. Gelegentlich erwiesen sich die Einschätzungen über Ausmaß und Tempo der Reaktion von Produktion, Zahlungsbilanz und Inflationsraten auf die restriktive Geldpolitik als zu optimistisch.

### *Entgegengesetzte Zinspolitik in den größten Volkswirtschaften*

Auf die kurze Lockerung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten gegen Ende 1987 folgte eine zunehmende Straffung, wobei die kurzfristigen



Zinssätze im März 1989 einen Höchststand erreichten. Danach unternahm die Notenbank aus wachsender Besorgnis über das Ausmaß, in dem sich das Wirtschaftswachstum – damals im siebten Jahr – abschwächte, eine Reihe von Schritten, die den Tagesgeldsatz bis zum Jahresende um rund 1½ Prozentpunkte zurückführten. Der Diskontsatz blieb seit Februar 1989 unverändert. Weitgehend im Einklang mit den Geldmarktsätzen gingen die Anleiherenditen bis November zurück, was auf geringere Inflationserwartungen hindeutet. Die Notenbankpolitik schien darauf gerichtet zu sein, allmählich den Inflationstrend zu reduzieren, indem sie das tatsächliche Wirtschaftswachstum für einige Zeit unter dem Potentialwachstum hielt, während sie gleichzeitig eine Rezession zu vermeiden suchte. In den ersten Monaten des Jahres 1990, als die Wirtschaftsentwicklung an Fahrt gewann, wurde der Tagesgeldsatz konstant gehalten.

Zunehmende Senkung der kurzfristigen Zinsen in den USA ...

In Japan dagegen schlugen die Tagesgeldsätze, die vorher nur leicht höher tendiert hatten, im Frühjahr 1989 einen steileren Aufwärtspfad ein. Gemäß den im November 1988 eingeführten neuen Verfahren überließ es die Bank von Japan den Marktkräften, einen zunehmenden Anstieg der Geldmarktsätze bis Dezember in Gang zu setzen, den sie durch eine Anhebung des Diskontsatzes in drei Stufen im Mai, Oktober und Dezember unterstützte. Die kurzfristigen Marktzinsen stiegen in den ersten Monaten des Jahres 1990 nur geringfügig, bis im März der Diskontsatz auf 5¼% erhöht wurde.

... dagegen graduelle Straffung der Geldpolitik in Japan ...

In Deutschland hatten sich die Geldmarktsätze seit Anfang 1988 in einem Aufwärtstrend befunden, und die Deutsche Bundesbank ließ sie bis Oktober letzten Jahres in kleinen Schritten weiter steigen. Bei der Reservebereitstellung durch Pensionsgeschäfte machte sie ausgiebig Gebrauch von amerikanischen Zuteilungsverfahren (mit Zuteilung für Bietungen oberhalb eines Mindestsatzes zu individuellen Bietungssätzen), wählte aber Mengentender (mit einem festen Zuteilungssatz) in Zeiten, in denen eine straffere Steuerung der Zinssätze angezeigt schien. Die Marktsätze blieben durchweg nahe am Lombardsatz der Bundesbank, der in zwei Stufen im April und Juni von 6% auf 7% und im Oktober um einen weiteren Prozentpunkt angehoben wurde. Da es keine nennenswerten Wechselkursänderungen gegenüber anderen EWS-Währungen gab, blieben die Exporte hoch, während von der Zuwanderung aus Osteuropa und der Aussicht auf eine Währungsunion mit der Deutschen Demokratischen Republik zusätzlicher Druck auf die Produktionsfaktoren zu erwarten war. Aufgrund der Aufwertung der D-Mark gegenüber vielen anderen Währungen seit Oktober, die den Anstieg der Verbraucherpreise einzudämmen half, und aufgrund der – zur politischen Glaubwürdigkeit beitragenden – Erreichung des Geldmengenziels wurde jedoch die Gefahr eines starken Lohnanstiegs in der Verhandlungsrunde 1990 etwas reduziert. Die volle Wirkung der ausgehandelten Zuwächse wird erst 1991 zu spüren sein.

... und antizipatorische restriktive Schritte in Deutschland

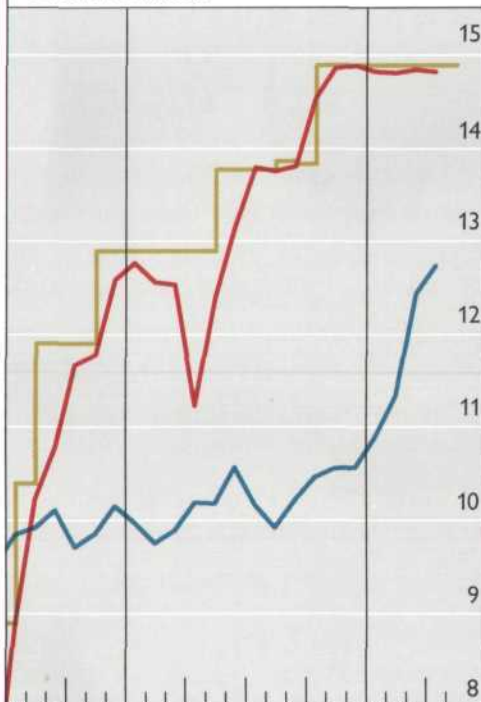
In Frankreich kam die starke Inlandsnachfrage eher in einer anhaltenden Leistungsbilanzschwäche als in einem Auftrieb der Inlandspreise zum Ausdruck. Die Geldmarktsätze stiegen im ersten Halbjahr 1989 weniger an als in Deutschland, was teilweise der relativen Stärke des französischen Franc innerhalb des EWS-Wechselkursmechanismus zuzuschreiben war. Der Anstieg

Verschärfung der Geldpolitik in Frankreich aus binnen- und außenwirtschaftlichen Gründen

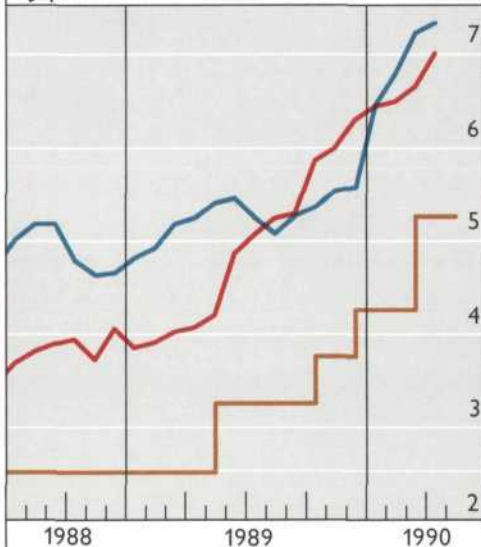
## Amtliche Sätze und Marktzinssätze

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

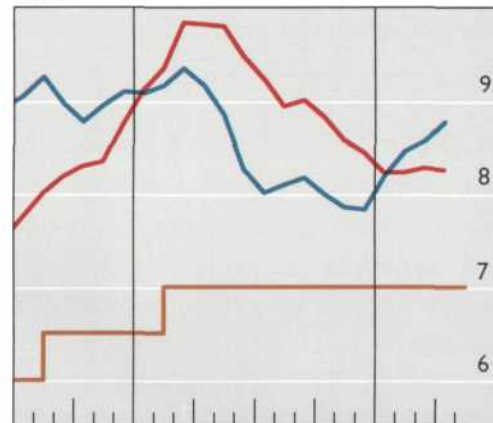
Großbritannien



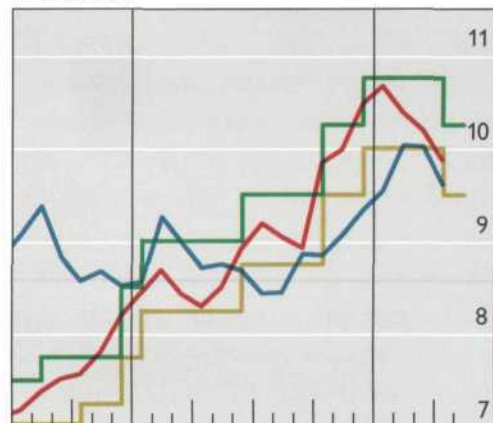
Japan



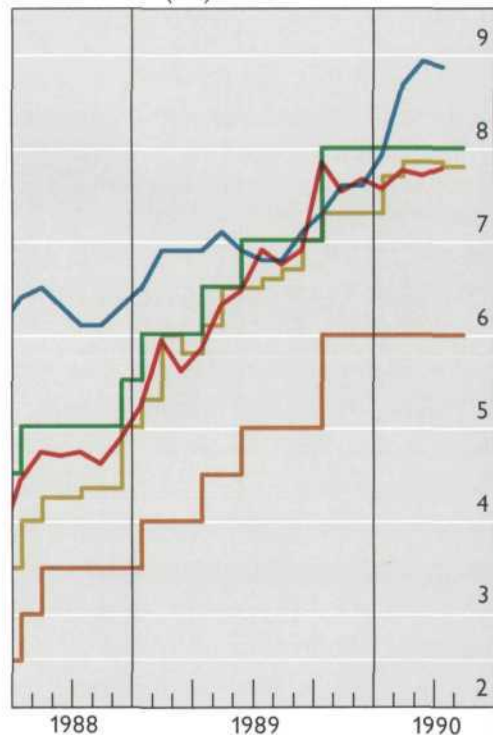
USA



Frankreich



Deutschland (BR)



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



der Verbraucherpreise gegen Vorjahr hatte sich weniger als in Deutschland beschleunigt, obwohl er immer noch etwas höher war. Aber seit Oktober, als die Stärke des inländischen Wirtschaftswachstums deutlicher hervortrat, stiegen die kurzfristigen Zinssätze steiler an. Eine Erhöhung des Geldmarkt-interventionssatzes der Bank von Frankreich in Verbindung mit einer Heraufsetzung des Lombardsatzes der Bundesbank im Oktober und eine weitere einseitige Erhöhung im Dezember wurden sowohl in binnen- als auch in außenwirtschaftlicher Hinsicht als angemessen angesehen. Aus Besorgnis über die Zuwachsraten der Kredite wurden die Mindestreserven im Oktober um ½ Prozentpunkt angehoben. Im Frühjahr 1990 wurde der Interventionssatz angesichts des innerhalb des EWS-Kursbandes stärkeren französischen Franc gesenkt.

In Großbritannien erreichte der Zinssatz für den Ankauf sehr kurzfristiger Bankwechsel durch die Bank von England, der zwischen Mai und November 1988 von unter 7½% auf fast 13% angehoben worden war, im Mai 1989 nahezu 13¾%, wobei der Tagesgeldsatz entsprechend anstieg. Lange Zeit erwartete die Geldpolitik im letzten Jahr die Wirkung dieser Straffung. Obwohl sich der Anstieg der Preise für Wohneigentum allmählich verlangsamte, expandierten die weitgefaßte Geldmenge und die Kredite an den privaten Sektor weiter sehr schnell. Bei der Leistungsbilanz und den Lohnabschlüssen waren Anzeichen einer Reaktion auf die Straffung der Geldpolitik nur langsam festzustellen. In der Tat wurde deutlich, daß die Wirtschaft viel robuster war, als zuvor angenommen. Die Behörden wideretzten sich einem Anstieg der kurzfristigen Zinsen bis Oktober, als sie eine Erhöhung um einen weiteren Prozentpunkt zuließen. In der Folgezeit blieben die amtlichen Sätze unverändert, obwohl sich das Pfund Sterling deutlich abwertete.

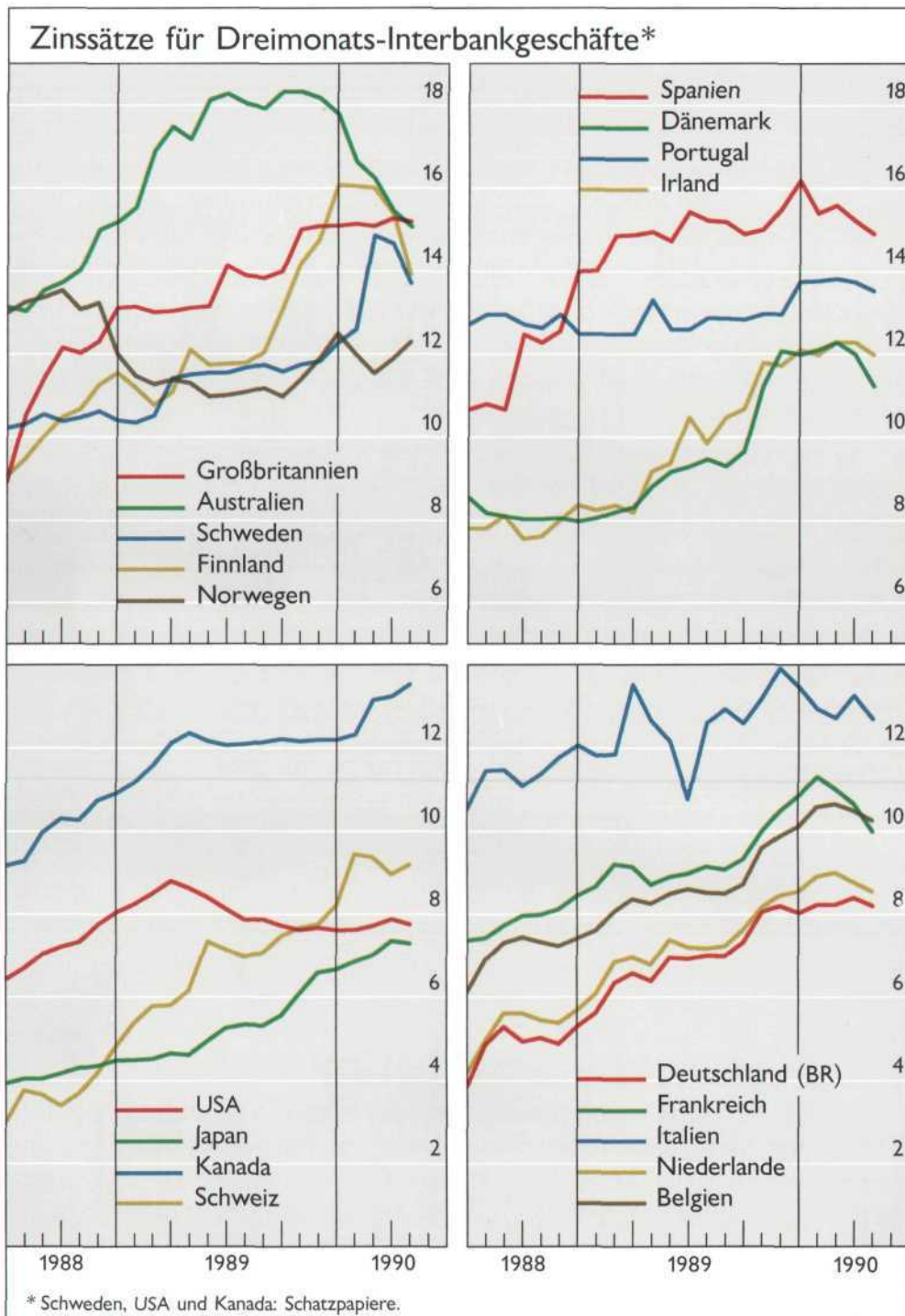
Langsame  
Reaktion der  
britischen  
Wirtschaft  
auf Straffung  
der Geldpolitik

#### *Geldpolitik in den am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmenden Ländern*

Die anderen dem EWS-Wechselkursmechanismus angehörenden Länder, die das enge Schwankungsband einhalten, schlossen sich im letzten Jahr Deutschland und Frankreich bei der schrittweisen Erhöhung der kurzfristigen Zinssätze an. Die meisten von ihnen erlebten auch eine Zunahme der wirtschaftlichen Aktivität und eine gestiegene Auslastung der Sachkapazitäten. In Italien waren der Nachfragedruck und die Inflation verhältnismäßig hoch; dort wurde das bisher für Wechselkursschwankungen gegenüber anderen Partnerwährungen im EWS verwendete breite Band (+/- 6% um den Leitkurs) Anfang 1990 schließlich aufgegeben. Eine relativ hohe Inflationsrate war auch in Spanien zu beobachten, das dem Wechselkursmechanismus des EWS im Juni 1989 beitrug und ein breites Schwankungsband (+/- 6%) für die Peseta übernahm.

In Belgien, den Niederlanden und Dänemark wurden Zeitpunkt und Umfang der Erhöhungen der amtlichen Sätze zwischen April und Oktober 1989 mit den Erhöhungen des Lombardsatzes in Deutschland koordiniert. In Belgien, wo die Stärkung des Wachstums der Wirtschaft besonders ausge-

Erhöhung der  
kurzfristigen  
Zinsen auch in  
anderen EWS-  
Ländern



prägt war, trug die steigende Glaubwürdigkeit der Wechselkurspolitik und eine weitere Verminderung der staatlichen Haushaltsdefizite in dieser Zeit zu einer Verkleinerung des Zinsabstands zu Deutschland bei. In den Niederlanden war der Anstieg der Verbraucherpreise geringer als in Deutschland, aber Kapitalabflüsse Anfang 1989 sowie eine hohe Expansionsrate der Bankkredite boten Anlaß zur Einführung eines geldpolitischen Reserveinstruments (s. S. 195). Als es später zu großen Zuflüssen bei den Banken kam, wurde die Möglichkeit, Banken zur Haltung von Einlagen bei der Niederländischen Bank zu veranlassen, genutzt, um die Geldmarktwirkung der amtlichen Devisenkäufe in Grenzen zu halten. Wie in Belgien mußten die amtlichen Sätze gegen



Ende 1989 weiter angehoben werden, und die Geldmarktsätze stiegen stärker als in Deutschland. Die Wirtschaftsentwicklung in Dänemark blieb sehr schwach, und die Geldmarktsätze wurden Anfang 1989 weniger stark angehoben als die Sätze in Deutschland. Die Krone fiel bis zur Untergrenze des EWS-Bandes, und zeitweise waren Interventionen erforderlich. Im Oktober wurden die kurzfristigen Zinssätze einseitig erhöht, aber Anfang 1990 wieder etwas zurückgenommen. Sehr zufriedenstellend war das Wirtschaftswachstum im letzten Jahr in Irland, aber die Devisenreserven fielen 1989 teils infolge des Abflusses von Kapital, das durch die Zinsdifferenzen zugunsten des Pfund Sterling angezogen wurde, um Ir£ 755 Mio. Der Zinssatz für kurzfristige Ausleihungen der Zentralbank wurde zwischen April und Dezember in vier Stufen von 8% auf 12% angehoben.

In Italien wurde der Diskontsatz im März 1989 von 12½% auf 13½% heraufgesetzt. Obwohl eine obligatorische Mindestreserve auf die Nettodevisenposition der Banken wieder eingeführt wurde und innerhalb des EWS-Kursbandes ein Anstieg der Lira hingenommen wurde, hielten die Kapitalzuflüsse an. Das Hauptziel der Geldpolitik während des Jahres bestand darin, die Wirkung dieser Zuflüsse und der staatlichen Haushaltsfinanzierung auf die Bankreserven zu begrenzen. Angesichts des immensen, jeden Monat zu refinanzierenden Volumens der kurzfristigen Schulden des Schatzamtes und der zeitweise von der volatilen Marktverfassung betroffenen Nettoverkäufe von Wertpapieren an das Publikum wies der Tagesgeldsatz starke Schwankungen auf. Den Erhöhungen der amtlichen und marktmäßigen Zinssätze in anderen am Wechselkursmechanismus des EWS teilnehmenden Ländern im Herbst schloß sich Italien nicht an, so daß die Lira sich auf die Untergrenze des weiten EWS-Bandes zubewegte. Im Januar 1990 wurde das enge EWS-Band übernommen, wobei der neue Leitkurs nahe am damals gültigen Marktkurs festgesetzt wurde. Die Lira stieg jedoch sofort bis an die Obergrenze des Bandes, und die Zentralbank mußte mit Devisenkäufen intervenieren. Im Mai wurde der Diskontsatz auf 12½% gesenkt.

Geldpolitisches  
Dilemma  
in Italien ...

In Spanien wurde der amtliche Satz für Tagesausleihungen angesichts eines großen Leistungsbilanzdefizits und einer sich beschleunigenden Inflation stufenweise von 10,5% im August 1988 auf 13,8% im März 1989 angehoben. Nach einer deutlichen Höherbewertung der Peseta wurde im Januar 1989 ein obligatorisches Bardepot für Kreditaufnahmen von Banken und Nichtbanken im Ausland eingeführt. Der Beitritt zum Wechselkursverbund des EWS war zum Teil durch den Wunsch motiviert, die Glaubwürdigkeit der Antiinflationpolitik zu unterstreichen. Auf kurze Sicht begrenzte indes die Mitgliedschaft im EWS-Wechselkursmechanismus den Spielraum für weitere Zinserhöhungen, obwohl die Devisenkontrollen bei Kapitalzuflüssen aufrechterhalten wurden. Unter diesen Umständen setzten die Behörden hauptsächlich auf eine Erhöhung der Mindestreserven und einen Appell an die Banken, die Ausweitung der Kreditvergabe an den privaten Sektor einzudämmen, was zu einer gewissen Verlangsamung der Geld- und Kreditexpansion führte. Der amtliche Satz für Tagesgeld wurde im Juli auf 14,5% angehoben und auf diesem Niveau gehalten, als die Zinssätze im Ausland heraufgesetzt wurden, so daß sich die Peseta im EWS-Band hinunterbewegte. Ende des Jahres wurde

... und Spanien

die Bardepotpflicht für den Anstieg der Devisenposition der Banken aufgehoben, aber die Richtlinien für deren Kreditvergabe wurden 1990 verschärft.

### *Geldpolitik in anderen Industrieländern*

Österreich setzte die Geldpolitik weiterhin zur Stabilisierung des Wechselkurses des Schillings zur D-Mark ein. Im letzten Jahr wurden ein gutes Wachstum und eine geringe Inflationsrate erreicht. In der Schweiz, wo die an der Geldbasis orientierte Politik gegen Ende 1987 und im Jahr 1988 expansiver war als beabsichtigt, hat sich der Nachfragedruck in der Wirtschaft im letzten Jahr verstärkt, und der Anstieg der Verbraucherpreise beschleunigte sich spürbar. Die kurzfristigen Zinsen, die 1988 auf sehr niedrige Niveaus gefallen waren, wurden stark angehoben, um der Abwertung des Schweizer Frankens entgegenzuwirken, so daß sie jetzt über denen in Deutschland liegen.

Starker Anstieg  
der kurzfristigen  
Zinsen  
in der Schweiz

In Schweden und Kanada brachte die überschäumende Nachfrage Zahlungsbilanzdefizite und eine anziehende Inflation mit sich, aber die verhältnismäßig hohen Nominalzinsen übten weiterhin für gewisse Zeit einen Aufwertungsdruck auf die Währungen aus. Der Anstieg der kurzfristigen Zinssätze in Schweden, der den Zinssatz für sechsmonatige Schatzwechsel 1989 von 10½% auf 13% trieb, zog Kapitalzuflüsse in einem Umfang an, der das Leistungsbilanzdefizit überstieg, besonders nachdem die meisten Devisenkontrollen im Kapitalverkehr im Juli aufgehoben waren. Die Krone stieg bis zum Oktober innerhalb der um die Zielgröße des gewogenen Außenwerts vorgegebenen Bandbreite. Danach begannen die Märkte, die herrschende Wirtschaftslage neu zu beurteilen. Nach dem Rücktritt der Regierung Anfang 1990 kam die Krone erneut unter Druck, und im Februar stieg der Zinssatz für sechsmonatige Schatzanweisungen auf 15%. Da der allgemeine Inflationsdruck im letzten Jahr in Kanada stärker blieb als in den USA, hielt die Bank von Kanada die kurzfristigen Zinssätze hoch, während die vergleichbaren Sätze in den Vereinigten Staaten fielen. Als eine leichte Lockerung Anfang 1990 zu einer deutlichen Schwächung des kanadischen Dollars führte, wurden die kurzfristigen Zinsen stark heraufgesetzt. Selbst wenn man die geschätzten Auswirkungen des schwächeren Wechselkurses auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in Rechnung stellt, war eine Straffung der geldpolitischen Bedingungen festzustellen. Die Neubewertung des fortbestehenden großen Zahlungsbilanzdefizits und der hohen Inflationsrate durch die Märkte trug Anfang 1989 zu einem Kursverfall des australischen Dollars bei. Die Zinssätze für Tagesgeld und sehr kurzfristige Einlagen stiegen in Australien bis auf 18% am Jahresende. Anfang 1990, als das Zahlungsbilanzdefizit und die Inflationsrate immer noch hoch waren, aber erste Zeichen einer wirtschaftlichen Abschwächung erkennbar waren, ließ man die sehr kurzfristigen Zinssätze auf 15–15½% zurückgehen.

Wechselkurs-  
effekte  
in Schweden  
und Kanada

Währungs-  
und Wechselkurs-  
politik in  
Portugal und  
Griechenland

In Portugal reagierte die Geldpolitik im März 1989 auf die Beschleunigung der Inflation mit einer Absenkung und strikteren Anwendung der Kreditplafonds. Zusätzlich wurde die Zinspolitik stärker eingesetzt als früher, indem die administrierten Zinssätze am Interbankmarkt im Laufe des Jahres in mehreren Stufen erhöht wurden. Die Wechselkurspolitik war insofern



nicht akkommodierend, als die Rate der im Rahmen der gleitenden Anpassung zulässigen Abwertung des Escudo das Inflationsgefälle gegenüber Portugals Handelspartnern nicht voll ausglich. In Griechenland reichten die im letzten Jahr durchgeführten Zinsanpassungen nicht aus, um das Wachstum der Bankkredite an den privaten Sektor zu bremsen oder die öffentlichen Schuldtitel im Vergleich zu Bankeinlagen genügend attraktiv zu machen. Ende 1989 und Anfang 1990 wurden Kreditplafonds und Maßnahmen zur Einschränkung der Bankenliquidität eingeführt. In Ermangelung eines angekündigten Wechselkursziels glich der Rückgang des effektiven Wechselkurses das nach Außenhandelsvolumen gewichtete Inflationsgefälle nahezu aus.

## Zwischenziele und Indikatoren der Geldpolitik

In Ländern, die früher stark auf Geldmengenziele setzten, wurde die Geldpolitik sehr viel eklektischer, während in Ländern, in denen Wechselkurse als wesentliches Zwischenziel dienen, die Zielvorgaben immer starrer wurden. Da die Wirksamkeit des Einhaltens von Wechselkursrichtlinien zur Inflationskontrolle vom Ausmaß der anderswo erreichten Preisstabilität abhängt, beeinflusst der Erfolg von eklektischen Maßnahmen alle Länder. Geldpolitische Ermessensentscheidungen orientierten sich an zahlreichen Indikatoren gegenwärtiger und zukünftiger Entwicklungen der wirtschaftlichen Aktivität und der Inflationsraten, von denen die wichtigsten der Nachfragedruck in der Wirtschaft, die Geldmengen- und Kreditzuwachsrate und die Bedingungen auf dem Devisenmarkt waren. In einigen Ländern wurden zusätzlich Änderungen der langfristigen Zinsen, der Rohstoffpreise und der Vermögenswerte berücksichtigt.

Zunehmend eklektische Geldpolitik in vielen Ländern

## Geldmengenziele

Die abnehmende Bedeutung von Geldmengenzielen für den geldpolitischen Kurs in den Industrieländern spiegelt nicht nur Schwierigkeiten bei der Interpretation monetärer Entwicklungen wider, sondern auch die Notwendigkeit, die wirtschaftliche Anpassung im Gefolge außenwirtschaftlicher Störungen zu fördern. In vielen Ländern – darunter einige, in denen die Geldpolitik primär an Wechselkurszielen orientiert ist – werden weiterhin Vorgaben für die monetäre Expansion verkündet, im wesentlichen weil man der Meinung ist, daß eine derartige Bekundung der politischen Absicht immer noch zu einer Dämpfung der Inflationserwartungen beitragen kann, indem sie die langfristige Verpflichtung der Währungshüter zur Preisstabilität unterstreicht.

Abnehmende Bedeutung von Geldmengenaggregaten

Unter dem Einfluß der Straffung der Geldpolitik seit dem Frühjahr 1988 und dem sich daraus ergebenden Zinsanstieg lag das Wachstum der monetären Gesamtgrößen in den meisten größeren Volkswirtschaften 1989 innerhalb der vorgegebenen Zielspannen, obwohl die monetäre Expansion mancherorts gegen Jahresende Anzeichen einer erneuten Beschleunigung erkennen ließ. In den USA trug der Anstieg der Marktzinssätze Anfang 1989 dazu bei, daß das Wachstum von M2 die Untergrenze des Zielkorridors unterschritt, aber es verstärkte sich danach wieder, als die Marktzinsen fielen.

Geldmengenziele im letzten Jahr in den großen Ländern erreicht

Geldmengen- und Kreditaggregate: Zielvorgaben und Zuwachsraten								
Land und Aggregat <sup>1</sup>		Zielvorgabe <sup>2</sup> für			Geldmengen- bzw. Kreditwachstum			
					Zielperiode <sup>4</sup>		Veränderung gegen Vorjahr <sup>5</sup>	
		1988 <sup>3</sup>	1989 <sup>3</sup>	1990 <sup>3</sup>	1988	1989	1989 1. Q.	1990 1. Q.
Prozent								
USA	M <sub>2</sub>	4–8	3–7	3–7	5,2	4,5	4,1	5,6
	M <sub>3</sub>	4–8	3½–7½	2½–6½	6,3	3,2	5,5	3,0
	TDND	7–11	6½–10½	5–9	9,1	8,0	9,2	7,5
Japan	M <sub>2</sub> +CD	10–11	9–10	11–12	10,6	10,0	10,2	11,6
Deutsch- land (BR)	M <sub>3</sub>	3–6	ca. 5	4–6	6,8	4,8	6,8	4,3
Frankreich	M <sub>2</sub>	4–6	4–6	3½–5½	3,9	4,4	3,7	2,7
Groß- britannien	M <sub>0</sub>	1–5	1–5	1–5	6,1 <sup>6</sup>	6,3 <sup>6</sup>	6,7	5,9
Italien	M <sub>2</sub>	6–9	6–9	6–9	8,5	10,8	9,5	10,2
	CPS	6–10	7–10	12	15,6	18,1	17,6	n.v.
Niederlande	DM <sub>2</sub>	–	–	5	–	n.v.	18,0	n.v.
Spanien	ALP	8–11	6½–9½	6½–9½	12,1	11,3	12,5	9,3
Schweiz	NBG	3	2	2	–3,9	–1,9	–8,8	–3,4
Portugal	L–	10–13	7½–10½	ca. 12	14,8	8,8	15,3	n.v.
Griechenland	M <sub>3</sub>	14–16	18–20	19–21	22,6	23,7	23,1	n.v.

<sup>1</sup> TDND = gesamte Inlandsverschuldung der nichtfinanziellen Sektoren; M<sub>0</sub> = weit abgegrenzte monetäre Basis; CPS = Kredit an den nichtöffentlichen Sektor; DM<sub>2</sub> = Beitrag des Bankensystems zur Geldschöpfung von M<sub>2</sub> (kurzfristige Inlandsausleihungen der Banken an den privaten Sektor und langfristige Inlandsausleihungen abzüglich der Zunahme ihrer langfristigen Inlandsverbindlichkeiten; ALP = liquide Mittel in der Hand privater Nichtbanken unter Einschluss übertragbarer Forderungszertifikate; NBG = Notenbankgeldmenge; L– = Gesamtliquidität der inländischen Nichtbanken. <sup>2</sup> TDND in den USA: nur angestrebter Bereich; M<sub>2</sub>+CD in Japan: Projektion. <sup>3</sup> USA, Japan (außer im Jahr 1990: 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; Niederlande: erstes Quartal 1989 bis zweites Quartal 1990 (das Ziel wird als Wachstumsrate gegenüber dem jeweiligen Vorjahresquartal ausgedrückt); Schweiz: Durchschnitt von auf Jahresrate hochgerechneten Monatsveränderungen gegenüber dem vierten Quartal des Vorjahres (außer 1988: Jahresdurchschnitt). <sup>4</sup> Gleiche Berechnung wie bei den Zielvorgaben. <sup>5</sup> Auf der Basis von Quartalsdurchschnittswerten. <sup>6</sup> Zwölf Monate bis März 1989 und 1990.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder.

Vor allem wegen der geringen Neigung, Einlagen bei den Sparbanken zu bilden – ausgelöst durch deren Bonitätsprobleme – und aufgrund der Umschichtung der Bilanzen dieser Institute blieb das Wachstum von M<sub>3</sub> nahe an der Untergrenze des Zielkorridors. Das Wachstum von M<sub>2</sub> + CD gegenüber dem jeweiligen Vorjahresquartal verlangsamte sich in Übereinstimmung mit den Projektionen der Bank von Japan schrittweise bis zum vierten Quartal, als es wieder zunahm. In Deutschland, wo die Geldmengenausweitung das Ziel in jedem der drei vorangegangenen Jahre beträchtlich überschritten hatte, entsprach das Wachstum von M<sub>3</sub> im letzten Jahr ziemlich genau dem Punktziel. Die Zunahme von M<sub>2</sub> in Frankreich lag ebenfalls innerhalb des angekündigten Zielkorridors, während in Italien, wo die Dezemberzahlen



infolge des Arbeitskampfs im Bankgewerbe verzerrt waren,  $M_2$  durchweg mit einer Rate expandierte, die nahe an der Obergrenze des Zielbereichs lag. In Großbritannien schwächte sich das Wachstum der eng abgegrenzten Geldmenge  $M_0$  weniger ab, als man angesichts der Entwicklung der Einzelhandelsumsätze hätte erwarten können, und bewegte sich dann über der Obergrenze des Zielkorridors. Ein unerwarteter weiterer Rückgang der Nachfrage der Banken nach Reserven für Zahlungszwecke trug zum Rückgang der Notenbankgeldmenge in der Schweiz im letzten Jahr bei, aber die Unterschreitung des Ziels war auch zum Teil dem Zinsanstieg infolge der restriktiveren Gangart der Geldpolitik zuzuschreiben. In Portugal wurden die verkündeten Geldmengenziele eingehalten, in Griechenland aber überschritten. Das Ziel wurde auch in Spanien überschritten, obwohl sich in der zweiten Jahreshälfte eine deutliche Verlangsamung des Wachstums der liquiden Mittel in den Händen des Publikums abzeichnete.

In den meisten Ländern werden nun die Ziele für das Geldmengenwachstum in bezug auf weitgefaßte Aggregate ausgedrückt, die Sparguthaben ebenso einschließen wie Geldbestände zu Transaktionszwecken. Kurzfristig wird das Wachstum dieser Aggregate stark von dem Ausmaß bestimmt, in dem die Banken die Einlagenzinssätze unmittelbar an Veränderungen der Marktzinsen anpassen. Die gut dokumentierte verzögerte Anpassung der Habenzinsen bei Banken und Sparinstituten in den Vereinigten Staaten erklärt die Sensibilität, mit der  $M_2$  im letzten Jahr auf Marktzinsänderungen reagierte. Die übliche geringe Reaktion der Zinssätze für Spareinlagen auf Erhöhungen der Marktsätze führte in Deutschland zu einer deutlichen Umschichtung innerhalb von  $M_3$  hin zu den Termineinlagen, während der Anstieg der langfristigen Zinssätze das Wachstum der langfristigen Verbindlichkeiten der Banken stimulierte, was merklich zu der Verlangsamung des Wachstums von  $M_3$  beitrug. In Frankreich umfaßt die Geldmenge  $M_2$  ausschließlich zinslose Transaktionsguthaben und Einlagen, die zu regulierten Sätzen verzinst werden; ihr Wachstum schwächte sich ebenfalls ab, als die Marktzinsen im letzten Jahr stiegen. Wenngleich sich die Steuerung der Geldmengenentwicklung auf kurze Sicht in den meisten Ländern auf solche zinsinduzierten Portfolioumschichtungen stützt, kann eine auf Änderungen der kurzfristigen Zinsen übermäßig stark reagierende Geldnachfrage die Verwendung von Geldmengenaggregaten als Zwischenzielgrößen erschweren.

Das verhaltene Wachstum der monetären Zielgrößen im letzten Jahr mag die Bildung liquider Mittel durch Haushalte und Unternehmen in einigen Fällen unterzeichnen. Die erweiterte Geldmenge  $M_3$  der Bundesbank wuchs mit einer Rate von etwa 8%, worin eine starke Aufstockung der Einlagen von inländischen Nichtbanken auf dem Euromarkt zum Ausdruck kam, die in der üblichen Abgrenzung von  $M_3$  nicht enthalten sind. Die Bundesbank ist jedoch der Ansicht, daß diese Einlagen nicht unbedingt in vollem Umfang zur Finanzierung von Käufen inländischer Waren und Dienstleistungen bestimmt sind. Das verhältnismäßig schnelle Wachstum der weitabgegrenzten Geld- und Liquiditätsaggregate in Frankreich ist zum Teil Ausdruck einer sehr starken Zunahme der Fremdwährungseinlagen Gebietsansässiger bei inländischen Banken, die nach der Liberalisierung der Devisenkontrollen von der Mindest-

Vorhersehbare  
Wirkung  
steigender  
Zinsen auf weite  
Geldmengen-  
aggregate



Neue Erkenntnisse über langfristige Beziehung zwischen Geldmenge und Preisniveau

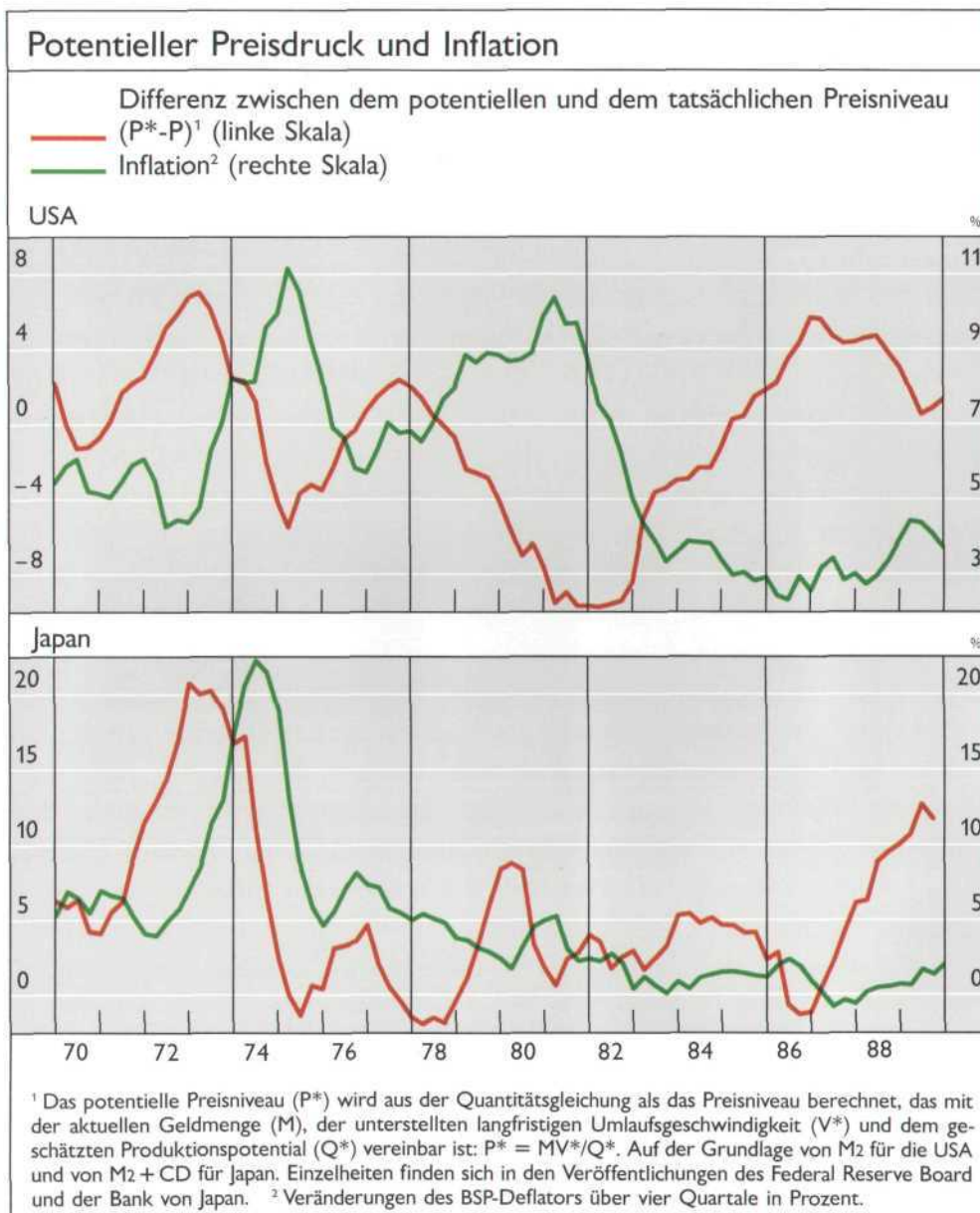
reserve ausgenommen blieben. In Großbritannien stieg M4 weiterhin in einem sehr raschen Tempo.

Obwohl sich der kurzfristige Zusammenhang zwischen den Geldmengenaggregaten und anderen wirtschaftlichen Variablen gelockert hat, wurden in einigen Ländern zusätzliche Erkenntnisse über die Beziehung zwischen der Geldmenge und dem Preisniveau gewonnen. Neuartige empirische Untersuchungen durch die amerikanische Notenbank, die Bank von Japan und die Deutsche Bundesbank haben stabile langfristige Beziehungen zwischen der Geldmenge und dem Preisniveau nachgewiesen. Indem man das Niveau der Geldmenge mit dem Produktionspotential und dem langfristigen Trendpfad der Umlaufgeschwindigkeit in Beziehung setzt, ist es möglich, ein „potenzielles Preisniveau“ abzuleiten. Die Lücke zwischen diesem potentiellen Preisniveau und dem beobachteten Preisniveau liefert ein Maß für den vorhandenen Preisspielraum, das zur Vorhersage der künftigen Entwicklung der Inflationsrate dienen kann. Die Grafik zeigt, daß die Inflationsraten in den Vereinigten Staaten und Japan eine steigende Tendenz haben, wenn das „potentielle Preisniveau“ im Verhältnis zum beobachteten Niveau steigt. Sicherlich zeigt das Maß für den vorhandenen Preisspielraum nur langfristige Tendenzen in der Entwicklung der Inflationsrate an, und die Verzögerungen, mit denen die Inflation auf den vorhandenen Spielraum reagiert, können im Zeitablauf variieren. Außerdem wird die Frage der Übertragungswege, auf denen die langfristige Beziehung zwischen der Geldmenge und den Preisen letztlich beruht, nicht behandelt. Doch ungeachtet aller Einschränkungen lenken derartige Erkenntnisse die Aufmerksamkeit auf die Möglichkeit, daß die 1989 in den größten Ländern beobachtete Abschwächung des Geldmengenwachstums – wegen des Liquiditätsüberhangs aufgrund der raschen monetären Expansion in früheren Jahren – nicht ausreichen könnte, um eine weitere Beschleunigung der Inflation zu verhindern.

Geldmengenziele auch für 1990 bekanntgegeben

Die Geldmengenziele oder -normen für das Jahr 1990 bringen die Absicht der währungspolitischen Instanzen zum Ausdruck, die Geldpolitik straff genug zu halten, um eine Dämpfung der Inflation zu bewirken. In den Vereinigten Staaten wurde ein unverändertes Zielband von 3–7% für M2 als zum gegenüber 1989 etwas geringeren Wachstum des nominalen Brutto-sozialprodukts passend angesehen, während die Herabsetzung der Spanne für das Wachstum von M3 auf 2½–6½% die Erwartung eines weiteren Rückgangs der Aktiva und des Refinanzierungsbedarfs der Sparbanken widerspiegeln. Angesichts der relativ hohen Liquidität des Unternehmenssektors und des Tempos der wirtschaftlichen Entwicklung sieht die Bank von Japan die für das zweite Quartal 1990 projektierte Wachstumsrate von M2 + CD als zu hoch an. Um die Möglichkeit zu berücksichtigen, daß die monetären Bedingungen in Deutschland 1990 durch Entwicklungen auf dem Devisenmarkt beeinflußt werden könnten, auf die die Geldpolitik zu reagieren hätte, drückte die Bundesbank ihr Ziel für das Wachstum von M3 in Form einer Bandbreite mit einem Mittelpunkt aus, der dem Ziel von 1989 entsprach. Etwas niedrigere oder unveränderte Zielspannen für die monetären Aggregate in Frankreich, Italien und Spanien unterstrichen den Wunsch der Behörden, die Inflation zu dämpfen und eine größere monetäre Konvergenz mit anderen





am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmenden Ländern zu erreichen. Das Ziel für die Notenbankgeldmenge in der Schweiz wurde wieder auf 2% festgesetzt. Da dies deutlich unter der geschätzten Wachstumsrate des nominalen Bruttosozialprodukts liegt, ist mit unverändert hohen Zinssätzen zu rechnen, und zwar auch dann, wenn der Schweizer Franken am Devisenmarkt an Stärke gewinnen sollte. In Kanada, wo die in den letzten Jahren zu verzeichnenden Wachstumsraten von über 10% für  $M_2$  offensichtlich nicht mit einem zu Preisstabilität führenden Kurs zu vereinbaren waren, ist die Bank von Kanada bestrebt, das Tempo der Geldmengenexpansion mehr mit den Wachstumsmöglichkeiten der Wirtschaft in Übereinstimmung zu bringen.

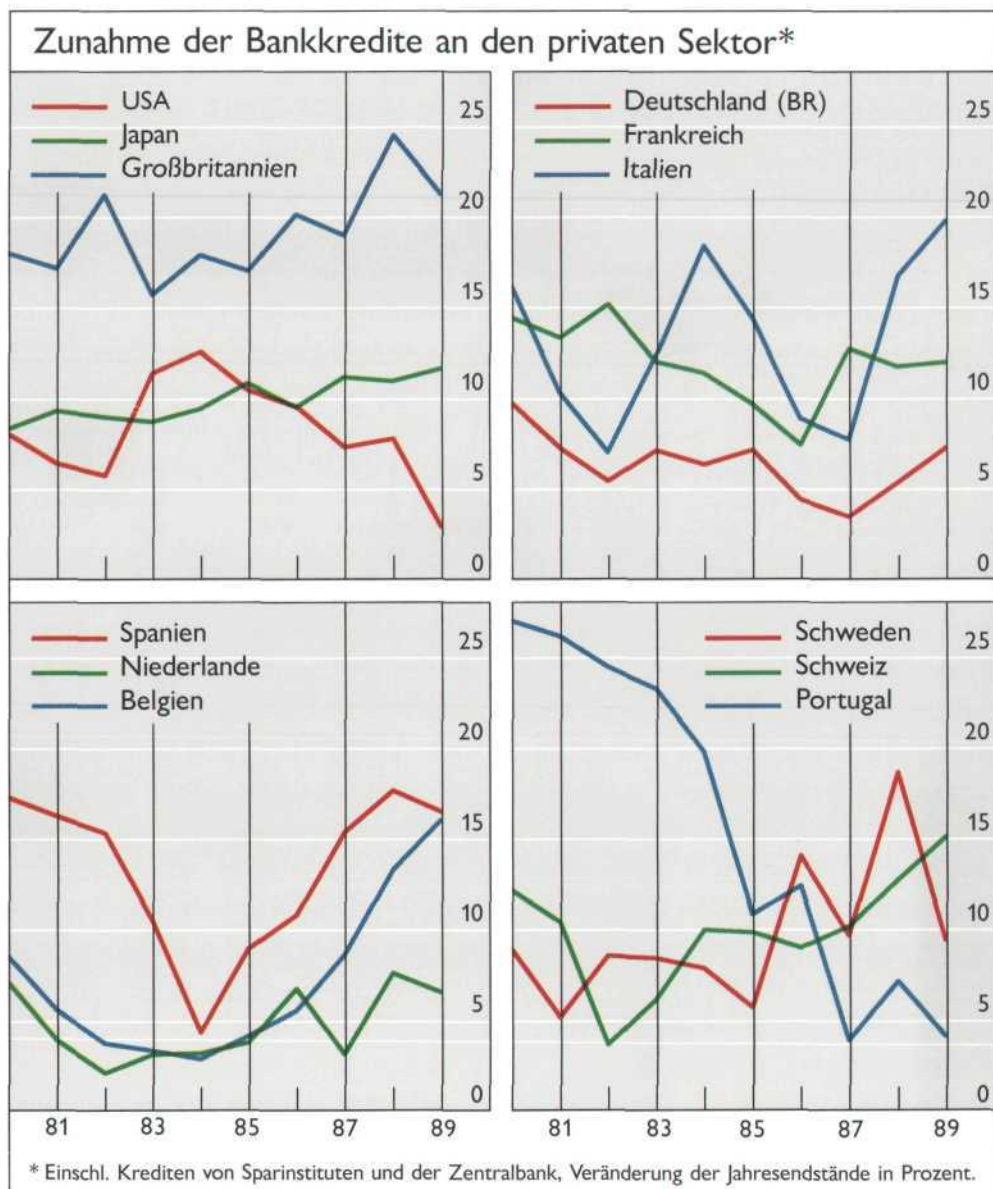
#### *Richtwerte für die Kreditausweitung*

In einer Reihe von Ländern werden – manchmal in Verbindung mit den Geldmengenzielen – Richtwerte oder angestrebte Bereiche für Kreditaggre-

gate publiziert. Obwohl die dahinterstehenden statistischen Beziehungen womöglich nicht sehr stabil sind, spiegelt die Kreditentwicklung typischerweise laufende Entwicklungen der Inlandsnachfrage wider. Im Kontext gesteuerter Wechselkurse kann sie heimischen Nachfragedruck anzeigen, der zu Leistungsbilanzdefiziten oder Kapitalabflüssen des nichtfinanziellen Sektors führt und daher nicht im Zuwachs der Geldmenge zum Ausdruck kommt. In einigen Fällen stellen quantitative Kreditkontrollen immer noch ein wichtiges geldpolitisches Kontrollinstrument dar (s. S. 195/196).

Die grundlegende Stärke der Gesamtnachfrage und das begrenzte Reagieren der wirtschaftlichen Aktivität auf die Verschärfung der Geldpolitik im letzten Jahr spiegelte sich in den Bankkrediten klar wider. Die Ausleihungen von Banken und Sparinstituten an den privaten Sektor stiegen weiterhin kräftig in Großbritannien, Italien, Spanien, Schweden und in geringerem Maße in Japan, Deutschland und Frankreich. In einigen Fällen war der Anstieg ähnlich stark oder sogar noch größer als bei früheren Konjunkturgipfeln, als die Inflationsrate typischerweise viel höher war. Allgemein expandierten die

Kräftiger Anstieg der Bankkredite an den privaten Sektor





Kredite an Unternehmen im letzten Jahr besonders stark; etwas verlangsamt hat sich in Großbritannien, Frankreich und Schweden die Kreditgewährung an die privaten Haushalte, die zuvor nach einer Lockerung der Kreditbeschränkungen sehr stark angestiegen war. Die Verkürzung der Bilanzen der Sparinstitute in den Vereinigten Staaten beeinflusste das Gesamtangebot an Hypothekarkrediten nur wenig, hauptsächlich deshalb, weil die Sparbanken in großem Umfang hypothekarisch gesicherte Forderungen auf dem Sekundärmarkt verkaufen konnten. In den meisten Ländern war die Zunahme der Bankkredite an öffentliche Stellen im letzten Jahr sehr gering. Eine auffällige Wechselwirkung zwischen einer Verlangsamung der Ausweitung der inländischen Bankkredite und einem Zahlungsbilanzüberschuß bei den Nichtbanken war in den Niederlanden zu beobachten, wo das geldpolitische Instrument einer Barreserve (s. S. 195) auf die Nettogeldschöpfung der Banken (kurzfristige Inlandsausleihungen an den privaten Sektor und langfristige Inlandsausleihungen abzüglich der Zunahme ihrer langfristigen Inlandsverbindlichkeiten) zur Anwendung kam. Dennoch beschleunigte sich das Wachstum von  $M_2$  deutlich.

Verlagerungen zwischen den Institutsgruppen und den Wertpapiermärkten hatten nur eine begrenzte Auswirkung auf die Entwicklung der in den Vereinigten Staaten und Frankreich beobachteten, weit abgegrenzten Kreditaggregate. Diese Aggregate, die die Finanzierung über den inländischen Wertpapiermarkt und – im Falle Frankreichs – die von den nichtfinanziellen Sektoren im Ausland aufgenommenen Mittel enthalten, nahmen im großen und ganzen entsprechend der Inlandsnachfrage zu. Die Zielüberschreitung bei Krediten an den nichtstaatlichen Sektor in Italien hing mit einer Neugliederung der Bankbilanzen zusammen, wobei die Banken kontinuierlich per saldo Staatspapiere an das breite Publikum verkauften, was zugleich dazu beitrug, das Wachstum von  $M_2$  zu dämpfen. Die für 1990 verkündeten Kreditrichtwerte oder -obergrenzen implizieren in diesen Ländern eine geringere Expansionsrate, als sie 1989 zu verzeichnen war.

Die schnelle Kreditausweitung im letzten Jahr muß vor dem Hintergrund einer ohnehin hohen Verschuldung des Unternehmens- und privaten Haushaltssektors in zahlreichen Ländern gesehen werden. In den USA, Japan, Großbritannien, Frankreich und Belgien hat sich der Unternehmenssektor bei Banken oder auf dem Kapitalmarkt verstärkt verschuldet, nicht nur, um produktive Investitionen, sondern auch Fusionen und Übernahmen zu finanzieren. Das Aufkommen des Marktes für hochverzinsliche Risikoanleihen in den Vereinigten Staaten erleichterte eine Welle von Fusionen, Akquisitionen, Leveraged Buy-outs und Aktienrückkäufen, und der Anstieg der Unternehmensverschuldung in den USA in den achtziger Jahren war beispiellos in der Nachkriegszeit. Die höhere Fremdfinanzierung des Unternehmenssektors hat möglicherweise die Reagibilität der Investitionen auf Zinsänderungen erhöht. Anfang 1990 gab es einige Hinweise, daß die Finanzinstitute das Kreditangebot an weniger kreditwürdige Unternehmen zunehmend rationierten.

Durch die Beseitigung von Kreditplafonds oder anderen Beschränkungen für Kredite an private Haushalte oder durch die Einführung neuer Kreditinstrumente wie Darlehen mit anpaßbarer Verzinsung wurden die Liquiditäts-

Beobachtung  
weiter Kredit-  
aggregate in den  
USA, Frankreich  
und Italien

Besorgnis über  
hohe Verschul-  
dung der Unter-  
nehmen ...

... und der priva-  
ten Haushalte

beschränkungen für die privaten Haushalte in den vergangenen Jahren deutlich gelockert. Die zinstragenden Verbindlichkeiten der privaten Haushalte sind in den Vereinigten Staaten, Großbritannien, Kanada und Frankreich im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen und zum Vermögen spürbar angestiegen; in einigen Fällen haben sie noch nie dagewesene Größenordnungen erreicht. In einigen Ländern hat die zunehmende Verschuldung ihren Niederschlag in fallenden Sparquoten gefunden und möglicherweise dazu beigetragen, die Bedeutung der Zinssätze im geldpolitischen Übertragungsmechanismus zu stärken, während die der Verfügbarkeitsbeschränkungen abgenommen hat. In Großbritannien ist der private Haushaltssektor inzwischen hoch verschuldet und somit ein Nettozahler kurzfristiger Zinsen. Dies hat möglicherweise dazu beigetragen, die Zunahme der Hypothekarkredite an Privatpersonen zu dämpfen, als die Zinsen im letzten Jahr anzogen. In manchen Fällen haben die mit der zunehmenden Verschuldung der privaten Haushalte verbundenen, höheren Risiken offenbar die Finanzinstitute dazu veranlaßt, von sich aus die Sollzinsen zu erhöhen oder neue Kredite anderweitig zu rationieren. Gleichwohl erschien eine verstärkte Einflußnahme der Aufsichtsbehörden auf diesem Gebiet in einigen Ländern ratsam.

#### *Wechselkurse als Ziele und Indikatoren*

Unterschiedliche  
Wechselkurs-  
politik

Die Wechselkurse spielen im Rahmen der Geldpolitik vieler Länder weiterhin eine wichtige Rolle. Die Art und Weise, in der Wechselkurse in den geldpolitischen Entscheidungsprozeß eingehen, und die Rolle, die sie im Transmissionsmechanismus spielen, unterscheidet sich jedoch von Land zu Land. In einigen Ländern ist man der Ansicht, daß die Flexibilität der Wechselkurse die inländische Wirtschaftsentwicklung von verschiedenen realwirtschaftlichen Störungen abschirmt. In anderen dienen explizite Wechselkursfestlegungen dazu, die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zu erhöhen, sofern die Partnerwährungen ausreichend stabil sind.

Selbst in den größten Volkswirtschaften haben außenwirtschaftliche Einflüsse in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen, und die Geldpolitik mußte die Anpassungskosten berücksichtigen, die frühere starke Ausschläge der realen Wechselkurse mit sich gebracht hatten. 1989 waren die Währungsbehörden der drei größten Volkswirtschaften jedoch hauptsächlich um die Nachfrage- und Kostenwirkungen von Wechselkursänderungen auf die heimische Inflation besorgt.

Schwierigkeiten  
bei floatenden  
Wechselkursen

In einigen anderen Ländern bleiben die Währungsbehörden weiterhin bei ihrer Verpflichtung, die Wechselkursbildung ihrer Währungen weitgehend den Marktkräften zu überlassen. In Großbritannien, Kanada und Australien war eine Überlegung, daß eine Abwertung des realen Wechselkurses im Falle eines Preisverfalls bei Öl- und Rohstoffexporten, der eine größere Verschlechterung der Terms of trade impliziert, die wirtschaftliche Anpassung erleichtern kann. Die Erfahrung seit Mitte der achtziger Jahre lehrt jedoch, daß bei Verzicht auf eine Orientierung am nominalen Wechselkurs Inflation entstehen und sich festsetzen kann. Außerdem kann sich der in Gang gesetzte Anpassungsprozeß dort, wo große Bewegungen der realen Wechselkurse



anschließend rückgängig gemacht werden, längerfristig als unangebracht erweisen. In der Schweiz wurde eine unabhängig floatende Währung traditionell als günstig für die Bedeutung des Landes als Finanzzentrum angesehen, aber im letzten Jahr wurde der Kursstützung des Schweizer Frankens im Verhältnis zur D-Mark zunehmend Beachtung geschenkt, da man erkannte, daß die Abwertung des Schweizer Frankens zur Verstärkung der Inflation beitrug.

In Großbritannien, Kanada und Australien war man während der letzten beiden Jahre zeitweise der Ansicht, daß die Aufwertung ihrer Währungen einen nützlichen Beitrag dazu geleistet hat, die Wirkung der hohen Zinsen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu verstärken. Die Beziehung zwischen Veränderungen der Wechselkurse und Zinssätze hat aber in den einzelnen Ländern typischerweise im Zeitverlauf in unvorhersehbarer Weise variiert und sich oft abrupt geändert. In dem Maße, in dem man sich durch relativ hohe Nominalzinsen angezogener Kapitalzuflüsse zur Finanzierung hoher Leistungsbilanzdefizite bediente, wurde der außenwirtschaftliche Anpassungsprozeß nicht erleichtert, und die Länder blieben anfällig gegenüber einem plötzlichen Umschwung in der Marktstimmung.

Im letzten Jahr hielten Schweden, Norwegen und Finnland daran fest, für ihre Währungen in effektiven nominalen Wechselkursen ausgedrückte Stabilisierungsvorgaben aufzustellen. Da Währungen von Ländern mit relativ hohen Inflationsraten in den verwendeten Währungskörben enthalten waren, hat dies in der Praxis einen weniger strengen Inflationsstandard zur Folge gehabt als die von Österreich und den Partnerländern im EWS-Wechselkursmechanismus verwendete Bindung an die D-Mark. Das Ziel einer nominalen Wechselkursvorgabe besteht darin, die Inflation unter Kontrolle zu halten, ohne eine Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit des Außenhandelssektors zuzulassen. Die Erfahrung zeigt in der Tat, daß der Erfolg einer „Hartwährungs“-Politik davon abhängt, daß ein System für Lohnanpassungen geschaffen wird, das der Wettbewerbsfähigkeit Rechnung trägt. Dieses Ziel findet seinen Ausdruck in einem Gesetz, das 1988 in Belgien verabschiedet wurde und die Regierung ermächtigt, die sonst automatische Indexierung der Löhne auszusetzen, wenn nur so verhindert werden kann, daß sich die Wettbewerbsposition der Unternehmen verschlechtert.

Erfolg einer Hartwährungspolitik von angemessenen Lohnanpassungen abhängig

#### *Die Ergebnisse einer mehr eklektischen Ausrichtung der Geldpolitik seit 1987*

In den letzten Jahren wurde die Geldpolitik in den meisten großen Ländern stark ermessensabhängig. In dem Maße, in dem die Währungsbehörden nicht mehr darauf vertrauen konnten, daß die monetären Aggregate künftige Produktions- und Preisentwicklungen signalisieren, bestand die offensichtliche Gefahr, daß längerfristige Ziele nicht genügend berücksichtigt würden. Gleichwohl blieben die Zentralbanken sich darüber im klaren, daß die Wirkungen monetärer Entwicklungen mit langen und variablen Verzögerungen auftreten, und sie versuchten, dies durch die Verwendung verschiedener vorausschauender Indikatoren und durch häufige Anpassungen der geldpolitischen Rahmenbedingungen zu berücksichtigen.

Versuche, längerfristige Ziele zu berücksichtigen

Schwierigkeiten  
bei der Interpretation einzelner  
Frühindikatoren

Die Erfahrung hat gezeigt, daß Zinssätze, Kreditaggregate und floatende Wechselkurse nicht nur auf Änderungen der Geldpolitik reagieren, sondern auch auf Entwicklungen in der Wirtschaft selbst und daher nicht unbedingt zuverlässig das Anwachsen des Inflationsdrucks anzeigen können. Ähnliche Schwierigkeiten treten auf, wenn man versucht, Informationen aus der Entwicklung der Preise von Sach- und Finanzvermögen und von Rohstoffen herauszudestillieren. Die Preise von Vermögenswerten werden neuerdings in einigen Ländern als möglicherweise nützliche Indikatoren der Markterwartungen angesehen. Sie reagieren jedoch auf ein breites Spektrum marktspezifischer Faktoren und schwanken manchmal mehr als ihre fundamentalen Einflußgrößen. Außerdem ist der Zusammenhang zwischen Preisbewegungen bei Finanzanlagen und Rohstoffen und wirtschaftlichen Entwicklungen, die eine größere Bedeutung für den geldpolitischen Kurs haben, nicht leicht zu durchschauen. Auch wenn Preisänderungen bei Vermögenswerten offenbar eindeutige Vorwarnungen über wahrscheinliche zukünftige Entwicklungen geben, können die Währungsbehörden möglicherweise geldpolitische Korrekturen schwerlich rechtfertigen, bevor die Produktion oder die Verbraucherpreise reagieren.

Zunahme  
der Inflation  
trotz Straffung  
der Geldpolitik

Rückblickend mögen die seit Ende 1987 ergriffenen zinspolitischen Maßnahmen zu expansiv gewesen sein. Die Geschwindigkeit und die wirtschaftlichen Auswirkungen des internationalen Leistungsbilanzanpassungsprozesses und der verspätete Terms-of-trade-Effekt des Ölpreisverfalls auf die wirtschaftliche Aktivität wurden allgemein unterschätzt. In Deutschland wurde die Geldpolitik Anfang 1988 im Vorgriff auf eine Beschleunigung der Inflation gestrafft, aber eine Reihe anderer Länder hat die Zügel wohl nicht früh genug angezogen. Nachher wurden sie zwar weiter gestrafft, jedoch zu spät, um einen Anstieg der Inflationsraten zu verhindern. Im Frühjahr 1990 sah es so aus, als stiege der Nachfragedruck in Japan und einigen kontinental-europäischen Ländern weiter an. Der Anstieg der Verbraucherpreise verstärkte sich, blieb aber verglichen mit vielen anderen Ländern moderat; man konnte noch nicht sicher sein, in welchem Maße die Lohnkosten in Schach gehalten werden könnten. In den Vereinigten Staaten und anderen Ländern, in denen die Wirtschaft auf die restriktive Geldpolitik zu reagieren begonnen hatte, wurden die Währungsbehörden mit Rufen nach einer Lockerung ihrer Politik konfrontiert, obwohl die Inflation anhielt oder sich beschleunigte. In einigen Ländern bestand die Gefahr, daß die labile Lage in einigen Segmenten des Finanzmarktes die Entscheidung erschweren könnte.

## Geldpolitische Instrumente und internationale Finanzintegration

Die Deregulierung und die internationale Integration der Finanzmärkte haben sich auf die Wahl der Instrumente und auf die Vorgehensweise der Geldpolitik deutlich ausgewirkt. In den USA blieb die Handhabung des Instrumentariums der amerikanischen Notenbank seit 1982 weitgehend unverändert, aber die Deregulierung der Einlagenzinsen gibt auch weiterhin Anlaß zu größerer Unsicherheit über die Wirkung der Geldpolitik auf die Geldaggregate, die Zinssätze und die Wirtschaft als Ganzes. In Japan setzte sich die Weiterentwicklung



hin zu mehr marktorientierten Steuerungsverfahren der Geldpolitik während der gesamten achtziger Jahre fort, gemeinsam mit einer Deregulierung des Finanzsystems, die dabei ist, den geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu verändern. Im letzten Jahr war das Tempo der Veränderung in Europa am größten. Frankreich, Italien und Belgien liberalisierten die Devisenkontrollen als Teil des Programms zur Schaffung eines europäischen Finanzraums bis 1993, und Schweden und Österreich folgten diesem Beispiel. Die europäischen Länder entschieden sich weiterhin für mehr marktorientierte geldpolitische Instrumente, um der wachsenden internationalen Integration ihrer Finanzmärkte gewachsen zu sein. Spanien, Portugal und Griechenland hielten allerdings eine Verschärfung der direkten Kontrollen für notwendig, um die geldpolitischen Zügel anzuziehen.

Auswirkungen  
der Deregulierung und  
Integration der  
internationalen  
Finanzmärkte auf  
die Instrumente

### *Instrumente der Geldmarktbeeinflussung*

Die Umsetzung der Geldpolitik hängt jetzt in allen Ländern der Zehnergruppe wesentlich von der Beeinflussung des Angebots von und der Nachfrage nach Bankreserven ab und weniger von direkten Kredit- und Zinskontrollen. Vielfach haben neue, flexible Instrumente zur Beeinflussung der kurzfristigen Zinsen dazu beigetragen, die Geldpolitik effektiv zu halten, als administrative Instrumente – wie Kreditplafonds und Devisenkontrollen – durch Finanzinnovationen ihre Wirksamkeit verloren.

Die Nachfrage nach Reserveguthaben bei der Zentralbank hängt hauptsächlich von den Mindestreservebestimmungen oder den jeweiligen Bestimmungen für den Zahlungsverkehr zwischen den Banken ab. In der Schweiz hat die Fähigkeit der Banken, die Einlagen bei der Zentralbank weiter zu ökonomisieren, die Nationalbank gezwungen, ausgiebigen Gebrauch von Zinssätzen als einem Lenkungsinstrument zu machen, wie dies seit einiger Zeit in den meisten anderen Ländern der Zehnergruppe getan wird. In Italien werden immer noch hohe Reservesätze benötigt, um angesichts der umfangreichen Kreditgewährung der Zentralbank an die Regierung die Steuerung der Zentralbankgeldmenge zu ermöglichen, aber die Bestimmungen werden nun einer Überprüfung unterzogen, die aufgrund der Abschaffung der Kapitalverkehrskontrollen erforderlich wurde. Die Verringerung des Reservesatzes in Spanien von 17% auf 5% im Februar 1990 brachte ihn in bessere Übereinstimmung mit dem in den meisten anderen am Wechselkursmechanismus des EWS teilnehmenden Ländern, doch müssen die in Relation zu den bestehenden Guthaben freigesetzten Reserven in niedrig verzinslichen CD angelegt werden, die von der Bank von Spanien ausgegeben werden. Zeitliche Durchschnittswerte für die Mindestreservehaltung der Banken haben weiterhin in den meisten Ländern der Zehnergruppe eine nützliche Funktion bei der Dämpfung kurzfristiger Schwankungen der Geldmarktsätze. Um diesen Effekt zu erreichen, müssen die Reservesätze nicht sehr hoch sein. In den Niederlanden haben die Durchschnittsbestimmungen für die Inanspruchnahme des Zentralbankkredits eine glättende Funktion in bezug auf die Zinssätze. Allerdings gelten seit 1988 Bestimmungen, die die Banken dazu verpflichten, Einlagen in jeweils für zwei Wochen festgelegten Beträgen bei der Nieder-

Lenkungsinstrumente zur Beeinflussung der Nachfrage nach Bankreserven ...

ländischen Bank zu unterhalten, um die Geldmarktwirkung umfangreicher Devisenmarktinterventionen zu neutralisieren.

... und des  
Angebots an  
Bankreserven

Die Umsetzung der Geldpolitik hängt nun in den meisten Ländern im wesentlichen von indirekten Instrumenten ab, die auf Marktoperationen der Zentralbank beruhen. Dies erfordert strikte Begrenzungen bei Bilanzoperationen, die außerhalb der Zentralbankkontrolle liegen – insbesondere bei direkter oder indirekter Kreditgewährung an den Staat einschließlich des Ankaufs von Staatsanleihen zur Marktpflege. In dieser Hinsicht trug die Aufhebung des Mindestpreises bei Bietungen für Sechs- und Zwölfmonatschatzwechsel Anfang letzten Jahres in Italien dazu bei, die Ankäufe durch die Bank von Italien zu begrenzen. Allerdings behindert eine direkte Kreditlinie der Bank von Italien für das Schatzamt, die jedes Jahr automatisch entsprechend dem veranschlagten Anstieg der Staatsausgaben zunimmt, weiterhin die Steuerung der Bankreserven. In Belgien wurde die Obergrenze der Kreditlinie der Nationalbank für den Fonds zur Stabilisierung des Wertpapiermarktes, der mittelbar zur Finanzierung des Staates dient, im letzten Jahr in zwei Stufen deutlich verringert.

Der Handlungsspielraum, den die Zentralbank im Hinblick auf Devisenmarktoperationen genießt, ist von Land zu Land verschieden. Gemessen an der Zentralbankgeldmenge waren die amtlichen Devisenankäufe im letzten Jahr in Italien, Schweden, Belgien, den Niederlanden und sogar in den Vereinigten Staaten ungewöhnlich hoch, während in einigen anderen Ländern relativ umfangreiche Verkäufe stattfanden. Die verfügbaren geldpolitischen Instrumente waren in allen Ländern der Zehnergruppe – außer gelegentlich in Italien – ausreichend, um die kurzfristige direkte Wirkung auf die Bankreserven auszugleichen.

#### *Administrative Kontrollinstrumente*

Einsatz von  
kreditpolitischen  
Instrumenten  
in Spanien, den  
Niederlanden ...

In einigen Ländern werden Kreditkontrollen als ein zusätzliches Instrument angesehen, das angewandt werden kann, wenn die Zinspolitik im kurzfristigen Bereich schon durch Wechselkursziele in Beschlag genommen ist. Daher zielte die im letzten Jahr in Spanien eingeführte Kreditrichtlinie zum Teil darauf ab, einen Anstieg der Bankkreditkosten herbeizuführen. Eine Barreserve, die im Juli 1989 in den Niederlanden in Kraft trat, wird als ein marktorientiertes Instrument angesehen. Gegen die einzelnen Banken wurden Strafen verhängt, wenn der Zuwachs ihrer geldschöpfenden Operationen die Wachstumsnorm von 5% (ausgedrückt als Jahresrate) übertraf. Um die Geldmarktwirkung zu begrenzen, mußten die Banken nur die Zinsen an die Niederländische Bank zahlen, die ihnen entgangen wären, wenn sie zinslose Einlagen gehalten hätten. Den Banken wurde gestattet, unausgenutzte Margen untereinander zu transferieren und überzogene Margen gegen unausgenutzte Margen in früheren oder späteren Perioden aufzurechnen. Ursprünglich sollten die Bestimmungen bis Juni 1990 gelten, aber nach einer deutlichen Verlangsamung der Kreditexpansion wurden sie im März aufgehoben.

... Griechen-  
land ...

Ungeachtet der beträchtlichen Liberalisierung der Zinskontrollen und Zuteilungsregeln in den letzten Jahren bleibt das Kreditsystem in Griechenland



Vorschriften unterworfen, die Kredite in den öffentlichen Sektor umleiten. Gemäß der im November 1989 eingeführten Plafondregelung mußten die Banken den Gegenwert von 25% ihrer über einen bestimmten Betrag hinausgehenden Kreditgewährung an den privaten Sektor für sechs Monate als unverzinsliche Guthaben bei der Bank von Griechenland unterhalten. In Portugal wurde die mittel- und langfristige Kreditgewährung der Banken an den öffentlichen Sektor im Juli unter die geltende Kreditobergrenze gedrückt, und die bestehenden Devisenkontrollen wurden restriktiv angewendet, um Kredite vom Ausland an Inländer zu begrenzen. Kreditobergrenzen waren viele Jahre lang das Hauptinstrument der Geldpolitik, doch werden kürzlich angekündigte Pläne für eine institutionelle und instrumentale Erweiterung des Anwendungsbereichs von Mindestreservebestimmungen den Weg für ein System ebnen, das sich mehr auf die Steuerung der Bankreserven und Zinssätze stützt.

... und Portugal

Die EG-Länder hatten sich beim Gipfeltreffen in Hannover im Juni 1988 zur vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs innerhalb der EG bis 1990 – bzw. bis Ende 1992 im Falle Griechenlands, Irlands, Portugals und Spaniens (mit einer möglichen Verlängerung bis Ende 1995 für Griechenland und Portugal) – verpflichtet. Die Devisenkontrollen wurden 1989 in Irland gelockert und dieses Jahr in Frankreich und Italien vollständig aufgehoben. Ebenfalls vor dem vorgeschriebenen Datum wurde der gespaltene Devisenmarkt in Belgien und Luxemburg im März 1990 abgeschafft. In Spanien und Portugal wurden die günstigen Devisenmarktbedingungen in den letzten Jahren genutzt, um bestimmte Arten des Kapitalabflusses zu liberalisieren. Auch in Österreich und Schweden wurden die Kapitalverkehrsbeschränkungen im letzten Jahr praktisch aufgehoben. Die Kontrollen hatten sich bei der Verhinderung umfangreicher grenzüberschreitender Kapitalbewegungen nicht immer als wirksam erwiesen. Jedenfalls hatten die Liberalisierungsmaßnahmen des letzten Jahres nur in Schweden und Irland große Veränderungen im Kapitalverkehr zur Folge.

Liberalisierung der Devisenkontrollen in vielen europäischen Ländern

## Oberste Ziele und institutioneller Rahmen

### *Preisstabilität*

Während die Schwierigkeiten, denen sich die Währungsbehörden bei der Interpretation des Wirtschaftsgeschehens gegenübersehen, gestiegen sind, entwickelte sich ein viel breiterer Konsens über die obersten Ziele, wobei von den Zentralbanken in zunehmendem Maße anerkannt wurde, daß das befriedigendste wirtschaftliche Gesamtergebnis erreicht werden kann, wenn die Geldpolitik in erster Linie auf die Erreichung von Preisstabilität gerichtet ist. Sogar in Ländern, wo die Inflationserwartungen stark verwurzelt sind, wird nun weitgehend akzeptiert, daß die langfristigen Vorteile einer Verminderung der Inflation die vorübergehenden Kosten übersteigen.

Breiter Konsens über Preisstabilität als anzustrebendes Ziel der Geldpolitik

Die vorrangige Verantwortung der Währungsbehörde für Preisstabilität stützt sich auf die Vorstellung, daß eine anhaltende Inflation ohne eine Akkommodierung durch die Geldpolitik nicht Platz greifen kann, und zwar

ungeachtet der Tatsache, daß viele Faktoren die Preise der einzelnen Güter und Dienstleistungen beeinflussen. Zugegebenermaßen ist Preisstabilität kein präzises statistisches Konzept, aber einige Zentralbanken sehen sie als eine Situation an, in der die erwarteten Veränderungen des allgemeinen Preisniveaus keinen bedeutenden Einfluß auf die wirtschaftliche Entscheidungsfindung haben. Obwohl es schwierig sein kann, Preisstabilität ohne Unterstützung durch andere Bereiche der Wirtschaftspolitik und ein angemessenes Lohnverhalten zu erreichen, hat die Zentralbank eine besondere Pflicht, die Stabilität der grundlegenden monetären Rechnungseinheit zu sichern.

Gefahr einer Beschleunigung der Inflation und Kosten ihrer Rückführung

Seit Anfang der achtziger Jahre sind die meisten Währungsbehörden davon überzeugt, daß die beobachtete kurzfristige Beziehung zwischen Output und Inflation keinen Zielkonflikt in der mittelfristigen Politik impliziert. Langfristig schien keine Wahlmöglichkeit zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit zu bestehen. Als die Inflation stieg, paßten sich die Erwartungen an und gingen in Lohn- und Preisübereinkünfte ein. Die Rezession in den Vereinigten Staaten 1982 bestätigte allerdings, daß der Abbau verfestigter Inflationserwartungen lange Zeit braucht. In einigen Ländern ließen die Anstrengungen, breite Zustimmung zu einem weiteren Inflationsabbau zu mobilisieren, in dem Moment nach, als die Inflationsrate nicht mehr besonders hoch schien. Angesichts des 1988 und 1989 erneut zunehmenden Preisauftriebs erkannten die Währungsbehörden, daß es wenig Schutz gegen eine Beschleunigung der Inflation bietet, wenn man einfach die bestehende Inflationsrate aufrechterhalten will. Im Ergebnis kann man sagen, daß Preisstabilität das einzige glaubwürdige Ziel ist, das die Währungsbehörde verkünden und verteidigen kann. Es ist bemerkenswert, daß diese Sichtweise in letzter Zeit in politischen Kreisen in Nordamerika zunehmend ernst genommen wird.

### *Unabhängigkeit der Zentralbank*

Die Erkenntnis, daß die Geldpolitik durch eine entschiedene Verfolgung des langfristigen Ziels der Preisstabilität am besten zu einem befriedigenden wirtschaftlichen Ergebnis beitragen kann, hat die Frage aufgeworfen, wie die Zentralbank vor dem Druck geschützt werden kann, kurzfristige Ziele zu verfolgen, die sich als unvereinbar mit dem grundlegenden Ziel erweisen können. Das Argument, daß ein hoher Grad an Unabhängigkeit der Zentralbank vom Schatzamt und anderen öffentlichen Stellen wünschenswert ist, spiegelt sich in den Diskussionen über die Schaffung eines geeigneten Rahmens für die allgemeine Wirtschaftspolitik in den früheren Zentralverwaltungswirtschaften Osteuropas wider. Zunehmende Unabhängigkeit der nationalen Zentralbanken wird auch als wichtiger Schritt auf dem Weg zu einem unabhängigen Zentralbanksystem in der Europäischen Gemeinschaft angesehen.

Bestimmungsgründe für die Unabhängigkeit der Zentralbank

Der Grad der Unabhängigkeit der Zentralbank zeigt sich in den institutionellen und informellen Regelungen, die von Land zu Land variieren und schwer zu vergleichen und zu bewerten sind. Hierzu gehören die Länge der Amtszeit und die Sicherheit vor Abberufung der leitenden Organe, die Art ihrer Berufung, ihre Erfahrung und ihre Beziehungen zur Regierung. Eine



andere wichtige Unterscheidung bezieht sich darauf, ob der Einsatz der Instrumente unabhängig durch die Zentralbank erfolgen kann oder die Zustimmung der Regierung erfordert. Es ist allgemein unbestritten, daß das Federal Reserve System und die Deutsche Bundesbank nach diesen Kriterien Modelle für relativ unabhängige Zentralbanken darstellen. Ersteres ist zwar gegenüber dem Kongreß, nicht aber gegenüber der Regierung, rechenschaftspflichtig, und das Bundesbankgesetz gibt der letzteren ein klares Mandat zur Verfolgung des Ziels der Preisstabilität.

Eines der wichtigsten Argumente für die Unabhängigkeit der Zentralbank ist, daß eine von politischen Erwägungen verhältnismäßig unabhängige Institution mit dem Auftrag, für Preisstabilität zu sorgen, vermutlich eher die Glaubwürdigkeit erlangen kann, die eine wirksame Geldpolitik erfordert. Wenn in Ermangelung solcher Unabhängigkeit ein Anreiz, kurzsichtige oder parteigängerische Maßnahmen zu ergreifen, mit der Zeit zu einer inflatorischen Verzerrung der Wirtschaftspolitik führt, ist dies zum Schaden aller. Es ist oft betont worden, daß die Preisentwicklung in der Praxis offenbar besser in Ländern mit relativ unabhängigen Zentralbanken verlief, wenngleich derartige institutionelle Vorkehrungen selbst eine starke Inflationssensibilität der Öffentlichkeit widerspiegeln mögen.

Vorteile der  
Unabhängigkeit

Die Handlungsfreiheit der Zentralbank kann durch Wechselkursverpflichtungen eingeschränkt sein, wenngleich diese in einigen Ländern die Grundlage der auf Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik bilden. Wichtig sind auch die Bedingungen, die für die Gewährung von direkten Krediten an das Schatzamt und für Zentralbankoperationen mit Schatzanleihen gelten. Unbefriedigende Regelungen auf diesen Gebieten können die Umsetzung der Geldpolitik erheblich erschweren. Sicherlich reicht die Unabhängigkeit der Zentralbank für sich genommen nicht aus, um die Geldwertstabilität zu garantieren, wenn die Finanzpolitik zu einer übermäßigen monetären Finanzierung des Staates außerhalb der Zentralbank führt – etwa durch Verschuldung bei inländischen Banken oder in fremden Währungen zum Umtausch in heimische Währung. Selbst wenn das staatliche Haushaltsdefizit auf dem heimischen Kapitalmarkt finanziert wird, kann der geldpolitische Handlungsspielraum durch den Aufwärtsdruck auf die Zinssätze oder durch ausgeprägte binnen- oder außenwirtschaftliche Ungleichgewichte eingeschränkt werden. Wenngleich zufriedenstellende haushaltspolitische Maßnahmen und Lohnentwicklungen zur Erreichung von Preisstabilität notwendig sind, wird diesem Ziel vermutlich mehr Gewicht gegeben, wenn eine verhältnismäßig unabhängige Zentralbank den Auftrag hat, es zu verfolgen.

Grenzen der  
Unabhängigkeit

### *Wirtschafts- und Währungsunion in der Europäischen Gemeinschaft*

Bei der Umsetzung der Einheitlichen Europäischen Akte, mit der die Mitgliedsländer 1987 die Errichtung eines Gemeinsamen Binnenmarktes in der EG bis 1993 beschlossen haben, in dem sich Waren, Dienstleistungen, Arbeit und Kapital ungehindert bewegen können, sind bereits wesentliche Fortschritte erzielt worden. Aufgrund vergangener und zukünftiger gesetzlicher Maßnahmen zur Stärkung des Wettbewerbs auf den Finanzmärkten und

Zunehmende  
Finanzintegration  
in der EG

zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs dürften die Marktkräfte den Druck auf die einzelnen Länder verstärken, binnen- und außenwirtschaftliche Ungleichgewichte und die Inflationsraten anzupassen. Gewisse Besorgnis herrscht darüber, daß sich Schwierigkeiten ergeben können, wenn es gilt, autonome geld- und wirtschaftspolitische Maßnahmen mit der Freiheit des Kapitalverkehrs in einem Regime quasi fester Wechselkurse in Einklang zu bringen.

Die vom Europäischen Rat im Juni und Dezember 1989 getroffenen Beschlüsse sehen die Einführung der ersten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion, wie sie im Bericht des „Delors-Ausschusses“ in Aussicht genommen wurde, und die Einberufung einer Regierungskonferenz vor, um Ergänzungen der Römischen Verträge im Hinblick auf die notwendigen institutionellen Änderungen vorzubereiten, die für Fortschritte über diese Stufe hinaus erforderlich sind. Auf der ersten Stufe, die am 1. Juli 1990 beginnen soll, wird eine engere Koordinierung in der Wirtschafts- und Währungspolitik angestrebt. Im Hinblick auf die Währungspolitik wurde das Mandat des Ausschusses der Präsidenten der EG-Zentralbanken erweitert. In Zukunft muß er bei Entscheidungen wie beispielsweise über die jährliche Festsetzung von Geld- und Kreditmengenzielen gehört werden. Er ist außerdem beauftragt, die Koordinierung der Geldpolitik mit dem Ziel der Erreichung von Preisstabilität als einer notwendigen Bedingung für das Funktionieren des EWS voranzubringen und die allgemeine Orientierung der Geld- und Wechselkurspolitik und die auf diesem Gebiet von den einzelnen Mitgliedsländern ergriffenen Maßnahmen einer Beurteilung zu unterziehen. Der Ausschuß wird künftig einen Jahresbericht anfertigen, und sein Vorsitzender kann eingeladen werden, vor dem Europäischen Parlament und den zuständigen Ausschüssen zu erscheinen. Gleichzeitig besteht die Hoffnung, daß die voraussichtlich in regelmäßigen Intervallen stattfindende multilaterale Überwachung der übrigen wirtschaftspolitischen Bereiche zur Förderung der Preisstabilität, solider Staatsfinanzen und Zahlungsbilanzen sowie offener, wettbewerbsintensiver Märkte in den Mitgliedsländern beitragen wird. In diesem neuen System wird sich klarer zeigen, ob es eine ernsthafte Bereitschaft gibt, die Koordination der Wirtschafts-, der Geld- und besonders der Finanzpolitik zu verbessern.

Die öffentliche Diskussion der weiteren Stufen der Wirtschafts- und Währungsunion hat eine Reihe von Fragen aufgeworfen, die einer Klärung auf politischer Ebene bedürfen, darunter auch, inwieweit und wie schnell die Staaten zu Fortschritten bereit sind. In bezug auf die Wirksamkeit der Geldpolitik ist eine wichtige Frage, ob es genügend politische Unterstützung dafür geben würde, die Preisstabilität zum Auftrag eines künftigen Europäischen Zentralbanksystems zu machen. Eine andere Frage ist, ob eine neue Notenbankinstitution mit einer ausreichenden Unabhängigkeit von politischer Einmischung ausgestattet werden kann, um ihre Aufgaben wahrzunehmen, was logischerweise die Wechselkurs- und Interventionspolitik einschließen müßte. Die Frage, wie der Entwurf und Vollzug der Geldpolitik während der Übergangsperiode umgestellt werden soll, wurde im Bericht des „Delors-Ausschusses“ weitgehend offengelassen. Die wenigen bisher gemachten

Institutionelle  
Änderungen  
eröffnen  
Möglichkeiten  
zu engerer  
Koordinierung

Fragen zu weite-  
ren Schritten auf  
dem Weg zur  
Wirtschafts- und  
Währungsunion



allgemeinen Vorschläge, etwa Pläne zur Anbindung der nationalen Geldversorgung an eine europäische Zentralbankgeldmenge, fanden bisher wenig Unterstützung. Eine verwandte Fragestellung ist, was in Abwesenheit einer gemeinsamen Währung oder eines zusammengesetzten Geldmengenziels die Rolle der D-Mark als monetären Anker übernehmen kann. Schließlich könnte eine wirksame Geldpolitik durch destabilisierende Haushaltsentwicklungen in den einzelnen Ländern durchkreuzt werden, aber offenbar besteht eine große Abneigung, die Währungsunion durch eine Abtretung gewisser Souveränitätsrechte auf diesem Gebiet zu vervollständigen.

### *Die deutsche Währungsunion*

Die allgemeinen Probleme, die mit der Entwicklung von Marktwirtschaften in Osteuropa verbunden sind, werden in Kapitel II diskutiert. Die zentralen geldpolitischen Fragen sind, wie die Preise und Löhne auf die Liberalisierung reagieren werden, wie schnell neue Strukturen im Bankwesen entwickelt werden können und wie bald ein Konzept für die gesamtwirtschaftliche Politik umgesetzt werden kann. Viel wird davon abhängen, wie schnell die grenzüberschreitenden Transaktionen liberalisiert werden und welche Wechselkurspolitik verfolgt wird. Es ist wahrscheinlich, daß sich die Entwicklungen in der Deutschen Demokratischen Republik von denen in anderen Ländern in einigen Punkten unterscheiden und daß sie in nächster Zeit in der Bundesrepublik Deutschland und in anderen EWS-Ländern bedeutsame Auswirkungen haben werden. Diesbezügliche Erwartungen haben ihre Spuren insbesondere auf dem Anleihemarkt hinterlassen.

Inzwischen ist eine politische Einigung über eine Währungsunion durch Ausweitung des Währungsgebiets der D-Mark auf die DDR zum 2. Juli 1990 erzielt worden. Sie wird der Modernisierung der DDR-Wirtschaft Impulse verleihen, wenngleich mit ihr schwierige monetäre und wirtschaftliche Fragen verbunden sind. Ein wichtiger Punkt war der Umtauschsatz, der auf finanzielle Forderungen und Verbindlichkeiten, Löhne und Renten in der DDR anzuwenden ist. Für die bestehenden Forderungen und Verbindlichkeiten hat man sich auf einen allgemeinen Satz von M 2 zu DM 1 geeinigt, wodurch die Überlebensfähigkeit der DDR-Unternehmen gesichert werden soll. Auf Bargeld und Bankguthaben von Personen mit ständigem Wohnsitz in der DDR wird jedoch für bestimmte, gestaffelte Beträge ein Umtauschsatz von M 1 zu DM 1 angewandt; der gleiche Satz gilt für die Löhne und Gehälter in ihrer gegenwärtigen Höhe (ohne Ausgleichszahlungen für Preisänderungen nach Aufhebung der Subventionen). Die daraus resultierende unmittelbare Ausweitung der weit abgegrenzten Geldmenge in der Bundesrepublik um rund 10% würde den vorhersehbaren Zuwachs des Bruttosozialprodukts im vereinigten Währungsgebiet nicht übertreffen. Obwohl die Umstellung die Nachfrage nach Produkten der Bundesrepublik anregen könnte, ist die Bundesbank der Auffassung, daß die vereinbarten Modalitäten zu keinen unüberwindbaren monetären Problemen führen sollten, wobei angenommen wird, daß die Einwohner der DDR von den ihnen sich dann bietenden erweiterten Möglichkeiten der Geld- und Kapitalanlage Gebrauch machen werden.

Einigung über  
Ausweitung des  
Währungsgebiets  
der D-Mark  
auf die DDR

Vorteile der  
Währungsunion  
und Voraus-  
setzungen für  
befriedigende  
Resultate

Gleichzeitig mit der Währungsunion muß in der Deutschen Demokratischen Republik der notwendige gesetzliche Rahmen für eine Marktwirtschaft und für die Beteiligung von westlichen Industrie- und Finanzunternehmen sowie von Fachkenntnissen und Kapital bei der Umgestaltung der Wirtschaft geschaffen werden. Angesichts des riesigen Leistungsbilanzüberschusses dürfte die Ersparnis in der Bundesrepublik ausreichen, um einen bedeutsamen Beitrag zur Finanzierung der notwendigen Investitionen zu leisten, aber die haushaltspolitische Wirkung der staatlichen Investitionen und Ausgaben für die soziale Sicherheit, die zur Erhaltung oder Steigerung des Standards in der DDR erforderlich sind, könnten sich als größere Herausforderung erweisen. Jeder mögliche Spielraum für staatliche Ausgabeneinsparungen in anderen Bereichen muß genutzt werden. Längerfristig werden der Verlauf der wirtschaftlichen Entwicklungen und die Arbeitslosenquote in der DDR entscheidend davon abhängen, ob das Lohnniveau angesichts des verhältnismäßig geringen Produktivitätsniveaus investitionsfördernd bleibt.



## VII. Das internationale Währungssystem

### Schwerpunkte

Die wesentlichen Merkmale des internationalen Währungsgeschehens im Jahr 1989 und in den ersten Monaten des Jahres 1990 waren wiederholte Perioden der Dollarstärke vor allem gegenüber dem japanischen Yen, bedeutende Veränderungen der Wechselkursrelationen zwischen den Nicht-dollarwährungen und mitunter eine sehr aktive Präsenz der Zentralbanken an den Devisenmärkten.

Als Bestätigung der bereits 1988 feststellbaren Tendenzen war der US-Dollar in der Beobachtungsperiode wiederholtem, kräftigem Aufwärtsdruck ausgesetzt, und dies trotz sich verringernder Zinsdifferenzen, eines noch immer großen, jedoch rückläufigen US-Leistungsbilanzdefizits und beharrlicher Zentralbankinterventionen zu dem Zweck, die Dollaraufwertung zu bremsen. In der Tat wurden wiederholt abgestimmte Interventionen in sehr großem Umfang und mit einigen neuen Eigenschaften, vor allem einer gegenüber den Vorjahren viel stärkeren Teilnahme der US-Behörden, durchgeführt. Aber angesichts der zunehmenden Unsicherheit der Märkte über die Wechselkursverpflichtung der Behörden wertete sich der Dollar gegenüber dem japanischen Yen in bedeutendem Maße auf.

Während der letzten Monate des Jahres 1989 wurde die Stärke des Dollars vorübergehend durch den Auftrieb der D-Mark unterbrochen, die von den sich beschleunigenden Entwicklungen in Osteuropa profitierte. Dies hatte nicht nur einen Ausgleich der früheren Verluste der D-Mark gegenüber dem Dollar zur Folge, sondern führte auch zu einer sehr starken Aufwertung der D-Mark und der anderen EWS-Verbundwährungen gegenüber dem Yen und dem englischen Pfund.

Trotz der vorübergehenden, aber sehr ausgeprägten Stärke der D-Mark und der fortgesetzten Beseitigung der Devisenbeschränkungen ist die Lage innerhalb des Europäischen Währungssystems weitgehend ruhig geblieben. Das war nicht zuletzt das Ergebnis der anhaltenden Konvergenz der wirtschaftlichen Entwicklung Frankreichs und Deutschlands, zweier Schlüssel-länder innerhalb des Systems. Darüber hinaus wurde die wirtschaftliche Bedeutung des Systems gestärkt, als Mitte 1989 die spanische Peseta mit einer weiten Bandbreite integriert wurde und als Anfang 1990 die italienischen Behörden die erweiterte Bandbreite der Lira aufgaben und das enge Kursband übernahmen.

Gold verlor im letzten Jahr weiterhin an Attraktivität als sicheres Wertaufbewahrungsmittel. Vor dem Hintergrund eines starken Dollars, höherer langfristiger Zinsen und eines zunehmenden Angebots konnten nicht einmal die Volatilität einiger der weltweit wichtigsten Aktienmärkte und ein

zunehmender inflationärer Druck einen weiteren Rückgang des Barrenpreises aufhalten, so daß die Notierungen zuweilen auf ihr niedrigstes Niveau seit Mitte 1986 fielen.

Die internationale Entwicklung der Währungsreserven im abgelaufenen Jahr war von gegenläufigen Einflüssen geprägt. Auf der einen Seite führten bedeutende offizielle DM- und Yen-Käufe der US-Behörden wie auch Devisenmarktinterventionen im Zusammenhang mit dem EWS zu einem sehr starken Anstieg der Nichtdollardevisenreserven. Andererseits verhinderten durch eine Reihe von Industrieländern getätigte massive offizielle Dollarverkäufe, die kaum durch eine Anreicherung der Dollarreserven in einigen kleineren Industrie- und Entwicklungsländern kompensiert wurden, zusammen mit einem weiteren Rückgang der Reservepositionen gegenüber dem IWF eine Ausweitung der anderen Reserveaktiva. Das Nettoresultat dieser Entwicklungen waren eine – zum laufenden Dollarwert gerechnete – Zunahme der offiziellen Reserven (ohne Gold) um 6%, was etwas weniger war als das Wachstum des internationalen Handels im Jahr 1989, und ein weiterer, teilweise unbeabsichtigter Schritt in Richtung eines mehrere Währungen umfassenden Reservesystems. Vor allem der Anteil der D-Mark an den Devisenreserven erhöhte sich deutlich von 16,5% auf rund 20%.

Neben einem Überblick über das jüngste internationale Währungsgeschehen enthält dieses Kapitel einen gesonderten Abschnitt, in dem die Ergebnisse einer umfassenden Devisenmarkterhebung zusammengefaßt sind, die von Währungsbehörden aus einundzwanzig Ländern, deren Devisenmarktumsätze den Löwenanteil der weltweiten Umsätze ausmachen, durchgeführt wurde.

## Devisenmärkte

### *Entwicklung auf dem US-Dollar-Markt*

Wiederholte  
Phasen der  
Dollarstärke ...

Der Beobachtungszeitraum war von wiederholten Phasen der Dollarstärke gekennzeichnet, denen durch energische offizielle Devisenmarktinterventionen und gelegentliche geldpolitische Maßnahmen begegnet wurde. Da das US-Handelsbilanzdefizit eine weitere Verbesserung zeigte und die langfristigen Perspektiven für den Dollar nicht mehr durch die Angst vor einer starken Inflationsbeschleunigung getrübt waren, begannen die Finanzmärkte der USA, ihre Attraktivität für ausländische Anleger wiederzugewinnen. Folglich übertrafen die Nettokapitalzuflüsse in die Vereinigten Staaten wiederholt das US-Leistungsbilanzdefizit und setzten den Dollar unter Aufwertungsdruck.

... geben zu-  
nehmend Anlaß  
zu öffentlicher  
Besorgnis und ...

Die merkliche Festigung des Dollars im Frühjahr 1989 wurde bereits im letzten Jahresbericht besprochen. Durch seine relative Stabilität im Jahr 1988 bestärkt, beurteilten die Märkte die längerfristigen Aussichten der Währung immer zuversichtlicher. Folglich begannen die hohen US-Zinssätze in zunehmendem Maße einen maßgebenden Einfluß auf die internationalen Kapitalflüsse auszuüben. Eine Erklärung der Länder der Siebenergruppe Anfang April, die deren entschiedene Ablehnung eines weiteren Dollaranstiegs zum Ausdruck brachte, und offizielle Dollarverkäufe durch die Bank von Japan – die ersten



seit dem vierten Quartal 1985 – brachten zusammen mit einer Zinserhöhungsrunde in Deutschland und in einigen anderen europäischen Ländern nur eine vorübergehende Entlastung. Gegen Ende April setzte der Aufwertungsdruck auf den Dollar wieder mit erneuter Stärke ein. Trotz einer beträchtlichen Verringerung der Zinsdifferenzen durchbrach der Dollar am 22. Mai die Marken von DM 2,00 und Yen 140. Wichtige Einflüsse für diesen neuerlichen Anstieg der Dollarnachfrage scheinen die Auflösung von Absicherungspositionen gegenüber dem Dollar, die psychologischen Auswirkungen der Veröffentlichung einer Reihe günstiger US-Außenhandelsdaten und ein – als Folge der Erwartung rückläufiger langfristiger US-Zinsen – starkes Interesse der Investoren für langfristige Dollarpapiere gewesen zu sein.

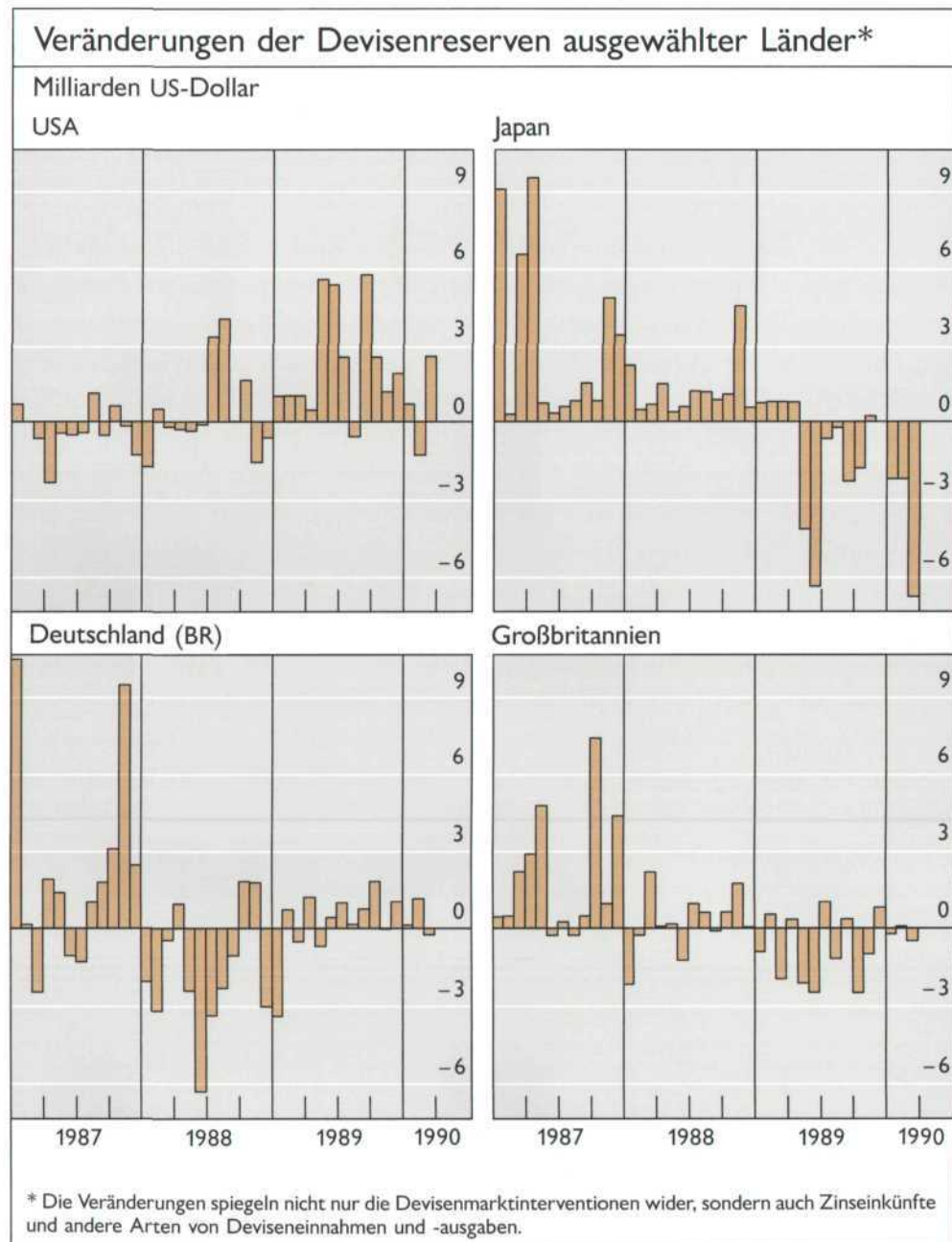
Besorgt über die Auswirkungen einer übermäßigen Dollaraufwertung für den Anpassungsprozeß, fühlten sich die währungspolitischen Instanzen genötigt zu handeln. Vor allem die US-Behörden reagierten mit für sie beispiellos heftigen Interventionen. Zwischen dem 12. und 31. Mai verkauften sie insgesamt \$ 5,8 Mrd., davon \$ 2 Mrd. in nur zwei Tagen. Auch die japanischen Währungsbehörden stützten den Yen verstärkt. Zusätzlich erhöhte die Bank von Japan am Monatsende zum ersten Mal seit neun Jahren den offiziellen Diskontsatz, und zwar von 2,5% auf 3,25%.

Gegen Ende Mai und in den ersten Junitagen führten abgestimmte Interventionen gegen den Dollar, diesmal unter Teilnahme der Deutschen Bundesbank, zu einem leichten Nachlassen des Marktdrucks. Doch dieser Erfolg war kurzlebig. Am 5. Juni schlug die Marktstimmung wiederum abrupt zugunsten des Dollars um, als die politischen Ereignisse in China es als wahrscheinlich erscheinen ließen, daß Kapital auf der Suche nach einem sicheren Zufluchtsort aus den ostasiatischen Ländern abfließen würde. Poli-

... heftigen  
Devisenmarkt-  
interventionen

Gleichwohl starker Anstieg des  
Dollars gegen-  
über dem Yen





tische Unsicherheiten in Japan verstärkten noch den Auftrieb des Dollars, der innerhalb von zehn Tagen von Yen 141 auf über Yen 151 schnellte. Bis Mitte Juni erreichte der Dollar gegenüber der D-Mark und dem Yen ein Niveau, das um 29% bzw. 24% über dem Rekordtief von Anfang Januar 1988 lag, während seine Aufwertung auf handelsgewichteter Basis fast 15% betrug.

Zu diesem Zeitpunkt begannen jedoch Marktteilnehmer das Risiko einer nach unten gerichteten Korrektur der Dollarkurse wahrzunehmen, und Gewinnmitnahmen lösten einen Kursrückgang aus. Anhaltende, starke und koordinierte Dollarverkäufe, selbst noch nach dem Kursumschwung zur Monatsmitte, und die auffallend starke Präsenz der Federal Reserve bei diesen Operationen stellten das Vertrauen des Marktes in die Entschlossenheit offizieller Stellen, einen Dollaraufschwung zu verhindern, wieder her. Zwischen dem 6. und 30. Juni verkauften die US-Behörden weitere \$ 5 Mrd.,

Vorübergehend  
nachlassender  
Aufwertungs-  
druck auf den  
Dollar ...



während die japanischen Devisenreserven im selben Monat um \$ 6,4 Mrd. zurückgingen. Im Gegensatz dazu waren die deutschen Behörden während dieser Zeit relativ untätig, und die deutschen Währungsreserven legten im Juni sogar leicht zu. Zyklische Faktoren trugen ebenfalls dazu bei, die starke Grundtendenz des Dollars in Grenzen zu halten. Zunehmende Anzeichen einer schwächeren US-Wirtschaft zusammen mit kräftigem Wirtschaftswachstum und deutlicheren inflationären Anzeichen im Ausland ließen eine weitere Abflachung des Zinsgefälles zugunsten des Dollars erwarten. Gegen Ende Juni erhöhten die Deutsche Bundesbank und andere europäische Zentralbanken ihre Leitzinsen. Im Juli wurde allen Ansätzen eines neuerlichen Dollarhöhenflugs durch relativ geringe Dollarverkäufe von seiten der US-Behörden erfolgreich begegnet.

Im Laufe des August und Anfang September führten Anzeichen dafür, daß die US-Wirtschaft nicht so schwach war, wie ursprünglich befürchtet, und eine weitere Verringerung sowohl des US-Handelsbilanzdefizits als auch des japanischen Außenhandelsüberschusses zu einer neuerlichen Stärkung des Dollars. In der zweiten Septemberwoche kam der Dollar trotz wiederholter, abgestimmter Interventionen nahe an die drei Monate zuvor erreichten Höchstwerte heran. Auf diesem Niveau setzten wiederum Gewinnmitnahmen ein, und zusätzlich veranlaßten Spekulationen über das Ergebnis des bevorstehenden, für den 23. September anberaumten G-7-Treffens die Märkte zur Vorsicht.

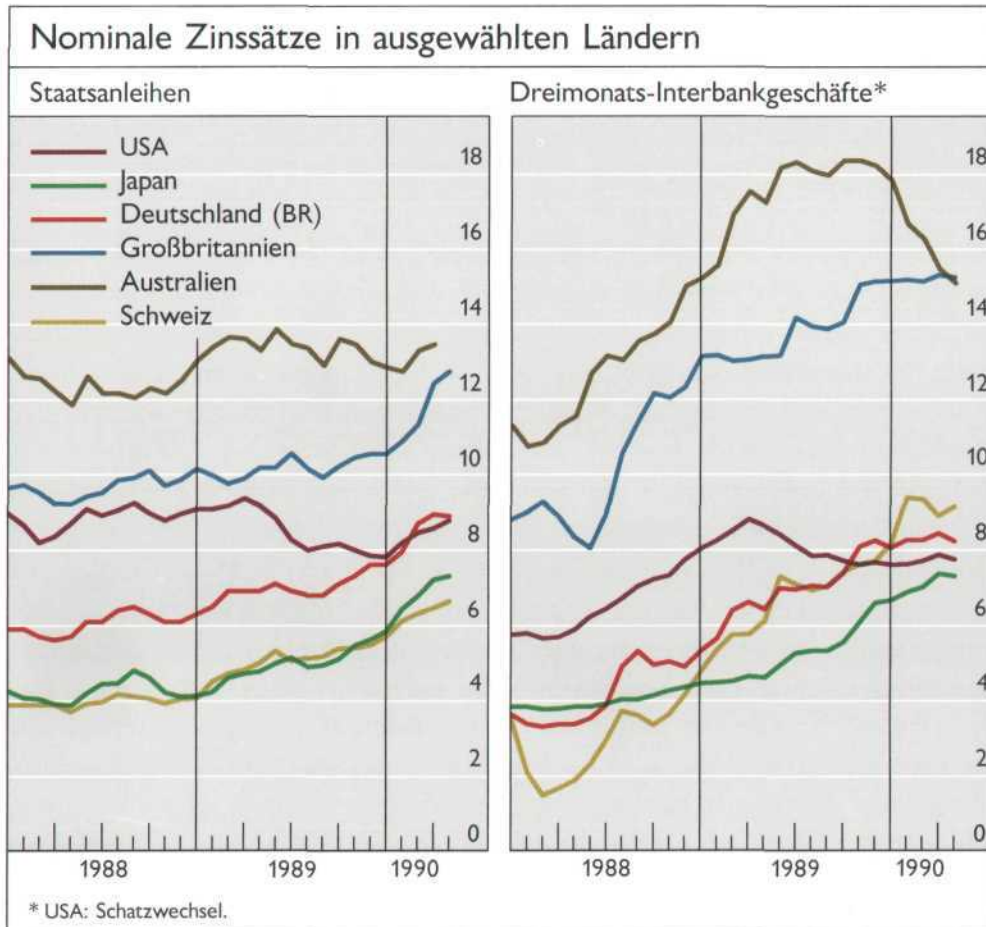
Bei diesem Treffen bekräftigten die Finanzminister und Zentralbankgouverneure ihre Absicht, „in den Devisenmärkten eng zusammenzuarbeiten“, und stellten fest, daß der Anstieg des Dollars in den letzten Monaten „mit den langfristigen wirtschaftlichen Grundbedingungen unvereinbar“ war und daß eine weitere Aufwertung oder ein übermäßiger Wertverlust „die Aussichten für die Weltwirtschaft negativ beeinflussen könnte“. Im Vergleich zu früheren Aussagen waren diese Formulierungen nicht besonders scharf, aber sie wurden in der Folge durch entschlossene und abgestimmte Devisenmarktinterventionen untermauert, mit dem Ziel, dem Aufwärtstrend des Dollars ein Ende zu setzen. Durch die Verwendung neuer Methoden und den ständigen Verkauf der Währung in einem zeitweilig bereits fallenden Markt gelang es den Behörden, den Dollar in den folgenden Tagen auf ungefähr 6% unter seine Mitte September erreichten Höchstwerte zu drücken. Es wird geschätzt, daß die Zentralbanken alleine in dem Dreitageszeitraum vom 25.–27. September \$ 4 Mrd. verkauft haben.

Dennoch hatten diese Dollarverkäufe keinen bleibenden Einfluß auf die Stimmung des Marktes, obwohl sie durch eine weitere Verringerung der Zinsdifferenzen unterstützt wurden. In der Tat festigte sich der Dollar in der ersten Oktoberhälfte wieder. Am 5. Oktober erhöhte die Deutsche Bundesbank weitgehend aus binnenwirtschaftlichen Gründen ihre Leitzinsen, und acht andere europäische Zentralbanken folgten ihrem Beispiel. Eine Woche später erhöhte die Bank von Japan ihren Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt. Gleichzeitig deuteten bestimmte Indikatoren auf eine Verlangsamung des Wirtschaftstempos in den USA hin und ließen so Hoffnungen auf eine Lockerung der US-Geldpolitik aufkommen. Trotz dieser Entwicklungen

... dann aber  
wiedergewon-  
nene Stärke im  
Spätsommer

G-7-Treffen  
gefolgt von  
entschlossenen  
Interventionen

Aufwärtstrend  
des Dollars bis  
Mitte Oktober  
ungebremst



schlug die Marktstimmung erst nach einem starken Rückgang der Aktienkurse in den USA am 13. Oktober um. Die Veröffentlichung ungünstiger US-Außenhandelsdaten für den August ließ einige Tage später die Attraktivität des Dollars weiter sinken.

Diese Schwäche bezog sich jedoch weitgehend auf das Kursverhältnis zur D-Mark und gegenüber einigen anderen kontinentaleuropäischen Währungen. Unter dem Einfluß der sich überstürzenden Ereignisse in Osteuropa und der anhaltenden Aufwärtsbewegung der deutschen Zinssätze, die zum ersten Mal seit den frühen siebziger Jahren zu einer positiven Zinsdifferenz gegenüber den USA führten, begann die D-Mark relativ zum Dollar stark an Wert zu gewinnen. Von der zweiten Oktoberwoche an bis gegen Ende Dezember gab der Dollar um ungefähr 12% gegenüber der D-Mark nach, während sein gewogener Außenwert um 5% zurückging. Obwohl der Dollar in der Folge wieder fester tendierte, hielt die D-Mark ihre zuvor erzielten Kursgewinne während der ersten Monate des neuen Jahres, zumal die Bundesbank und mehrere andere Zentralbanken in der ersten Januarwoche einen weiteren Anstieg des Dollars mit sofortigen und vom Zeitpunkt her günstig gewählten Interventionen im Keim erstickten.

Gegenüber dem Yen blieb jedoch der Dollar den ganzen Herbst 1989 über und während der ersten Monate des Jahres 1990 fest. Trotz einer leichten Aufwärtsbewegung bei den japanischen Zinssätzen blieb das starke Zinsgefälle zugunsten der USA erhalten, während innenpolitische Unsicherheiten

Ausgeprägte  
Stärke  
der D-Mark

Dollar weiterhin  
stark gegenüber  
dem Yen...



ebenfalls eine Belastung für den Yen darstellten. Obwohl der Yen nach wie vor gelegentlich von den Währungsbehörden Japans und der Vereinigten Staaten Unterstützung erhielt, schwächte er sich während der letzten Monate des Jahres 1989 weiter ab. Ungeachtet einer weiteren Erhöhung des japanischen Diskontsatzes gegen Ende Dezember und eines Rückgangs der Prime rate in den USA im Laufe der ersten Tage des neuen Jahres, nahm der Abwertungsdruck auf den Yen im Januar zu, und die Zentralbanken intervenierten verstärkt mit Stützungskäufen.

Im Februar erhielt die feste Tendenz des Dollars wieder eine breitere Basis, als Bedenken bezüglich der sich für die Bundesrepublik Deutschland ergebenden wirtschaftlichen Auswirkungen einer Währungsunion mit der Deutschen Demokratischen Republik einen schwächenden Einfluß auf die D-Mark ausübten. Auch Anzeichen einer weiteren Abnahme sowohl des US-Handelsbilanzdefizits als auch des japanischen Überschusses sowie die Unsicherheit über eine weitere Diskontsatzserhöhung in Japan im Gefolge der Parlamentswahlen im Februar gaben dem Dollar tendenziell Auftrieb. Unbeirrt von massiven abgestimmten Interventionen festigte er sich während der letzten Februartage beträchtlich und setzte im März vor dem Hintergrund eines zunehmend schwachen und unbeständigen japanischen Aktienmarktes seinen Kursanstieg gegenüber dem Yen fort. Als in der zweiten Märzhälfte der japanische Diskontsatz schließlich doch angehoben wurde, brachte dies wenig Entspannung. Nach einem eilig arrangierten Treffen zwischen den Finanzministern der USA und Japans, das keine neuen Initiativen hervorbrachte, erklimmte der Dollar Anfang April mit Yen 160 einen neuen Gipfel. Das Ausmaß der offiziellen Interventionen während dieser Monate spiegelt sich teilweise in den Bewegungen der japanischen Währungsreserven wider, die im Laufe des Februar und März um \$ 2,3 Mrd. bzw. \$ 6,8 Mrd. zurückgingen.

Anfang April klang der Aufwertungsdruck auf den Dollar im Vorfeld des Treffens der Siebenergruppe in Paris etwas ab. Allerdings wies das Kommuniké nur auf die „unerwünschten Auswirkungen“ eines Kursrückgangs des Yen für den weltweiten Anpassungsprozeß hin und „bestätigte die Bereitschaft zu wirtschaftspolitischer Koordination einschließlich der Zusammenarbeit auf den Devisenmärkten“. Mit Hilfe einiger abgestimmter Interventionen stabilisierte sich gleichwohl der Yen in der Folge auf dem bestehenden niedrigen Niveau, und auf dem Dollarmarkt blieb es bis zur Frühjahrstagung der Bretton-Woods-Institute Anfang Mai ungewöhnlich ruhig. Obwohl die Länder der Siebenergruppe dort lediglich ihre früher abgegebenen Erklärungen bekräftigten, schwächte sich der Dollar in den darauffolgenden Tagen spürbar ab. Die wesentlichen Einflüsse hinter diesem Umschwung der Marktstimmung waren offenbar günstige deutsche und japanische Außenhandelszahlen, eine Erholung des Tokioter Aktienmarkts sowie eine schwächere US-Konjunktur, die Erwartungen über niedrigere Dollarzinsen aufkommen ließ.

Im Unterschied zu allen anderen wichtigen Währungen blieb der kanadische Dollar gegenüber dem US-Dollar praktisch während des gesamten Jahres 1989 fest. Nach einer Aufwärtsbewegung zwischen Juni und Dezember schloß er am Jahresende 3% über dem Stand von zwölf Monaten zuvor.

... vor dem Hintergrund politischer und wirtschaftlicher Unsicherheiten in Japan

Dollarmärkte im April ruhig, jedoch Abschwächung des Dollars Anfang Mai

Nur vorübergehende Unterbrechung der fortgesetzten Stärke des kanadischen Dollars

Damit kumulierte sich seit Ende 1986 seine Aufwertung gegenüber dem US-Dollar auf 20%. Die kanadische Wirtschaft erlebte 1989 und Anfang 1990 weiterhin eine hohe Nachfrage, doch herrschte offensichtlich allgemein Vertrauen in die antiinflationäre Ausrichtung der Geldpolitik. Dieses Vertrauen erhielt durch eine hohe und zunehmende Zinsdifferenz zusätzliche Nahrung. Allerdings zeigte sich Anfang des neuen Jahres eine gewisse Anfälligkeit, als im Gefolge eines Sinkens der US-Prime rate ein relativ geringfügiger Rückgang bei den kanadischen Leitzinsen dazu ausreichte, einen Rückschlag auszulösen, der vorübergehend die gesamten Wertgewinne der kanadischen Währung gegenüber dem US-Dollar vom Jahr 1989 zunichte machte. Devisenmarktinterventionen und ein neuerlicher Anstieg der kanadischen Zinsen vermochten schließlich die Schwäche der Währung umzukehren.

### *Entwicklung anderer Paritäten*

Früherer Yen-Anstieg gegenüber der D-Mark mehr als zur Gänze umgekehrt

Vor einem Jahr hob der Jahresbericht die beachtliche Aufwertung des japanischen Yen um 22% gegenüber der D-Mark in der Zeit zwischen der Unterzeichnung des Louvre-Abkommens und Mitte Februar 1989 hervor. Inzwischen hat sich dieser Anstieg mehr als zur Gänze umgekehrt, und Mitte Mai lag der Kurs des Yen gegenüber der D-Mark ungefähr 25% unter seinem Höchstwert von Anfang 1989.

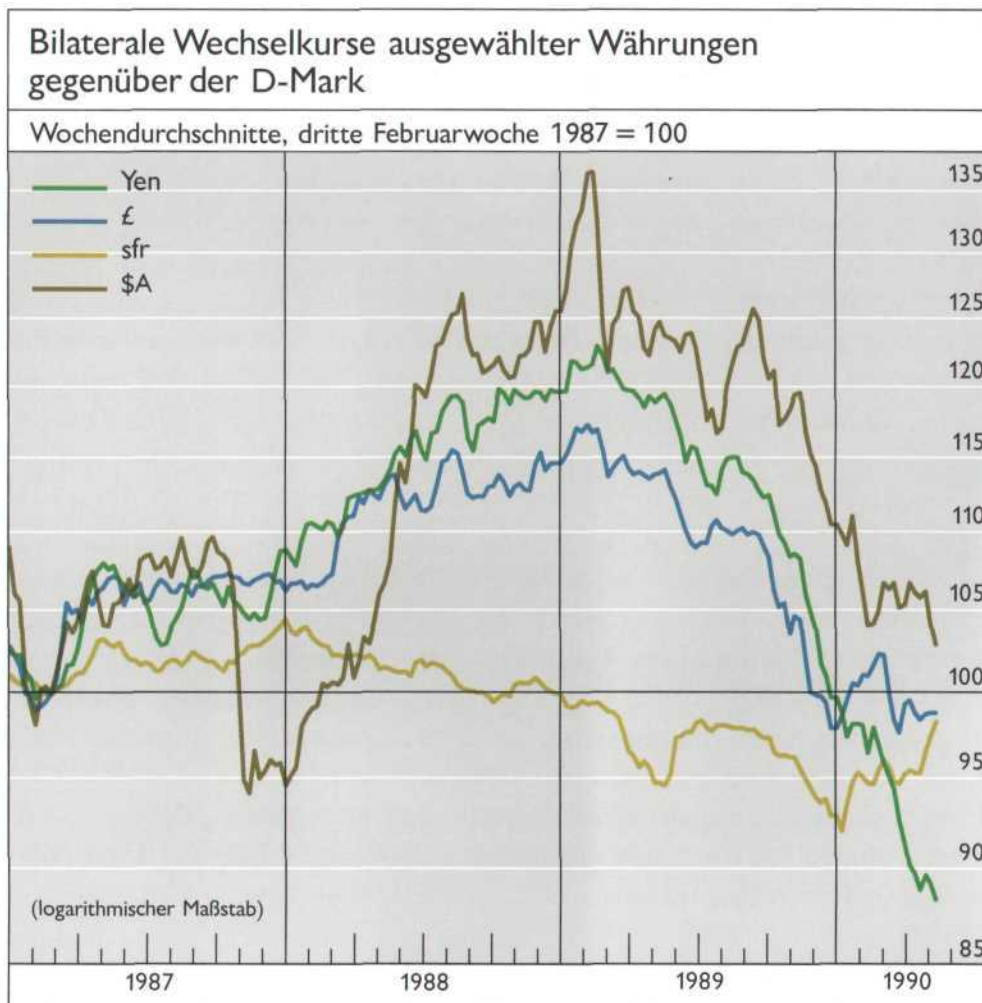
Gründe für die Stärke der D-Mark ...

Vor allem drei Einflußfaktoren können diese Entwicklung erklären helfen. Erstens setzten die deutschen kurzfristigen Zinssätze, die bereits 1988 über die japanischen gestiegen waren, Anfang 1989 ihren Anstieg fort, und die Zinsdifferenz zugunsten Deutschlands blieb während der Beobachtungsperiode ungewöhnlich hoch. Zweitens wurden die weltpolitischen Entwicklungen – die Ereignisse in China und die Öffnung Osteuropas – von den Märkten als negativ für den Yen, jedoch positiv für die D-Mark eingeschätzt. Drittens erhielt die D-Mark gegenüber dem Dollar indirekte Unterstützung durch intramarginale DM-Käufe von anderen am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmenden Ländern.

... und die Schwäche des Yen

Der Rückgang des Yen gegenüber der D-Mark spielte sich im wesentlichen in drei Phasen ab. Eine reichte von Ende Mai bis Mitte Juni, als der Yen trotz einer Erhöhung des japanischen Diskontsatzes und ausgiebiger Interventionen der Bank von Japan und der Federal Reserve sich in Relation zum Dollar beträchtlich abschwächte. Die zweite umfaßte die letzten drei Monate des Jahres, als die D-Mark, getragen von der Aussicht auf die deutsche Wiedervereinigung, stark gegenüber dem Dollar an Wert gewann. Als dann die D-Mark während der ersten Monate des Jahres 1990 gegenüber dem Dollar relativ stabil war, büßte der Yen weiter Terrain ein. Zusätzlich zu einer ungünstigen Zinsdifferenz und der speziellen Anziehungskraft der D-Mark war der Yen für einige Zeit von den politischen Unsicherheiten im Lande betroffen und durch die Auffassung beeinträchtigt, daß die Preise einiger inländischer Kapitalanlagen im Vergleich zum Ausland zu hoch geworden waren. Obwohl die japanischen Behörden fortfuhren, heftig an den Devisenmärkten zu intervenieren, zögerten sie anscheinend aus Furcht vor einer übermäßigen Preisreaktion bei diesen Anlagewerten, die Leitzinsen anzuhängen. Als dann der Diskontsatz am 20. März schließlich – diesmal um einen





ganzen Prozentpunkt – angehoben wurde, verlieh die Reaktion des Marktes dem Yen keine Stütze.

Das *Pfund Sterling* profitierte während der ersten Monate des Jahres 1989 weiterhin von dem hohen britischen Zinsniveau. Diese Situation war jedoch nicht von Dauer. Entwicklungen in anderen Währungen während dieser Zeit zeigten einige der Risiken auf, die Investitionen in Währungen mit hohen Zinssätzen und hoher Inflationsrate mit sich bringen. Zunehmender inflationärer Druck in Großbritannien und eine sich stark verschlechternde Leistungsbilanz begannen allmählich die Haltung der Anleger zu beeinflussen. Das Pfund kam so im Mai unter Abwertungsdruck, und die britischen Währungsbehörden reagierten, indem sie einen Anstieg des Basiszinses der Geschäftsbanken von 13% auf 14% herbeiführten und an den Devisenmärkten intervenierten. Die Lage stellte sich jedoch insofern etwas neuartig dar, als der Staatshaushalt einen sehr großen Überschuß aufwies. Der damalige Finanzminister wähnte sich daher in der Lage, das Zahlungsbilanzdefizit als ein auf den Privatsektor beschränktes Problem zu betrachten, das sich im Zeitablauf automatisch korrigieren werde. Er bestand jedenfalls darauf, daß es keine Lösung sei, den Wechselkurs absinken zu lassen.

Pfund Sterling kommt unter Druck ...

Sein Nachfolger hatte offensichtlich eine etwas andere Sicht der Dinge. Obwohl die britischen Behörden Anfang Oktober dem Beispiel der Deut-

... trotz höherer Zinssätze

schen Bundesbank folgten und die Zinsen wieder um einen ganzen Prozentpunkt hinaufsetzten, ließ man das Pfund während des vierten Quartals deutlich schwächer werden, so daß es zwischen Ende September und Ende Dezember gegenüber der D-Mark mehr als 11% an Wert verlor. Es bestand weiterhin Sorge über die künftige britische Inflationsentwicklung, das hohe außenwirtschaftliche Defizit und die offensichtliche Uneinigkeit innerhalb der Regierung über einige grundlegende politische Fragen. Die Behörden intervenierten zeitweilig zur Stützung des Pfundes, als die Währung gegenüber der D-Mark historische Tiefstwerte erreichte. Anfang 1990 verringerte sich der Druck, als der neue Schatzkanzler die Entschlossenheit der Behörden im Kampf gegen die Inflation betonte, und die Außenhandelsdaten zeitweilig besser ausfielen. Im März erlitt jedoch das Pfund einen erneuten Schwächeanfall, der es zeitweilig auf neue nicht viel über DM 2,70 gelegene historische Tiefstwerte sinken ließ, bevor es sich dann im April mehr oder weniger stabilisierte. Die Gemeindebehörden hatten seinerzeit damit begonnen, die Höhe der neuen Kopfsteuer („poll tax“) festzulegen, was infolge der heftigen öffentlichen Ablehnung dieser neuartigen Steuer politische Unsicherheit hervorrief.

Nach einer Periode der Stärke verlor der *australische Dollar* im Februar letzten Jahres nach der Veröffentlichung enttäuschender Leistungsbilanzdaten stark an Wert. Selbst unter diesen Bedingungen waren die Anleger wiederum der Versuchung ausgesetzt, der Rendite zuliebe das Wechselkursrisiko auf sich zu nehmen, da die Zinsdifferenz zum US-Dollar weiterhin zunahm. Um jedoch eine weitere Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsposition des Landes und der Leistungsbilanz zu verhindern, waren die Behörden einem erneuten Anstieg der Währung wenig zugeneigt, so daß die australische Zentralbank – nach einem steilen Kursanstieg des australischen Dollars im August – im September bei Interventionen gegen die Währung zu beobachten war. Die zunehmende Stärke der D-Mark kam dann dem Bestreben der Behörden, ein Wiedererstarken des australischen Dollars zu vermeiden, weitgehend entgegen. Gegenüber dieser Währung verlor der australische Dollar von Mitte September 1989 bis Mitte Mai dieses Jahres nahezu 20% an Wert.

Erfolgreiche  
Eindämmung  
der Stärke  
des australischen  
Dollars

Der *Schweizer Franken* durchlief im Frühjahr 1989 eine plötzliche und unerwartete Schwächeperiode, die jedoch Ende Mai im Gefolge des Wechsels der Schweizerischen Nationalbank zu einem täglich variablen Lombardsatz weitgehend wieder wettgemacht wurde. Die Maßnahme bewirkte einen steilen Anstieg der Schweizer-Franken-Zinssätze, und die Währung verweilte während des Sommers gegenüber der D-Mark innerhalb einer Spanne von ungefähr 86–87 Rappen, die nach wie vor etwas unter dem Kursniveau vom Anfang des Jahres lag.

Ungewöhnliche  
Schwäche  
des Schweizer  
Frankens ...

Ab Oktober erlebte der Schweizer Franken eine zweite und gegenüber der D-Mark noch ausgeprägtere Schwächeperiode, die ihn in der ersten Woche des Januars 1990 auf einen Tiefstand sinken ließ, der 8% unter seinem Niveau vor Jahresfrist lag und damit der niedrigsten Notierung seit Mai 1981 entsprach. Die Schweizerische Nationalbank hatte bereits im Dezember reagiert, indem sie den flexiblen Lombardsatz auf 2 Prozentpunkte über den

... und  
politische Gegen-  
maßnahmen



Tagesgeldsatz anhub. Die Schweizer Zinssätze zogen in der Folge beträchtlich an und stiegen am kurzen Ende weit über die entsprechenden Sätze für US-Dollar- und DM-Anlagen – eine noch nie dagewesene Situation. Dadurch konnte der Schweizer Franken in der Folge allmählich seine früheren Verluste wettmachen, und Mitte Mai hatte er gegenüber der D-Mark wieder das Niveau von Anfang 1989 erreicht. In Anbetracht der klar über dem deutschen Niveau liegenden Inflationsrate und der im übrigen Europa, Ost wie West, stattfindenden Entwicklungen scheint der Schweizer Franken zeitweise etwas von seinem früheren Sonderstatus verloren zu haben. Mit der Straffung der Geldpolitik konnte zwar sein vorheriger Rückgang gegenüber der D-Mark umgekehrt werden, doch nur auf Kosten von für Schweizer Verhältnisse ungewöhnlich hohen Zinsen.

### Längerfristige Betrachtungen

Seit Ende 1988 haben die Veränderungen der *nominalen* Wechselkurse zumindest einiger wichtiger Währungen diese näher an das Kursgefüge herangeführt, das zur Zeit des Louvre-Abkommens im Februar 1987 vorherrschte. Das trifft vor allem für den Yen zu, der gegen Ende 1988 in Relation zum Dollar ungefähr 25% über seinem „Louvre-Niveau“ stand und bis Mitte Mai dieses Jahres auf dieses Niveau zurückgefallen ist. Im selben Zeitraum veränderte sich der Dollarkurs des Pfundes von fast 20% auf 10% über seinem Wert vom Februar 1987. Die D-Mark, die bis Mitte 1989 gegenüber dem Dollar auf einen etwa 10% unter dem „Louvre-Niveau“ liegenden Wert abgesunken war, kehrte im November auf dieses Niveau zurück und notierte Mitte Mai dieses Jahres fast 12% darüber.

Rückkehr  
zu den nominalen  
Wechselkursen  
von Anfang  
1987 ...

Ungeachtet der Frage, ob das nominale Wechselkursgefüge, das zur Zeit des Louvre-Abkommens vorherrschte, noch angemessen ist, muß zugleich festgehalten werden, daß sich die Lage bei den *realen effektiven* Wechselkursen nicht in der gleichen Weise präsentiert, wie aus der Grafik auf Seite 214 ersichtlich wird. Es stimmt zwar, daß der reale effektive Wert der D-Mark beachtlich stabil war, während der zuletzt erfolgte leichte Anstieg über das „Louvre-Niveau“ in Anbetracht des weiterhin hohen deutschen Außenhandelsüberschusses und der Ereignisse in Osteuropa angemessen erscheint. Ähnlich stellt sich die nach einer Festigung zum Jahresanfang 1989 in der zweiten Jahreshälfte erfolgte Rückkehr des Dollars auf ein etwas niedrigeres reales Niveau in Anbetracht des beharrlichen US-Leistungsbilanzdefizits als eine Bewegung in die richtige Richtung dar. Andererseits fiel der Kursrückgang des Pfundes seit Anfang 1989 real gerechnet recht bescheiden aus, während der Yen von einem realen Wechselkurs Anfang 1988 von fast 10% über dem „Louvre-Wert“ bis zum April des laufenden Jahres auf ein fast 20% unter „Louvre“ liegendes Niveau fiel.

... aber reale  
Unterbewertung  
des Yen

Was kann nun angesichts dieses Gesamtbildes des Devisenmarktgeschehens über die Erfahrungen der vergangenen drei Jahre im Hinblick auf den Versuch, größere Wechselkursstabilität zu erreichen, gesagt werden? Zuerst muß festgehalten werden, und ein Blick auf die Grafiken auf den Seiten 210 und 214 zeigt dies, daß die gegenwärtige Nähe der nominalen Wechselkurse zum „Louvre-Niveau“ gleichwohl nur das Nettoergebnis recht großer und

Begrenzter Erfolg des Louvre-Abkommens bei der Verringerung von Wechselkursschwankungen

oftmaliger zwischenzeitlicher Fluktuationen ist. Darüber hinaus unterzeichnen die aufgetretenen Bewegungen den Druck, der auf den Devisenmärkten während dieser Periode geherrscht hat, da diesem oftmals durch umfangreiche offizielle Devisenmarktinterventionen begegnet wurde. Trotzdem waren die maximalen Ausschläge der Wechselkursschwankungen seit Anfang 1987 eindeutig geringer als in der vorhergehenden Periode freischwankender Wechselkurse, während die zuletzt beobachtete Entwicklung der Weltwirtschaft keine Hinweise dafür liefert, daß Wechselkursschwankungen das kräftige Wirtschaftswachstum entscheidend behindert hätten. Trotz dieser Feststellung kann natürlich nicht ausgeschlossen werden, daß ein zunehmend instabiles Wechselkursgefüge sich irgendwann nachteilig auswirken könnte, wie die Theorie nahelegt.

Destabilisierende Wirkungen der Stabilisierung nominaler Wechselkurse auf die internationalen Kapitalbewegungen

Ein auffälliges Merkmal der Wechselkursbewegungen seit Februar 1987 war, daß einige Länder trotz relativ hoher Inflationsraten und sich verschlechternder Leistungsbilanzen zeitweilig starke Währungen hatten. Bei auch nur vorübergehendem Fehlen größerer Wechselkursängste übte das in diesen Ländern hohe Nominalzinsniveau eine starke Anziehungskraft auf ausländisches Kapital aus. Die daraus resultierenden Zuflüsse führten zu beträchtlichen Wechselkurssteigerungen, die sowohl die Schwere des binnenwirtschaftlichen Inflationsproblems überdeckten als auch eine akkommodierendere Haltung der heimischen Geldpolitik begünstigten, gleichzeitig aber zu einer weiteren Verschlechterung der Grundtendenz der Leistungsbilanz beitrugen. Solche Entwicklungen, bei denen die Anhebung des gegenwärtigen Wechselkursniveaus durch ihre makroökonomischen Auswirkungen dazu beiträgt, gleichzeitig den längerfristigen Gleichgewichtswert der Währung zu verringern, können zur Entstehung größerer Wechselkursverzerrungen und längerfristiger Zahlungsbilanzungleichgewichte führen, die den Keim zukünftiger Instabilitäten und wirtschaftspolitischer Störfälle in sich tragen.

Wachsende Gefahr einer Fehlentwicklung der realen Wechselkurse

Es stellt sich auch die Frage, ob in Anbetracht der makroökonomischen und politischen Entwicklungen, die in der Zwischenzeit stattgefunden haben, ein Wechselkursgefüge, das dem zur Zeit des Louvre-Abkommens vorherrschenden entspricht, noch angemessen ist. So ist z.B. der reale Wechselkurs der D-Mark, bereinigt um den Inflationsunterschied auf der Basis der Lohnstückkosten, sowohl im gewogenen Durchschnitt als auch bilateral zum Dollar, derzeit nicht viel höher als zur Zeit des Louvre-Abkommens. Gleichzeitig hat sich der deutsche Leistungsbilanzüberschuß trotz einer kräftigen Inlandsnachfrage erhöht. Das wirft die Frage auf, ob nicht eine weitere reale Aufwertung der D-Mark wünschenswert wäre. Ähnliches gilt für den Yen, der sich im Vergleich zum „Louvre-Niveau“ real erheblich abgewertet hat. Obwohl sich der japanische Leistungsbilanzüberschuß seit 1987 ebenfalls stark verringert hat, besteht das Risiko, daß er sich bei einem Fortbestehen des jüngsten Wechselkursniveaus wieder auszuweiten beginnt.

Devisenmarktinterventionen: ihre theoretische Funktion und ...

Schließlich steht noch die Frage der Funktion und Zweckmäßigkeit offizieller Devisenmarktinterventionen während der vergangenen drei Jahre im Raum. Natürlich war die Bereitschaft der Währungsbehörden, an den Devisenmärkten zur Kursstabilisierung zu intervenieren, ein wichtiger Teil des Louvre-Abkommens. Der Grundgedanke war jedoch, daß diese erklärte





Bereitschaft der Behörden zu Interventionen, durch entsprechende wirtschaftspolitische Veränderungen abgesichert, selbst einen stabilisierenden Einfluß auf die Devisenmärkte ausüben und dadurch die Notwendigkeit tatsächlicher Interventionen verringern sollte. Statt dessen wurde die Entschlossenheit der Behörden, das vorherrschende Wechselkursgefüge zu verteidigen, während der letzten drei Jahre wiederholt und ernstlich von den Märkten getestet. Ein beispiellos großes Interventionsvolumen und das Fortbestehen erheblicher Wechselkursschwankungen – wenn auch mit etwas verringerten Ausschlägen – deuten darauf hin, daß der Stabilisierung der Märkte nur ein Teilerfolg beschieden war.

Auch wenn es recht wahrscheinlich ist, daß der Kursrückgang des Yen während der abgelaufenen fünfzehn Monate ohne starke offizielle Devisenmarktstützung noch ausgeprägter gewesen wäre, gab es darüber hinaus Anzeichen dafür, daß die Wirkung der Interventionen nachzulassen begann und daß zumeist ein Mehr an Interventionen notwendig war, um das gleiche Ergebnis zu erreichen. Gleichzeitig nahmen die abgestimmten offiziellen Interventionen im vergangenen Jahr dadurch neue Dimensionen an, daß die US-Behörden wiederholt eine führende Rolle bei der Bestimmung des Zeitpunkts und Ausmaßes übernahmen und daß aggressivere Strategien wie Verkäufe bei fallendem Markt, Interventionen auf Auslandsmärkten und abgestimmte, fortlaufende Interventionen rund um die Uhr eingeschlagen wurden.

Ein Grund für die etwas eingeschränkte Wirkung der offiziellen Interventionen im letzten Jahr war wahrscheinlich, daß die Behörden nicht immer ein Bild völliger Übereinstimmung vermittelten. Da die meisten Länder sich mehr Gedanken über eine Überhitzung der Wirtschaft und die Inflation und weniger über eine Rezession machten, gab es keine vollständige Symmetrie

... ihre Grenzen in der Praxis

Gewisse Anzeichen fehlender Übereinstimmung

der Interessen, und kein Land wollte einen wirklich schwachen Wechselkurs. Ohne das Heraufbeschwören der Gefahr einer beträchtlichen Korrektur nach unten dürfte es jedoch sehr schwer sein, die Aufwertung einer Währung zu stoppen, vor allem wenn die nominalen Zinsdifferenzen zu ihren Gunsten bestehen. Darüber hinaus tendierten einige offizielle Kreise dahin, Interventionen sehr geringe Erfolgchancen einzuräumen, solange das Zinsgefälle sehr hoch bleibt. Diese Überlegung ist jedoch nur dann richtig, wenn die Interventionen die Wechselkurserwartungen nicht beeinflussen können, was jedoch natürlich ihr Hauptzweck ist. Als letztes kommt hinzu, daß sich den Märkten zeitweilig nicht nur ein Bild unvollständiger Übereinstimmung in den Ansichten der Länder untereinander bot, sondern daß sie auch innerhalb der einzelnen Länder stark in die Öffentlichkeit getragene Meinungsverschiedenheiten zwischen den Behörden über die zu verfolgende Wechselkurs- und Zinspolitik beobachten konnten.

Andererseits haben sich die makroökonomischen Entwicklungen im abgelaufenen Jahr im großen und ganzen in die richtige Richtung entwickelt, wobei die wirtschaftspolitische Koordination einen Teil des Verdienstes für sich in Anspruch nehmen kann. Während sich die US-Wirtschaft beträchtlich verlangsamte, liefen die deutsche und die japanische auf vollen Touren, und die negativen Zinsdifferenzen gegenüber den USA verringerten sich oder verschwanden überhaupt. Daher kann bezweifelt werden, daß nur fehlende Glaubwürdigkeit und unvollständige Zielkongruenz erklären, warum im vergangenen Jahr offizielle Devisenmarktinterventionen nicht einen stärkeren Einfluß auf die Stimmung am Devisenmarkt ausgeübt haben. Nach fast dreieinhalb Jahren Erfahrung mit dem Louvre-Abkommen könnte es vielmehr an der Zeit sein, die offiziellen Wechselkursstrategien und die internationale wirtschaftspolitische Koordination einer neuen Prüfung zu unterziehen und über Wege nachzudenken, ihre Kohärenz und Wirksamkeit zu verbessern.

Überdenken der Wechselkursstrategien notwendig?

#### *Entwicklungen im Europäischen Währungssystem (EWS)*

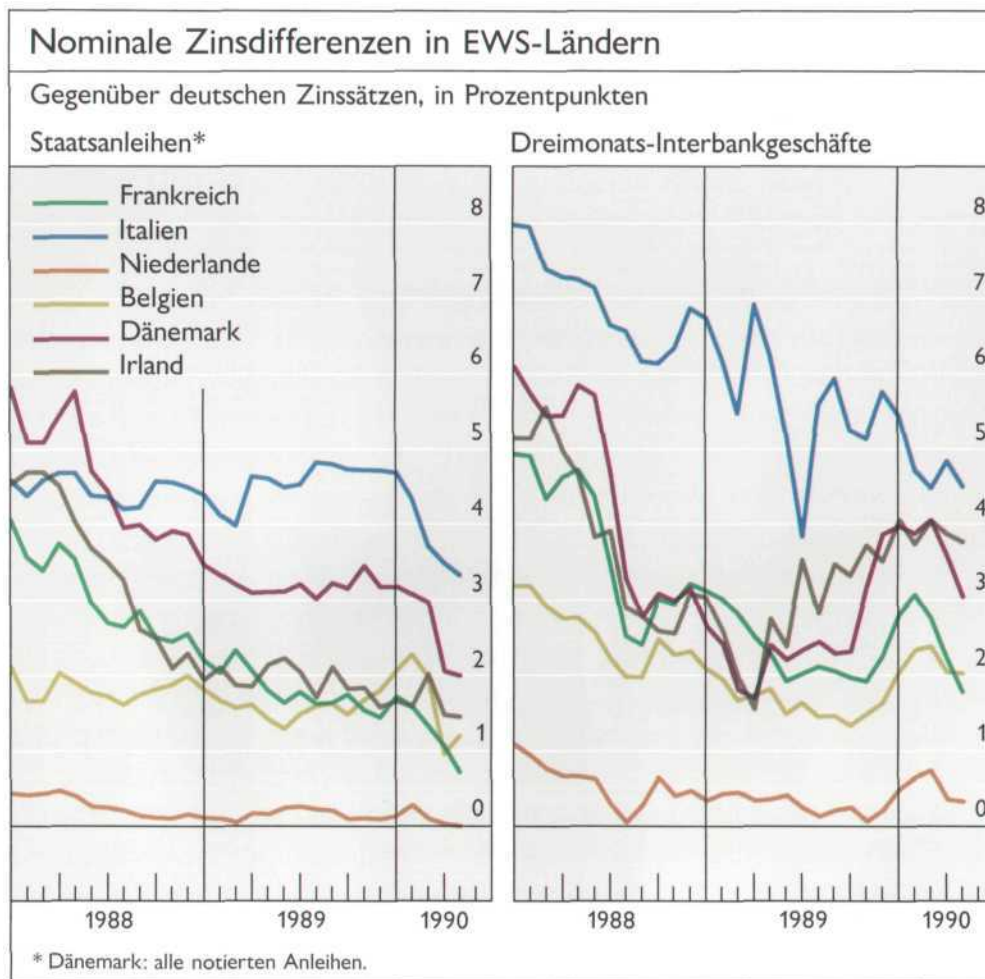
Relative Ruhe im EWS-Wechselkursmechanismus ...

Die im letzten Jahresbericht erwähnte relative Ruhe im EWS-Wechselkursmechanismus hielt trotz der fortgesetzten Liberalisierung der Devisenbeschränkungen in Frankreich, Italien und Irland, der Aufhebung des Systems gespaltenen Devisenmärkte in Belgien-Luxemburg, des weiterhin hohen deutschen Leistungsbilanzüberschusses und der während der letzten Monate des Jahres 1989 starken D-Mark über weite Strecken der Beobachtungsperiode an. Maßgeblich zu diesem Ergebnis haben wohl die frühere Stärke des US-Dollars und das deutliche Bestreben der französischen Behörden beigetragen, jede Veränderung im bilateralen DM/FF-Leitkurs zu verhindern, was die Absenkung der französischen Inflationsrate auf das deutsche Niveau erleichterte. Der Vertrauensbonus dieses im letzten Jahr erreichten weiteren Fortschritts zu wirtschaftlicher Konvergenz bestand in dem weiteren Abflachen des Gefälles zwischen den langfristigen Zinsen in Frankreich und denen in Deutschland und darin, daß Frankreich im Frühjahr 1990 die Leitzinsen senken konnte, obwohl die Zinsen in Deutschland nach oben tendiert hatten.

... als Folge der fortgesetzten wirtschaftlichen Konvergenz

Ein weiteres Merkmal der ersten Hälfte der Berichtsperiode war die anhaltende allmähliche Aufwertung der italienischen Lira bis Ende Juli 1989,





als sie die obere Grenze des engen Bandes durchstieß. Fortdauernde Interventionen der italienischen Notenbank gegen die Lira schienen den ersten Hinweis für die Absicht der Behörden zu liefern, das der Lira zugestandene weite Wechselkursband aufzugeben. Diese Absicht wurde am 5. Januar dieses Jahres zur Realität. Der gewählte Zeitpunkt ermöglichte es jedoch, daß noch vor dem Inkrafttreten der neuen Regelung eine nach unten gerichtete Anpassung der Lira innerhalb des weiten Bandes vorgenommen werden konnte. So vermieden es die italienischen Behörden mit Bedacht, vielen anderen europäischen Ländern zu folgen, als diese am 5. Oktober 1989 ihre Leitzinsen anhoben. Als Folge bewegte sich die Lira zwischen Mitte September und Ende des Jahres von ungefähr 1,5% über der Mitte des Kursbandes auf fast 3% unter die Mitte. Daher verlief die nachfolgende Leitkursanpassung reibungslos. Der neue Leitkurs der Lira, der eine Abwertung um 3,7% gegenüber den bilateralen Leitkursen aller anderen am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Währungen implizierte, wurde nahe dem zu diesem Zeitpunkt gültigen Marktkurs festgelegt, so daß das untere Ende des neuen engen Wechselkursbandes dem des früheren weiteren Bandes entsprach. Gleich nach der Anpassung bewegte sich die Lira zum oberen Ende des neuen Bandes.

Italienische Lira  
im engeren  
EWS-Band

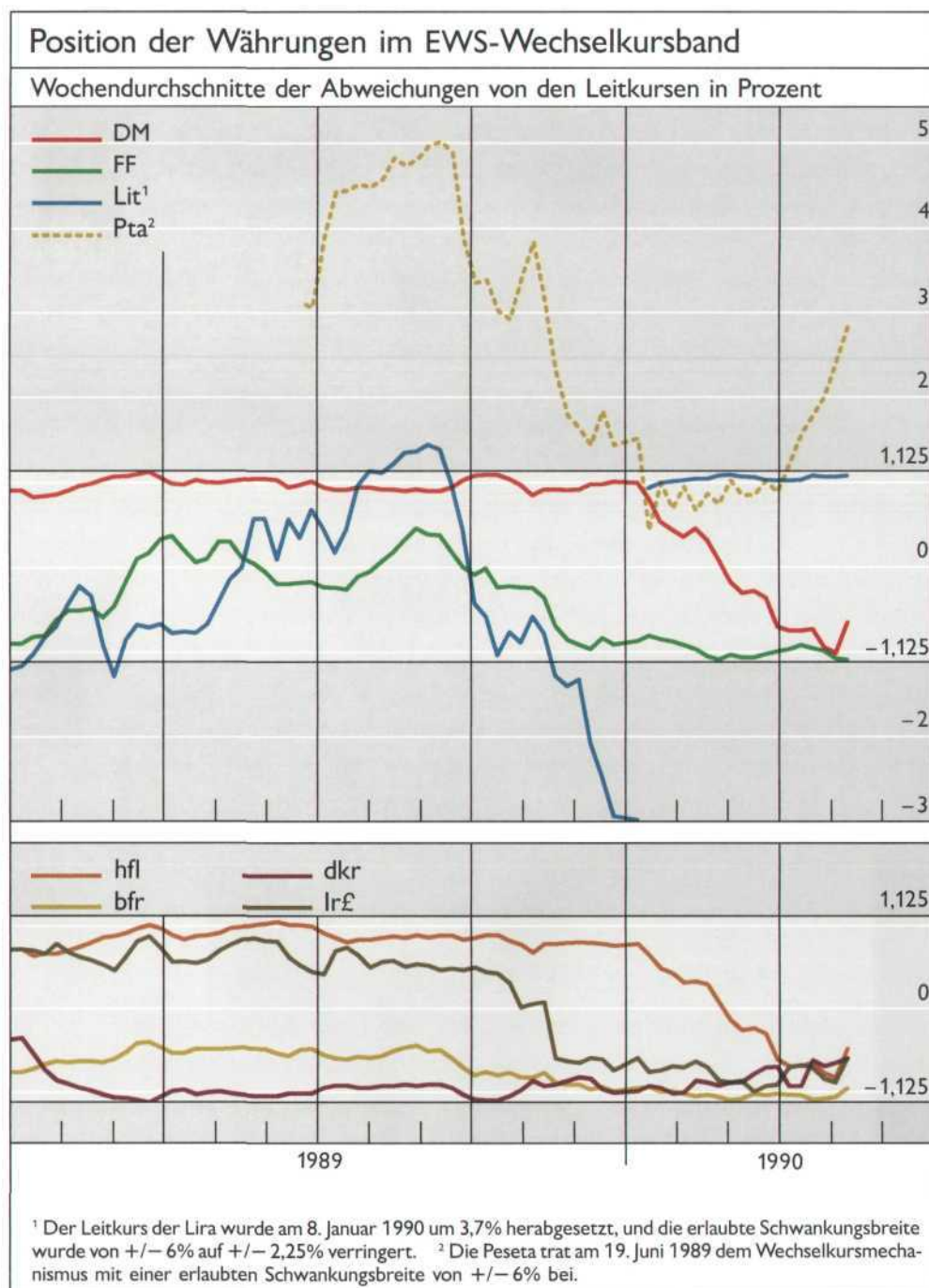
Ein weiteres erwähnenswertes Ereignis war die Entscheidung Spaniens, am 19. Juni 1989 die Peseta am Wechselkursmechanismus teilnehmen zu

Peseta im EWS-Wechselkursmechanismus

Vorübergehende Spannungen infolge ausgeprägter Stärke der D-Mark ...

lassen. Einige Zeit hindurch erwies sich die spanische Währung angesichts des Leitkurses, der für den Beitritt gewählt worden war, als sehr stark; Mitte August erreichte sie ihre höchstmögliche Abweichung von 6% gegenüber der schwächsten Währung des Systems, der dänischen Krone.

Der abgestimmte Versuch, den Dollar im Gefolge der Treffen von IWF und Siebenergruppe im September auf ein niedrigeres Niveau zu führen, war von aufkommenden Spannungen im EWS und dem Gerücht einer Leitkursanpassung begleitet. Im Oktober war die Dänische Nationalbank genötigt, heftig zur Unterstützung der Krone zu intervenieren, da diese gegenüber der D-Mark auf ihren unteren Grenzwert gefallen war, und sie erhöhte am Monatsende die Leitzinsen. Zu diesem Zeitpunkt hatte sich auch die spanische





Peseta stark abgeschwächt und fiel auf ein Niveau, das etwas über der oberen Grenze des engen Bandes lag. Im November rutschten der französische Franc und das irische Pfund in den unteren Teil des Bandes. Im Laufe des Dezembers veranlaßte die Stärke der D-Mark beträchtliche intramarginale Interventionen, und die französischen und irischen Behörden erhöhten die amtlichen Ausleihungssätze.

Anfang des Jahres 1990, als das Realignment der Lira dazu beitrug, die Erwartung einer generelleren Leitkursanpassung zu dämpfen, wurde das nominale Zinsniveau wieder zu einem bestimmenden Einfluß auf die Kapitalströme, und der Aufwertungsdruck auf die D-Mark flaute ab und kehrte sich schließlich sogar um. Obwohl Kapitalzuflüsse zur Verringerung des italienischen Zinsgefälles beitrugen, blieb die Lira bei weitem die stärkste Währung im engen Kursband, so daß die Währungsbehörden wiederholt in beträchtlichem Ausmaß intervenieren mußten. Diese der Leitkursanpassung folgende feste Haltung der Lira schuf für die italienischen Behörden einen günstigen Hintergrund, vor dem sie sich Mitte Mai in der Lage sahen, alle verbliebenen Devisenbeschränkungen zwei Monate früher als geplant abzuschaffen. Die Lira blieb – dadurch unbeirrt – an der Obergrenze des Kursbandes. Nach der Beseitigung der Devisenkontrollen bei Kapitalzuflüssen wertete sich die Peseta – unter den Verbundwährungen des EWS diejenige mit dem höchsten Zinsniveau – im Laufe des April und Mai stark ab.

... Erholung  
der Lira ...

In ähnlicher Weise wurde die frühzeitige Beseitigung aller verbliebenen französischen Devisenbeschränkungen Anfang 1990 vom Markt als ein positives Zeichen gewertet. Der abwärtsgerichtete Druck auf den französischen Franc ebnete schnell ab, und die Behörden waren in der Lage, Reserven zurückzukaufen, als die Währung gegenüber der D-Mark, die sich inzwischen vom oberen Ende des EWS-Kursbandes wegbewegte, an Stärke zulegte. Im März und April konnten die französischen Behörden aufgrund des Verschwindens der Inflationsdifferenz zwischen Frankreich und Deutschland niedrigere offizielle Ausleihungssätze ankündigen, ohne daß sich dies auf den FF/DM-Wechselkurs auswirkte. Tatsächlich glitt die D-Mark in den ersten vier Monaten des Jahres 1990 trotz der sich verringernden Zinsdifferenzen und wiederholter, umfangreicher Interventionskäufe einiger Partnerländer das EWS-Band hinab und gesellte sich Anfang Mai vorübergehend zu den Währungen Frankreichs und Belgiens, die nahe an der Untergrenze lagen.

... und des fran-  
zösischen Franc  
Anfang 1990

## Goldgewinnung und Goldmarkt

Im Jahr 1989 schnellte das Goldangebot um über 25% auf 2 190 t in die Höhe; dies war das höchste Niveau seit den frühen sechziger Jahren. Die wichtigste Ursache für diesen großen Anstieg war der deutliche Umschwung bei den offiziellen Transaktionen, aber es gab auch eine weitere Erhöhung der Ausstoßmengen westlicher Minen und zunehmende Verkäufe durch die Sowjetunion, China und einige osteuropäische Länder. Obwohl die Goldnachfrage für Schmuck und andere industrielle Zwecke lebhaft blieb, reichte sie in Anbetracht solch reichlichen Angebots nicht aus, um während der ersten

Starker Anstieg  
des Gold-  
angebots  
an den Märkten

neun Monate des Jahres einen Preisrückgang zu verhindern, zumal der starke Dollar die Nachfrage nach Gold für Anlagezwecke während dieser Periode tendenziell bremste. Im Herbst wirkten dann eine leichte Abschwächung des Dollars, Perioden der Unruhe an den Finanzmärkten und die durch die tiefgreifenden Veränderungen in Osteuropa hervorgerufene Unsicherheit zusammen, um das Interesse der Investoren wieder zu wecken, und der Goldpreis in Dollar erholte sich zunächst stark, um dann im Frühjahr 1990 erneut zurückzufallen.

Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)					
Position	1985	1986	1987	1988	1989
	Tonnen				
Goldgewinnung	1 235	1 295	1 385	1 550	1 655
Andere Anbieter <sup>1</sup>	250	400	300	260	300
Veränderung der offiziellen Goldbestände durch Markttransaktionen <sup>2</sup> (geschätzt; – = Zuwachs)	–165	–10	95	–240	185
Goldausleihungen (netto)			70	150	50
Insgesamt (= nichtmonetäre Verwendung, geschätzt)	1 320	1 685	1 850	1 720	2 190

<sup>1</sup> Sowjetunion, China, Nordkorea und einige osteuropäische Länder. <sup>2</sup> Die Veränderungen der südafrikanischen Goldreserven blieben bei der Entwicklung der offiziellen Goldbestände in dieser Tabelle unberücksichtigt, da sie nach allgemeiner Ansicht vornehmlich die Durchführung oder Auflösung von Goldswaps zwischen der südafrikanischen Notenbank und den Geschäftsbanken in anderen Ländern widerspiegeln.

Kräftige  
Zunahme der  
Fördermengen  
außerhalb  
Südafrikas

Im Jahr 1989 stieg die Produktion in den meisten Hauptförderländern mit Ausnahme Südafrikas weiter an. Insgesamt belief sich die westliche Erzeugung auf 1 655 t, nach 1 550 t im Jahr 1988. Die größte Ausweitung gab es in den Vereinigten Staaten, Australien und Kanada. In Australien erhielt die Förderung durch die Aussicht auf die Erhebung einer Steuer auf die Gewinne der Minengesellschaften im Jahr 1991 besonderen Antrieb. Zusammengekommen produzieren diese drei Länder nunmehr genausoviel Gold wie Südafrika, wohingegen ihre Gesamtförderung noch zu Beginn des Jahrzehnts nicht mehr als ungefähr 15% der Förderung Südafrikas betrug.

Hohe  
Goldverkäufe der  
Sowjetunion

Die dramatischen Ereignisse in Osteuropa haben im abgelaufenen Jahr sowohl die Goldnachfrage als auch das Goldangebot beeinflusst. Teilweise infolge der Sorge hinsichtlich des realen Wertes von auf Rubel lautenden Forderungen stieg in der Sowjetunion die Binnennachfrage nach Gold stark an. Die für private inländische Käufe, vor allem in Form von Schmuck, vorhandenen Mengen reichten jedoch nicht aus, die tatsächliche Nachfrage zu befriedigen, die trotz eines deutlichen Anstiegs des behördlich festgesetzten Preises lebhaft blieb. Die Goldverkäufe der Sowjetunion auf den westlichen Märkten nahmen zu, einerseits wegen des drückenden Devisenbedarfs, andererseits weil – dem Vernehmen nach – von sowjetischen Exporteuren geschriebene Kaufoptionen ausgeübt wurden, als der Marktpreis gegen Jahresende vorübergehend anstieg. Auch aus China und den kleineren Ländern Osteuropas kam etwas Gold auf den Markt. Zusammengekommen



kann das Angebot aus diesen verschiedenen Quellen für 1989 auf ungefähr 300 t geschätzt werden.

In deutlichem Kontrast zu 1988, als offizielle Stellen beträchtliche Mengen Gold erwarben, verringerten diese 1989 ihre Bestände um ungefähr 185 t. Der Großteil wurde den Währungsreserven der Länder entnommen, während die Goldbestände der internationalen Institutionen nur geringfügig abnahmen. Darüber hinaus war die Veräußerung von Währungsgold nicht auf die Industrieländer beschränkt, die in früheren Jahren dazu neigten, ihre Goldbestände per saldo zu verringern, sondern sie fand auch in den Entwicklungsländern statt, die während eines Großteils der achtziger Jahre ihre Goldbestände insgesamt aufgestockt hatten. Den größten Rückgang gab es 1989 in Belgien, das infolge der Anfang des Jahres getroffenen Entscheidung, die Zusammensetzung seiner Währungsreserven zu ändern, sein Währungsgold um 107 t verringerte. Mexiko reduzierte durch Abgabe von über 47 t seine offiziellen Goldbestände um mehr als die Hälfte. Kanada verkaufte 32 t im Einklang mit seiner seit langem bestehenden Politik des schrittweisen Rückführens der Währungsgoldbestände. Österreich übertrug 15 t seiner Reserven an das nationale Münzamt. Kolumbien baute seine Reservebestände um 15 t ab, und die Philippinen meldeten einen Rückgang um 12 t. Die einzige nennenswerte Nettoanreicherung der Goldreserven nahm Spanien mit einer Bestandsvermehrung um 52 t vor, die der Entscheidung folgte, den Anteil des Goldes an den Währungsreserven des Landes näher an den EG-Durchschnitt heranzubringen.

Goldausleihungen, die 1988 das Marktangebot beträchtlich gesteigert hatten, verloren 1989 an Bedeutung. Wegen großer Rückzahlungen früherer Ausleihungen dürfte sich die Nettogoldmenge, die aus dieser Quelle auf den Kassamarkt gelangte, schätzungsweise auf unter 50 t verringert haben, verglichen mit 150 t im Jahr davor.

Die industrielle Nachfrage nach Gold blieb 1989 lebhaft. Weiter steigende Einkommen und die bis zum Ende des Sommers bestehende Goldpreisschwäche unterstützten die bereits starke Nachfrage nach Schmuck vor allem im Fernen Osten und in Europa. In Japan belebte die Umstellung von einer 15prozentigen Luxussteuer auf eine 3prozentige Abgabe im April die Käufe von Schmuck und ähnlichen Goldprodukten. Andererseits belief sich der weltweite Verbrauch von Gold für Münzprägungen nur auf 100 t und lag damit weit unter der Höchstmenge von über 300 t im Jahre 1986.

Die Nachfrage nach Gold für Anlagezwecke scheint 1989 etwas breiter gestreut gewesen zu sein als im vorhergehenden Jahr, als diese Käufe sehr stark auf den Fernen Osten konzentriert waren. Nach einer Phase offenkundiger Indifferenz begannen europäische und nordamerikanische Anleger gegen Ende des Jahres erneutes, wenn auch nur vorübergehendes Interesse am Gold zu zeigen. Die von Taiwan bekanntgegebenen nichtmonetären Importe beliefen sich auf 160 t, verglichen mit über 170 t im Jahr 1988. Die Einfuhr nach Japan war mit 287 t ebenfalls etwas niedriger als ein Jahr zuvor, obwohl amtlicherseits entschieden worden war, daß japanische Versicherungsgesellschaften – Lebensversicherungen ausgenommen – bis zu 3% ihrer Aktiva in Gold investieren dürfen. Andererseits nahmen japanische Käufe von goldbe-

Beträchtliche  
Goldverkäufe  
von offizieller  
Seite

Abnehmende  
Bedeutung von  
Gold-  
ausleihungen

Weiterhin leb-  
hafte industrielle  
Nachfrage

Vorübergehend  
breiter gestreute  
Nachfrage zu  
Anlagezwecken

Weltgoldgewinnung								
Land	1953	1970	1980	1985	1986	1987	1988	1989
	Tonnen							
Südafrika	371	1 000	675	672	640	607	621	608
Anteil an der Weltgoldgewinnung	49,1	78,6	70,2	54,4	49,4	43,9	40,0	36,8
USA	61	54	31	80	118	155	201	259
Australien	33	20	17	59	75	111	157	197
Kanada	126	75	52	90	106	117	135	158
Brasilien	4	9	35	72	67	84	100	97
Philippinen	15	19	22	37	39	40	39	37
Papua-Neuguinea	0	1	14	31	36	34	37	34
Kolumbien	14	7	17	26	27	33	33	31
Chile	4	2	9	21	22	21	25	26
Zimbabwe	16	15	11	15	15	15	15	16
Venezuela	1	1	1	12	15	16	20	15
Japan	7	8	7	9	14	14	14	11
Andere Länder	103	62	71	112	122	136	154	164
Weltgoldgewinnung <sup>1</sup>	755	1 273	962	1 236	1 296	1 383	1 551	1 653
Nachrichtlich:	US-Dollar pro Unze (Jahresdurchschnitt)							
Goldpreis								
zu laufenden US-Dollars	35,00	35,94	612,76	317,30	367,59	446,63	437,09	381,54
zu konstanten US-Dollars <sup>2</sup>	35,00	24,78	199,03	78,96	89,77	105,21	98,93	82,38

<sup>1</sup> Ohne die Sowjetunion, die anderen osteuropäischen Länder, China und Nordkorea. <sup>2</sup> Deflationiert mit dem Index der US-Verbraucherpreise (1953 = 100).  
Quelle: Gold Fields Mineral Services Ltd. (London).

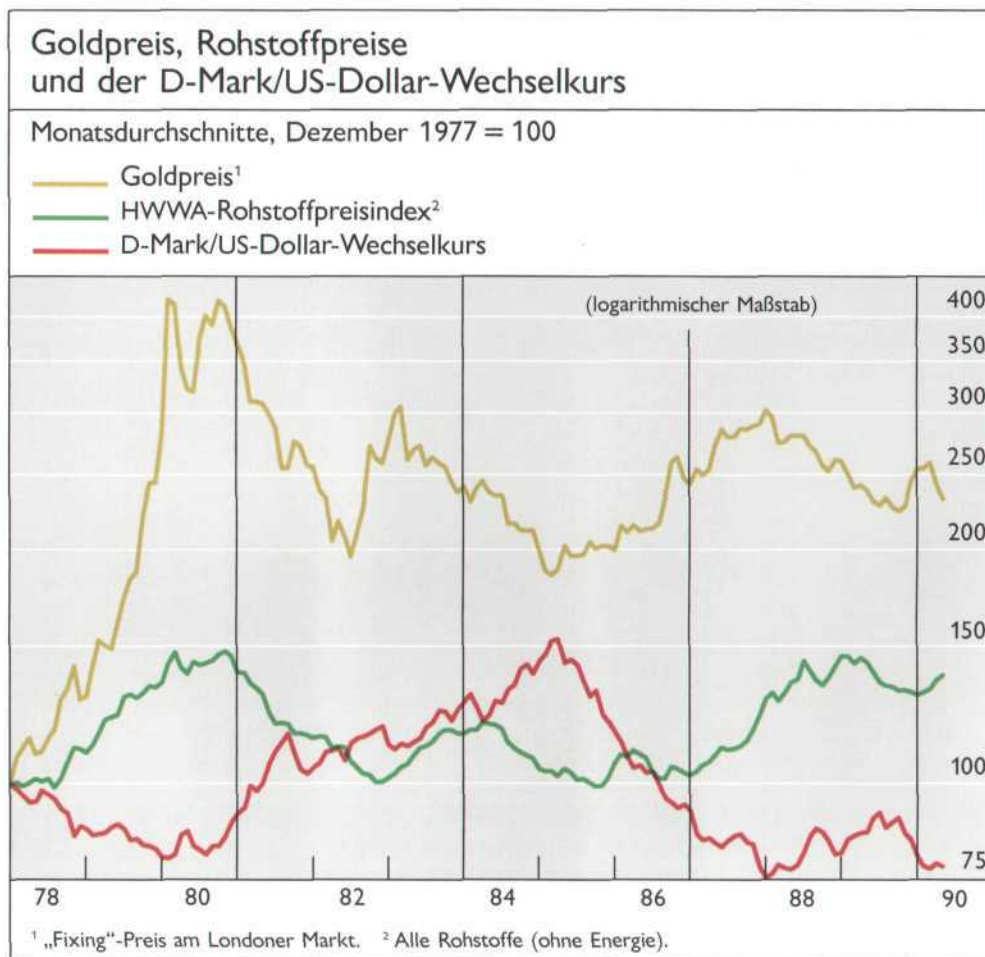
zogenen Finanzinstrumenten einen kräftigen Aufschwung. Durch weniger strenge Einschußverpflichtungen, Änderungen der Marktusancen und den Kursrückgang des Yen angeregt, schnellte der tägliche Handel mit Kilo-Gold-Futures an der Warenbörse in Tokio von ungefähr 3000 Kontrakten im September 1989 auf über 100 000 Anfang 1990 hinauf, ging dann jedoch Anfang April auf unter 20 000 Abschlüsse zurück.

Entwicklung  
des Goldpreises

Angesichts der steigenden Preise für Aktien und andere Vermögenswerte, der Stärke des US-Dollars und der zunehmenden Überzeugung, daß die Inflation unter Kontrolle gehalten werden kann, ging der Goldpreis in Dollar während der ersten neun Monate des Jahres 1989 zurück. Nachdem er von einem Fünfjahreshoch von \$ 503 je Feinunze Mitte Dezember 1987 auf ungefähr \$ 410 Ende 1988 gefallen war, gab er bis Mitte September 1989 um weitere 13% nach und erreichte einen Tiefstand von \$ 356. Der Aufschwung, der dann einsetzte, war recht ausgeprägt und trieb den Preis bis Ende November auf fast \$ 418, dem höchsten Niveau des Jahres. Der Umschwung kann auf das Zusammenwirken mehrerer Faktoren zurückgeführt werden. Zu den wichtigsten zählten die Erschütterungen, die ab Oktober die Finanzmärkte ergriffen, die durch die radikalen Veränderungen in Osteuropa hervorgerufene Unsicherheit und die Schwäche des Dollars gegenüber den kontinentaleuropäischen Währungen. Im Zusammenspiel mit einer robusten Nachfrage der Industrie und rückläufigen Beständen der

Vorübergehend  
höhere Notie-  
rungen im  
Herbst 1989





Anbieter steigerten diese Faktoren das Interesse der Investoren und hoben den Goldpreis bis zum Ende des Jahres beinahe auf das Anfang 1989 herrschende Niveau. Die Notierungen während der nächsten Monate waren recht sprunghaft, blieben aber im großen und ganzen innerhalb der Spanne von \$ 400 bis \$ 420. Gegen Ende März 1990 sank hingegen der Preis jäh ab und fiel im Gefolge großer Verkäufe im Nahen Osten, einer neuerlichen Dollarstärke und höherer Zinssätze bis zum Ende des Monats unter \$ 370, um sich dann bis Mitte Mai innerhalb einer Bandbreite von \$ 367 bis \$ 380 zu bewegen.

Seit Mitte der siebziger Jahre hatte der Dollarpreis des Goldes stark geschwankt und 1980 mit \$ 850 einen Höhepunkt erreicht. In der Folge war er dann in einen Handelsbereich von \$ 300 bis \$ 500 zurückgefallen. Obwohl er sich in der Tendenz ungefähr im Gleichklang mit dem Preisindex für Rohstoffe (ohne Energie) bewegte, war die Stärke seiner Ausschläge viel größer. Erwähnenswert ist, daß sich der Rückgang des Goldpreises seit Ende 1987 in einem gewissen Gegensatz zum üblichen zyklischen Muster vor dem Hintergrund einer anhaltend festen Tendenz der Rohstoffpreise vollzog. Ein Teil der Erklärung mag darin liegen, daß seit 1983 eine recht enge inverse Beziehung zwischen dem Dollarpreis des Goldes und der Stärke der US-Währung gegenüber den wichtigsten europäischen Währungen geherrscht hat. Einige der Investoren, die nicht aus dem Dollarbereich kommen, scheinen Gold als eine Alternative zu Dollaranlagen

Wachsende  
Bedeutung des  
Dollars für den  
Goldpreis

zu betrachten und erhöhen ihre Goldkäufe, wenn der Dollar sich abschwächt. Umgekehrt scheint die allmähliche Erholung des Dollars seit 1988 die Nachfrage der Investoren nach Gold gehemmt zu haben.

## Internationale Liquidität

Weiteres welt-  
weites Reserven-  
wachstum 1989

Im Jahr 1989 stieg der Dollargegenwert der Währungsreserven (ohne Gold) um 6% oder \$ 44 Mrd. auf \$ 768 Mrd. Das Wachstum war zwar stärker als 1988, entsprach aber nur einem Bruchteil des außergewöhnlich hohen Anstiegs von 41% im Jahr 1987, als die Währungsbehörden den Großteil des US-Leistungsbilanzdefizits finanziert hatten. Da der Dollar 1989 im Durchschnitt an Wert gewann, war das Reservenwachstum nach Bereinigung um die aus Wechselkursveränderungen resultierenden Bewertungseffekte etwas höher. In SZR gerechnet belief sich die Ausweitung der internationalen Nichtgoldreserven 1989 auf fast 9%, verglichen mit 7% bzw. 21% in den Jahren 1988 und 1987. Wie bereits 1988 hielt das Wachstum der Währungsreserven nicht mit der Expansionsrate des internationalen Handels Schritt, was jedoch den merklichen Anstieg des Verhältnisses der Reserven zum Handelsvolumen der Jahre 1986/87 nur teilweise rückgängig machte. Außerdem haben, wie bereits im letzten Jahresbericht ausgeführt, die fortschreitende Globalisierung der Finanzmärkte und die damit verbundenen externen Finanzierungsmöglichkeiten dazu beigetragen, die allgemeine Bedeutung des Verhältnisses zwischen dem Wachstum der Reserven und dem des internationalen Handels zu reduzieren.

Der Dollargegenwert der Währungsgoldbestände ging im abgelaufenen Jahr um 3% oder \$11 Mrd. auf \$ 375 Mrd. zurück. Diese Verringerung kann

Veränderung der weltweiten Nichtgoldreserven und des Welthandels						
Jahr	Summe der Nichtgoldreserven <sup>1</sup>	Devisen <sup>1, 2</sup>	darunter: US-Dollar <sup>3</sup>	Jährliche Veränderung der weltweiten Nichtgoldreserven		Veränderung des Welthandels in SZR
				in US-Dollar	in SZR	
	Milliarden US-Dollar	Prozent				
1967	35,2	29,4	..			
1973	140,7	122,7	76,2	26,0 <sup>4</sup>	22,1 <sup>4</sup>	14,4 <sup>4</sup>
1980	406,8	309,8	68,0	16,4 <sup>5</sup>	15,5 <sup>5</sup>	18,3 <sup>5</sup>
1981	381,8	288,1	70,6	-6,1	2,8	9,2
1982	360,4	270,8	70,0	-5,6	-0,4	-0,1
1983	376,5	276,1	71,2	4,5	10,1	0,7
1984	395,0	300,8	69,9	4,9	12,1	10,8
1985	440,7	336,5	65,3	11,6	-0,5	2,0
1986	507,3	391,6	68,3	15,1	3,4	-4,9
1987	713,8	565,0	65,1	40,7	21,3	6,8
1988	723,8	595,6	63,2	1,4	6,9	10,3
1989	767,6	645,2	59,1	6,1	8,6	12,7

<sup>1</sup> Ohne die osteuropäischen Länder.
<sup>2</sup> Ohne offizielle Ecu.
<sup>3</sup> Ohne gegen Ecu gewappte Dollars.
<sup>4</sup> Durchschnittliches Wachstum während der Jahre 1967-73.
<sup>5</sup> Durchschnittliches Wachstum während der Jahre 1973-80.



dem 2prozentigen Rückgang des Goldpreises zwischen Ende 1988 und Ende 1989 und einigen amtlichen Nettoverkäufen zugerechnet werden.

Wie bereits in früheren Jahren war die Expansion der Nichtgoldreserven 1989 sehr stark auf die Devisenbestände konzentriert. So überstieg der Devisenzuwachs mit fast \$ 50 Mrd. (ohne offizielle Ecu) das Gesamtwachstum der Nichtgoldreserven. Auf der Basis konstanter Wechselkurse war die Expansion noch stärker (\$ 53 Mrd. oder 9%). Der weitere, starke Anstieg dieser Komponente der internationalen Liquidität brachte 1989 den Anteil der Devisenbestände an den gesamten Nichtgoldreserven auf 84% gegenüber 77% drei Jahre zuvor.

Den bestimmenden Einfluß auf die Struktur und die geographische Verteilung des Wachstums der Devisenreserven übte das Zusammenspiel der Devisenmarkttendenzen mit der Interventionspolitik der großen Industriestaaten aus. Neuartig war im letzten Jahr jedoch die starke Präsenz der Währungsbehörden der Vereinigten Staaten auf den Devisenmärkten. Bei dem Versuch, den Anstieg des Dollars abzuschwächen, kauften die USA große DM- und Yen-Beträge. Das war der Hauptgrund für den Anstieg der US-Devisenreserven um \$ 27,2 Mrd., der die amtlichen Devisenbestände der USA um über 150% zunehmen ließ und für weit mehr als die Hälfte des letztjährigen weltweiten Reservenwachstums verantwortlich war. Folglich sind nunmehr die Devisenreserven der USA mit \$ 44,6 Mrd. die höchsten nach denen Japans, Taiwans und Deutschlands.

Sollte die größere Symmetrie zwischen den Vereinigten Staaten und den anderen Ländern ein dauerhaftes Merkmal der Devisenmärkte werden, würde das wichtige Auswirkungen auf das internationale Währungssystem haben. Einerseits würde die fast automatische Verbindung zwischen Zahlungsbilanzdefiziten der USA oder einer Dollarschwäche und weltweitem Reservenwachstum gelockert. Die Weltwährungsreserven könnten selbst dann zunehmen oder jedenfalls nicht abnehmen, wenn – wie es 1989 der Fall war – der Dollar stark ist und die offizielle Reservebilanz der USA einen Überschuß zeigt. Tatsächlich machte im abgelaufenen Jahr das Wachstum der Währungsreserven der USA den Reservenverlust der Länder wie z.B. Japan und Großbritannien mehr als wett, deren Währungen unter ständigem Abwertungsdruck standen und die daher ihre Dollarreserven beanspruchen mußten. Da andererseits die Vereinigten Staaten ihre Devisenreserven notwendigerweise in Nichtdollarwerten halten, hat die zunehmende Präsenz der USA auf den Devisenmärkten automatisch eine stärkere Bedeutung anderer Währungen und Länder als Reservemedien bzw. -währungszentren zur Folge.

Ein zweiter Grund für die ziemlich starke Expansion der Devisenreserven im abgelaufenen Jahr waren die Interventionen der am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmenden Länder. So haben z.B. die italienischen Behörden angesichts massiver Kapitalzuflüsse ihre Devisenreserven während der ersten neun Monate des Jahres 1989 stark aufgestockt. Die Tatsache, daß derartige Devisenmarktinterventionen im Rahmen des Wechselkursmechanismus weitgehend aus Käufen anderer Währungen als dem Dollar bestehen, d.h. vor allem Währungen anderer Mitgliedsländer wie der D-Mark, führt statt zu einer einfachen Umverteilung der Dollarreserven zwischen den Mitgliedstaa-

Fortgesetzte Zunahme des Anteils der Devisenbestände

Beispiellos große Devisenkäufe durch US-Notenbank ...

... begrenzen den Rückgang der Dollarreserven in anderen Ländern

EWS-Interventionen für starke Zunahme der Nichtdollarreserven mitverantwortlich

ten zu einem Wachstum der Gesamtreserven. So steigen in einer solchen Situation, wie sie gerade geschildert wurde, die DM-Reservebestände Italiens an, während die Dollarreserven Deutschlands nicht zurückgehen und vielleicht sogar anwachsen. Tatsächlich stiegen im letzten Jahr die Devisenreserven Deutschlands (ohne offizielle Ecu) trotz einiger Dollarverkäufe der Zentralbank zur Unterstützung der D-Mark vor allem aufgrund von Zinserträgen auf den Reservenbestand um \$ 5,1 Mrd. an.

Ein dritter wichtiger Einfluß auf das letztjährige weltweite Wachstum der Devisenreserven war die Anhäufung von Reserven durch eine Reihe von Entwicklungsländern und einige kleinere, nicht der Zehnergruppe oder dem EWS-Wechselkursmechanismus angehörende Industrieländer wie z.B. Portugal, die Türkei und Jugoslawien.

Abnahme der  
übrigen Reserve-  
bestände  
infolge ...

Die übrigen Reserven (d.h. ohne Gold und Devisen) gingen im abgelaufenen Jahr um fast \$ 6 Mrd. zurück; von dieser Abnahme beruhten ungefähr \$ 2,3 Mrd. auf Wechselkurseffekten. Die geringe Kontraktion der in offiziellen Ecu gehaltenen Reserven um \$ 0,9 Mrd. erklärt sich zudem mehr als zur Gänze durch den Rückgang des Goldpreises: Der Bestand an offiziellen Ecu wird durch die ständige Erneuerung von Dollar- und Goldswaps auf der Basis marktbezogener Preise erhalten, und 1989 fiel der vom Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ) für Goldswaps verwendete Bezugspreis um ungefähr 7,5%. Zusätzlich fielen trotz des Beitritts des Luxemburgischen Währungsinstituts zum EFWZ die zusammengefaßten Goldreserven der betroffenen Länder geringfügig. Diese Einflußfaktoren wurden teilweise durch die Zunahme der Dollarreserven der Mitgliedsländer und der damit verbundenen Schaffung von Ecu kompensiert.

... verringerter  
Ecu-Swaps ...

... und geringe-  
rer Reserveposi-  
tionen beim IWF

Die Reservepositionen gegenüber dem IWF, die 1988 um 15% gefallen waren, gingen im letzten Jahr um weitere 12% oder \$ 4,6 Mrd. zurück; Saudi-Arabien verzeichnete allein einen Rückgang um \$ 4 Mrd. Dies kann vor allem darauf zurückgeführt werden, daß im vierten aufeinanderfolgenden Jahr die Rückzahlungen von IWF-Krediten (SZR 5,9 Mrd.) die Neuauiszahlungen (SZR 3,5 Mrd.) überstiegen. Das führte zu einer rückläufigen Verwendung der Mitgliedswährungen durch den IWF und folglich zu einem Rückgang der Reservepositionen dieser Länder gegenüber dem IWF. Das letzte Jahr verzeichnete jedoch einen beachtlichen Anstieg in der Anzahl neuer IWF-Kreditabkommen, teilweise als Folge der im Mai getroffenen Entscheidung, Schulden- und Schuldendienstverringerungen zu unterstützen. Das Volumen der Finanzierungszusagen an Mitglieder stieg im Laufe des Jahres 1989 auf mehr als das Doppelte (\$ 18,1 Mrd.), wobei der noch nicht in Anspruch genommene Betrag sich beinahe verdreifachte (\$ 13,3 Mrd.). Die Ziehungen im Rahmen der zur Hilfe für Länder mit mittelfristigen Zahlungsbilanzproblemen vorgesehenen Erweiterten Fondsfazilität vervielfachten sich von \$ 0,3 Mrd. auf \$ 1,5 Mrd., während sich die Kredite an Länder mit niedrigem Einkommen im Rahmen der Strukturanpassungsfazilität und der Erweiterten Strukturanpassungsfazilität von \$ 1,3 Mrd. auf \$ 2,4 Mrd. ausweiteten.

Der Nominalwert der SZR-Bestände erlebte 1989 nur einen minimalen Anstieg, während der Rückgang des in Dollar gerechneten SZR-Gesamtbestands um \$ 0,3 Mrd. in seiner Gesamtheit eine Folge der Aufwertung der



Veränderung der Weltwährungsreserven							
Region/Jahr	Gold		Devisen	Reserve- positionen beim IWF	SZR	Offi- zielle Ecu	Insge- samt (ohne Gold)
	Millionen Unzen	in Milliarden US-Dollar zu jeweiligen Werten <sup>1</sup>					
Zehnergruppe							
1987	-1,4	69,8	93,0	0,3	3,2	21,8	118,3
1988	-1,9	-56,9	19,5	-3,0	0,3	-15,3	1,5
1989	-4,4	- 8,5	25,8	-0,9	-0,5	- 1,1	23,3
Stand Ende 1989	728,9	292,3	296,1	22,2	20,7	53,5	392,5
Übrige Industrie- länder <sup>2</sup>							
1987	-1,9	7,1	28,5	0,5	0,5	5,0	34,5
1988	-4,2	- 7,9	12,8	0,3	-0,1	2,7	15,7
1989	0,5	- 0,5	8,5	0,3	0,1	0,2	9,1
Stand Ende 1989	78,4	31,5	107,3	3,6	2,5	8,6	122,0
Entwicklungsländer							
1987	0,3	11,8	51,9	0,6	1,2	-	53,7
1988	6,6	- 6,7	-1,7	-3,8	-1,7	-	-7,2
1989	-2,0	- 2,0	15,3	-4,0	0,1	-	11,4
Stand Ende 1989	127,3	51,0	241,8	7,7	3,6	-	253,1
darunter:							
Hauptschuldner- länder <sup>3</sup>							
1987	-1,5	2,6	4,1	-	0,9	-	5,0
1988	1,1	- 2,1	-6,2	-0,7	-1,1	-	-8,0
1989	-1,9	- 1,1	2,2	-	-0,1	-	2,1
Stand Ende 1989	31,7	12,7	29,8	0,1	0,6	-	30,5
Nahost-Ölexport- länder <sup>4</sup>							
1987	-0,2	2,2	4,0	0,5	0,4	-	4,9
1988	0,1	- 1,7	-3,8	-2,9	-0,3	-	-7,0
1989	-	- 0,2	1,8	-4,1	0,2	-	-2,1
Stand Ende 1989	22,8	9,2	36,9	5,6	1,6	-	44,1
Insgesamt <sup>2</sup>							
1987	-3,0	88,7	173,4	1,4	4,9	26,8	206,5
1988	0,5	-71,5	30,6	-6,5	-1,5	-12,6	10,0
1989	-5,9	-11,0	49,6	-4,6	-0,3	- 0,9	43,8
Stand Ende 1989	934,6	374,8	645,2	33,5	26,8	62,1	767,6

<sup>1</sup> Goldreserven bewertet zu Marktpreisen. <sup>2</sup> Ohne osteuropäische Länder. <sup>3</sup> „Baker-Länder“ ohne Jugoslawien. <sup>4</sup> Irak, Iran, Katar, Kuwait, Libyen, Oman, Saudi-Arabien und Vereinigte Arabische Emirate.

US-Währung war. Zum Jahresende belief sich der Anteil der SZR an den gesamten Nichtgoldreserven auf nur etwa 3,5% gegenüber 4,7% drei Jahre zuvor. Die kontinuierliche Abnahme des Anteils der SZR an der Gesamtliquidität geht darauf zurück, daß das Wachstum der anderen Reserveformen als ausreichend angesehen wird und keine Einigung über neue Zuteilungen erreicht werden konnte. Im Laufe der Jahre haben sich gewisse Änderungen in der Verwendung der SZR ergeben. So wurden keine designierten Transak-

Abnehmende  
Bedeutung  
der SZR

tionen mehr vorgenommen, und alle Übertragungen, die in der jüngeren Vergangenheit stattgefunden haben, waren auf freiwilliger Basis.

Im Mai 1990 einigte sich der Interimsausschuß des IWF auf eine Erhöhung der Fondsquoten um 50% auf SZR 135 Mrd. (ungefähr \$ 180 Mrd.). Diese Quotenerhöhung wird von einer Anpassung des Stimmrechts einiger großer Industrieländer begleitet sein, die Veränderungen in deren relativer wirtschaftlicher Bedeutung widerspiegeln soll. Japan und Deutschland werden gemeinsam den zweiten Platz hinter den USA einnehmen und Großbritannien und Frankreich den vierten Platz. Einigung wurde auch über eine Stärkung der Strategie zur Beseitigung der Zahlungsrückstände bei Fondskrediten erzielt. Zum einen wurde die Quotenaufstockung von einer Änderung des IWF-Übereinkommens abhängig gemacht, durch die das Stimmrecht (und damit verknüpfte Rechte) vorübergehend Mitgliedsländern entzogen werden kann, die sich weigern, zur Reduzierung ihrer Zahlungsrückstände mit dem Fonds zusammenzuarbeiten. Zum anderen wurde ein neues Konzept gutgeheißen, das den elf Entwicklungsländern helfen soll, die derzeit bei der Begleichung ihrer überfälligen Verbindlichkeiten in Höhe von \$ 4,2 Mrd. im Rückstand sind.

Weitere Zunahme der Gesamtreserven in den Zehnergruppenländern, weil ...

Was die regionale Verteilung des letztjährigen Reservenwachstums betrifft, so stiegen die Nichtgoldreserven der Länder der Zehnergruppe um \$ 23,3 Mrd. oder 6%. Wie bereits 1988 war dieses Gesamtwachstum das Nettoergebnis beträchtlicher Zuwächse bei einigen Ländern, die von einer ausgiebigen Reserveverwendung durch andere teilweise aufgewogen wurden. Die bei weitem stärkste Aufstockung fand in den Vereinigten Staaten statt, wo die offiziellen Reserven um 73% auf fast \$ 64 Mrd. zunahmen und damit den höchsten jemals in diesem Land verzeichneten Stand erreichten. Italien erlebte im vierten aufeinanderfolgenden Jahr ein starkes Reservenwachstum (\$ 12 Mrd.). Deutschland stockte in der zweiten Jahreshälfte, als die D-Mark nicht nur gegenüber dem Yen, sondern auch gegenüber dem Dollar fest war, seine Nichtgoldreserven um \$ 5 Mrd. auf, nachdem es 1988 und im ersten Halbjahr 1989, als die D-Mark oftmals unter Abwertungsdruck gestanden hatte, seine internationalen Reserven stark in Anspruch genommen hatte. Geringere Reservenwachse wurden für Belgien, Schweden, die Schweiz, Kanada und die Niederlande verzeichnet.

... starke Reservenwachse in den Vereinigten Staaten und Italien ...

... nur teilweise von japanischen und britischen Reservenverlusten aufgewogen werden

Den größten absoluten Reservenverlust unter den Ländern der Zehnergruppe gab es in Japan, wo anhaltende Interventionen zugunsten des Yen der Hauptgrund für den sich auf \$ 13 Mrd. oder 13% belaufenden Rückgang der Nichtgoldreserven waren. Großbritannien, das ebenfalls mit hohen Beträgen zur Stützung seiner Währung intervenierte, erlebte die größte relative Abnahme (21% oder \$ 9 Mrd.) seiner Reserven.

Beträchtliche Reservenwachse in anderen Industrieländern ...

Die übrigen Industrieländer fügten ihren Nichtgoldreserven insgesamt \$ 9,1 Mrd. hinzu. Die größten Zuwächse verzeichneten dabei Portugal (\$ 4,9 Mrd. oder 96%), Spanien (\$ 4,4 Mrd. oder 12%), die Türkei (\$ 2,4 Mrd. oder 100%) und Jugoslawien (\$ 1,8 Mrd. oder 78%). Im Gegensatz dazu erlebte Dänemark, dessen Währung im EWS-Wechselkursmechanismus zeitweilig stark unter Druck geriet, einen Rückgang der Reservebestände um über 40% auf \$ 6,4 Mrd.



# Veränderung der offiziellen Nichtgoldreserven in einzelnen Ländern\*

Land/Ländergruppe	Veränderung			Stand Ende 1989
	1987	1988	1989	
	Milliarden US-Dollar			
Industrieländer	152,8	17,2	32,4	514,5
USA	-2,7	2,0	26,8	63,6
Übrige Länder				
der Zehnergruppe	121,0	- 0,5	- 3,5	328,9
Japan	38,8	15,7	-12,8	84,0
Deutschland (BR)	26,9	-20,3	2,4	60,7
Italien	10,2	4,5	12,2	46,7
Großbritannien	23,3	2,4	- 9,3	34,8
Schweiz	5,7	- 3,3	1,0	25,2
Frankreich	1,6	- 7,6	- 0,8	24,6
Niederlande	4,8	0,0	0,5	16,5
Kanada	4,0	8,1	0,7	16,0
Belgien	4,1	- 0,3	1,5	10,8
Schweden	1,6	0,3	1,1	9,6
Übrige Industrieländer	34,5	15,7	9,1	122,0
Spanien	15,9	6,4	4,4	41,5
Portugal	1,9	1,8	4,9	10,0
Dänemark	5,1	0,7	- 4,4	6,4
Türkei	0,4	0,6	2,4	4,8
Jugoslawien	-0,8	1,6	1,8	4,1
Entwicklungsländer	53,7	- 7,2	11,4	253,1
Schwellenländer	33,0	7,7	5,5	108,7
Taiwan	30,4	- 2,9	- 0,7	73,2
Singapur	2,3	1,8	3,3	20,3
Südkorea	0,3	8,8	2,9	15,2
Nahost-Ölexportländer	4,9	- 7,0	- 2,1	44,1
Saudi-Arabien	4,4	- 2,1	- 3,8	16,7
Kuwait	-1,4	- 2,2	1,2	3,1
Übrige Entwicklungsländer	15,8	- 7,9	8,0	100,3
China	4,9	2,2	- 0,6	18,0
Thailand	1,2	2,1	3,4	9,5
Mexiko	6,8	- 7,2	1,1	6,3
Indonesien	1,5	- 0,5	0,4	5,5
Israel	1,2	- 1,9	1,3	5,3
Venezuela	-0,5	- 2,9	1,0	4,1
Indien	0,1	- 1,6	- 1,0	3,9
Insgesamt	206,5	10,0	43,8	767,6

\* Einschl. Guthaben in offizieller Ecu, aber ohne osteuropäische Länder.

Hinsichtlich der Struktur der internationalen Reserveentwicklung war bemerkenswert, daß die Währungsreserven der Entwicklungsländer erneut zunahmen. Nach einem Rückgang um \$ 7,2 Mrd. im Jahr 1988 weiteten sich die Nichtgoldreserven dieser Länder um \$ 11,4 Mrd. oder fast 5% aus. Die größten Zuwächse erfolgten in Thailand (\$ 3,4 Mrd.), Singapur (\$ 3,3 Mrd.) und Südko-

... und in den  
Entwicklungs-  
ländern

rea (\$ 2,9 Mrd.). Obwohl eine Reihe von Ländern in einer noch nie dagewesenen Höhe Zahlungsrückstände in bezug auf ihre Auslandsschulden aufbauten, erhöhten sich die Reserven der vierzehn von der Baker-Initiative angesprochenen Hauptschuldnerländer nur um \$ 2,1 Mrd. Davon entfielen auf Mexiko, das im letzten Jahr eine beträchtliche Menge Gold verkaufte, allein \$ 1,1 Mrd.

Das Ölexportland Saudi-Arabien registrierte eine weitere Kontraktion der Reservebestände um \$ 3,8 Mrd. Indiens Reserven, die schon 1988 sehr stark gefallen waren, gingen um weitere \$ 1 Mrd. auf nur \$ 3,9 Mrd. oder auf 60% ihres Standes vor zwei Jahren zurück. China, das in den zwei vorangegangenen Jahren seine Reserven stark aufgefüllt hatte, verringerte seine Bestände um \$ 0,6 Mrd.

Deutliche  
Ausweitung der  
Reserven in  
Nichtdollar-  
währungen,  
insbesondere  
in D-Mark...

Ein herausragendes Merkmal der Reserveentwicklung im letzten Jahr war die weitere deutliche Ausweitung der offiziellen Bestände an Nichtdollarwährungen. Während die Dollarforderungen im letzten Jahr nur um etwas mehr als 1% stiegen, expandierten die anderen Devisenbestände um 20%. Vor allem die DM-Reserven nahmen um ungefähr \$ 30 Mrd. auf \$ 128 Mrd. zu, und die offiziellen Guthaben in privater Ecu schnellten um 60% auf über \$ 20 Mrd. in die Höhe. Wie bereits ausgeführt, wuchs der Anteil der Nichtdollarbestände vor allem wegen der Interventionen zur Begrenzung des Dollaranstiegs, die Käufe von Nichtdollarforderungen durch die Vereinigten Staaten und Dollarverkäufe durch andere Zehnergruppenländer nach sich zogen. In ihm schlagen sich jedoch auch die Devisenmarktinterventionen im Rahmen des EWS-Wechselkursmechanismus und allgemein ein stärkerer Trend zu einer Diversifizierung der Reservewährungen nieder.

... somit weiterer  
Rückgang  
des Dollaranteils

Im Laufe der letzten fünfzehn Jahre hat sich der Anteil der „sekundären“ Reservewährungen, vor allem jener der D-Mark, beständig ausgeweitet. Die vorhandenen Angaben deuten darauf hin, daß 1975 nur ungefähr 9% der weltweiten Devisenreserven in der deutschen Währung gehalten wurden, deren Anteil aber bis Ende 1989 auf 20% zunahm. Etwa gleichzeitig, nämlich zwischen Ende 1973 und Ende 1989, verringerte sich der Anteil des Dollars von ungefähr 76% auf unter 60%, wobei 4 Prozentpunkte dieses Rückgangs allein dem Jahr 1989 zuzurechnen sind.

In den ersten drei Monaten des Jahres 1990 nahmen die Nichtgoldreserven der Länder der Zehnergruppe um \$ 6 Mrd. oder – zu konstanten Dollarwerten gerechnet – um \$ 2,5 Mrd. ab. Der Grund war, daß recht deutliche Rückgänge in Japan, der Schweiz, Kanada und Großbritannien nicht gänzlich durch die bescheidenen Reservenwachse in anderen Ländern ausgeglichen wurden. Insbesondere Japan, das am Devisenmarkt mit hohen Beträgen zur Stützung des Yen intervenierte, verringerte seine Nichtgoldreserven um \$ 10,4 Mrd. Andererseits zeigte sich die Lira – nach der Anpassung ihres Leitkurses im Januar – von einer ziemlich starken Seite. Dadurch reicherte Italien seine Devisenreserven im Zuge der Bemühungen, seine Währung am Ausbrechen aus der neu angenommenen engen Schwankungsmarge zu hindern, um \$ 4,6 Mrd. an. Obwohl der Dollar insbesondere gegenüber dem Yen relativ fest blieb, waren die US-Interventionen sehr viel geringer als im ersten Halbjahr 1989, so daß die Vereinigten Staaten ihren internationalen Reserven nur \$ 1,7 Mrd. hinzufügten.



## Die Devisenmarkterhebung 1989

Im Jahre 1989 führten einundzwanzig Zentralbanken und andere Währungsbehörden detaillierte Erhebungen über die Devisenmarktumsätze in ihren jeweiligen Ländern durch, um ein umfassendes Bild des Ausmaßes und der Art der Aktivitäten an den Devisenmärkten zu erhalten. Banken und andere große Händler wurden aufgefordert, Informationen über den Nominalwert aller im April, der als repräsentativer Monat betrachtet wurde, getätigten Kassa- und Termingeschäfte sowie von Geschäften mit abgeleiteten Produkten zur Verfügung zu stellen. Da jede Transaktion einmal und nur einmal gerechnet werden sollte, wurden eventuell bestehende Netting- und andere Abwicklungsvereinbarungen außer acht gelassen. Es wurde aber versucht, Doppelzählungen zu beseitigen, die daraus resultieren, daß beide Geschäftspartner ein und dieselbe Transaktion melden. Trotz gewisser Unterschiede in der Erfassung und im methodischen Ansatz sowie einiger Unvollständigkeiten, wie z.B. dem Fehlen der Umsätze in Deutschland, war diese Erhebung die umfassendste, die je durchgeführt wurde. Sie stellt eine Grundlage für die Schätzung der weltweiten Devisenmarktaktivitäten in einem von umsatz- und handelsverzerrenden Schocks relativ unbeeinflussten Monat dar.

Gegenstand  
der Erhebung

Eines der bemerkenswertesten Ergebnisse dieser Erhebung ist die Größe des Devisenmarktes. Nach Beseitigung aller Doppelzählungen und überschlagsmäßiger Berücksichtigung der Lücken in den Umsatzmeldungen kann der tägliche weltweite Devisenhandel auf ungefähr \$ 650 Mrd. geschätzt werden, was in etwa dem Vierzigfachen des täglichen weltweiten Exports von Waren und Dienstleistungen zur Zeit der Erhebung entspricht. Dieses Ergebnis läßt den Schluß zu, daß selbst dann, wenn man einräumt, daß ein einzelnes Warengeschäft zu einer Vielzahl von Devisenmarktoperationen führen kann, der Außenhandel alleine nur einen Bruchteil des weltweiten Devisenmarktgeschehens begründet. Der Großteil muß durch internationale Kapitalflüsse und das mit modernen Risikomanagementstrategien verbundene dauernde Absichern, Ausnutzen von Kursdifferenzen und Eingehen von offenen Positionen verursacht sein.

Riesiges Volumen  
der täglichen  
Umsätze ...

... weitgehend  
durch Finanz-  
geschäfte  
zu erklären

Ein anderes herausragendes Merkmal des Marktes ist die recht starke Konzentration des Handels auf einige wenige Länder. Großbritannien, die Vereinigten Staaten und Japan, die führenden Zentren in der europäischen, amerikanischen und asiatischen Zeitzone, machen zusammen fast 60% des gemeldeten weltweiten Handels aus. Die Einbeziehung der in der Reihenfolge nächsten drei Zentren (Schweiz, Singapur und Hongkong) erhöht diese Zahl auf 80%.

Hohe regionale  
Konzentration  
des Geschäfts

Die Erhebung zeigt, daß Devisenkassageschäfte weiterhin das Devisenmarktgeschehen dominieren. Selbst wenn man diese Art der Transaktionen eng definiert, indem man nur das direkte Kassageschäft während des Beobachtungsmonats dazuzählt und den Kassateil der Swaps sowie fällig werdende Terminkontrakte ausgrenzt, belief sich das Nettokassageschäft auf 56% des geschätzten weltweiten Gesamthandels. Dieser Anteil lag in den Hauptzentren zwischen 40% und 64%, war aber in den kleineren Märkten, in denen Devisenbeschränkungen und Steuerbestimmungen manches Termin-,

Devisenmarktumsätze im April 1989						
Land/Position	Netto-umsatz <sup>1</sup>	davon <sup>2</sup>			Netto-umsatz im Kassageschäft <sup>1</sup>	Anteil aus-gewiesener US-Dollar-Transaktionen am Brutto-umsatz
		Kundengeschäft	Inländische Zwischenbanktransaktionen (netto)	Grenz-überschreitende Zwischenbanktransaktionen		
	durchschnittlicher Tagesumsatz in Milliarden US-Dollar					Prozent
Großbritannien	187 <sup>3</sup>	26	54 <sup>3</sup>	107 <sup>3</sup>	(119)	89,6
USA	129 <sup>3</sup>	10	45 <sup>3</sup>	71 <sup>3</sup>	81	96,0
Japan	115	34	31	47	46	95,2
Schweiz <sup>4</sup> [85%]	57	9,0	11	36	30	75,0
Singapur	55	(6,0)	8,0	(41)	(31)	95,2
Hongkong	49	5,4	11	33	(30)	93,2
Australien	30	6,0	7,0	15,0	18	97,3
Frankreich <sup>4</sup> [95%]	26 <sup>3</sup>	5,0	6,0 <sup>3</sup>	15 <sup>3</sup>	(15)	71,9
Kanada	15	4,0	2,7	7,8	6,1	94,4
Niederlande	13 <sup>3</sup>	1,5	3,1 <sup>3</sup>	8,5 <sup>3</sup>	7,2	68,8
Dänemark <sup>4</sup> [90%]	13	1,3	1,8	10	(6,4)	80,0
Schweden	13	1,6	1,4	8,7	9,5	100,0
Belgien <sup>4</sup> [90%]	10	1,3	1,6	7,6	5,2	81,7
Italien <sup>4</sup> [75%]	10	1,4	0,8	8,0	7,6	53,6
Andere Länder <sup>5</sup>	22	1,6	4,4	15	16	80,7
Insgesamt	744	114	189	431	428	89,9
Berichtigung für grenzüberschreitende Doppelzählungen	-204				-123	
Gemeldeter Nettoumsatz	540				305	
Meldelücken (geschätzt)	100				55	
Gesamtumsatz (geschätzt)	640				360	

Anmerkung: Die Zahlen in Klammern sind grobe Schätzungen. Durch Runden der Zahlen können sich in den Summen Differenzen ergeben.

<sup>1</sup> Die Zahlen für die einzelnen Länder stellen den um Doppelzählungen aufgrund des inländischen Zwischenbankgeschäfts bereinigten Umsatz dar. Die Summen am Fuß der Tabelle sind um Doppelzählungen aufgrund sowohl des inländischen als auch des grenzüberschreitenden Zwischenbankgeschäfts bereinigte Umsatzzuschätzungen. <sup>2</sup> Die Summe der einzelnen Positionen entspricht nicht immer dem gesamten Nettoumsatz, da die Untergliederung nicht erschöpfend ist. <sup>3</sup> Beruht auf Schätzungen des inländischen und grenzüberschreitenden über Makler abgewickelten Zwischenbankgeschäfts. <sup>4</sup> Keine Berichtigung für unvollständige Erfassung; der geschätzte Erfassungsgrad ist in der eckigen Klammer angeführt. <sup>5</sup> Bahrain, Finnland, Griechenland, Irland, Norwegen, Portugal und Spanien.

Quelle: BIZ, Devisenmarkterhebung, Februar 1990.

Futures- und Optionsgeschäft verhindern oder beeinträchtigen, merklich höher.

Obwohl es zunehmend schwieriger geworden ist, in den Devisenmärkten zwischen dem Interbank- und dem Kundengeschäft zu unterscheiden,



kann man mit Sicherheit feststellen, daß der Interbankhandel den Markt beherrscht. Über drei Viertel der gemeldeten Nettotransaktionen, Doppelzählungen ausgeschaltet, fanden zwischen Banken und anderen Händlern im gleichen Land oder im Ausland statt. In der Gesamtsumme ist das Geschäft mit Auslandsbanken umfangreicher als das lokale Interbankgeschäft. Doch ist das letztere Geschäft besonders in den drei größten Devisenhandelszentren von Bedeutung, wahrscheinlich weil viele ausländische Banken es als bequem erachten, einen Großteil ihres Devisenhandels und ihrer Risikomanagementoperationen durch Niederlassungen in den Hauptzentren abzuwickeln.

Überwiegen  
der Interbank-  
geschäfte

Der US-Dollar ist die dominierende Währung an den Devisenmärkten. Er war bei ungefähr 90% der Geschäfte auf einer Seite beteiligt. Der Yen und die D-Mark sind die nächstwichtigsten Währungen, wobei beide je in etwas mehr als einem Viertel der Geschäftsabschlüsse involviert sind, entweder im Austausch gegen Dollar oder gegen Drittwährungen. Die Heimatwährung, wie der Dollar in den Vereinigten Staaten und der Yen in Japan, wird in etwas mehr als der Hälfte aller Transaktionen verwendet. Die Bedeutung der Heimatwährung unterscheidet sich jedoch von Land zu Land sehr stark. In den USA wird sie bei über 95%, in Bahrain, Singapur und Hongkong jedoch nur bei etwa 10% aller Geschäfte verwendet. Nur ein vernachlässigbarer Anteil der Transaktionen wurde weder in der jeweiligen Landeswährung noch in einer der drei am meisten gehandelten Währungen durchgeführt.

US-Dollar  
dominierend

Das Wachstum des gesamten Devisenhandels zwischen März 1986, dem Zeitpunkt der letzten Erhebung, und April 1989 scheint dramatisch gewesen zu sein. Der Nettoumsatz in den vier Ländern (Kanada, Japan, Großbritannien und USA), die sowohl 1986 als auch 1989 Zahlenmaterial gesammelt haben, ist um ungefähr 116% angestiegen. Dies ist mehr als doppelt so hoch wie das Wachstum des Außenhandels in diesen Ländern und entspricht eineinhalbmal der Ausweitung des internationalen bilanzwirksamen Geschäfts der Banken in diesen Märkten. Die Zunahme der Devisenmarktumsätze war in

Schnelles  
Wachstum der  
Umsätze

Wachstum der Devisenmarkttransaktionen, des Außenhandels und des internationalen Bankgeschäfts					
Land	Devisenmarktumsätze: Veränderung zwischen März 1986 und April 1989 in Prozent			Exporte und Im- porte von Wa- ren und Dienst- leistungen: Veränderung zwischen dem 1. Quartal 1986 und dem 1. Quartal 1989 in Prozent	Internationale Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken: Ver- änderung zwischen Ende März 1986 und Ende März 1989 in Prozent
	Netto- umsatz	Kunden- trans- aktionen	Kassa- trans- aktionen		
Großbritannien	108	221	81	62	40
USA	120	134	134	39	39
Japan	140	111	142	82	203
Kanada	58	38	53	44	-4
Insgesamt	116	136	104	54	76

den Ländern mit dem größten Zuwachs des internationalen Bankgeschäfts am stärksten, was wiederum vermuten läßt, daß vielen Devisentransaktionen rein finanzielle Motive zugrunde liegen. Trotz einer Diversifikation in der Zahl der gehandelten Währungen und trotz des Aufkommens und Wachstums der Märkte für Futures und Optionen, die nunmehr fast 3% des gemeldeten Bruttoumsatzes ausmachen, scheint das Devisenmarktgeschehen in seiner Verteilung über die Haupthandelszentren während der letzten drei Jahre etwas homogener geworden zu sein. Dieser Umstand zeigt sich unter anderem in einer in engeren Grenzen gehaltenen Streuung der Anteile am Interbankgeschäft.

Aussagefähigkeit  
hinsichtlich der  
Wirksamkeit von  
Devisenmarkt-  
interventionen

Obwohl der Umfang des Handels im weltweiten Devisenmarkt äußerst groß ist, wobei die an einem einzigen Tag getätigten Transaktionen fast dem gesamten Bestand der Weltdevisenreserven entsprechen, läßt diese Tatsache keine Schlußfolgerungen hinsichtlich der Wirksamkeit offizieller Devisenmarktinterventionen zu. Erstens werden Wechselkurse durch die sich netto ergebende Nachfrage nach einzelnen Währungen bestimmt und nicht durch das sehr große Bruttovolumen sich oft gegenseitig aufhebender Käufe und Verkäufe. Darüber hinaus können selbst ziemlich kleine Transaktionen der Zentralbanken, sofern sie zu einem strategisch richtigen Zeitpunkt erfolgen und klug ausgeführt werden, einen erheblichen Einfluß auf die Erwartungen und die Stimmung des Marktes haben. Dies ist um so wahrscheinlicher, wenn Interventionen abgestimmt sind und den Märkten unmißverständliche Signale geben. Selbstverständlich werden Devisenmarktinterventionen alleine über einen längeren Zeitraum gesehen nur von beschränkter Bedeutung sein. Sie sollten daher am besten als eines unter vielen Instrumenten betrachtet werden, das im Rahmen einer breitangelegten wirtschaftspolitischen Strategie mit dem Ziel eingesetzt wird, grundlegende und bleibende Stabilität in den makroökonomischen Bedingungen zu schaffen.



## 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 dieser 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 erörterte er Fragen im Zusammenhang mit der internationalen Schuldensituation und der Rolle der internationalen Banken in einem sich rasch wandelnden finanziellen Umfeld.

Der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht (der frühere Ausschuß für Bankenbestimmungen und -überwachung) setzte seine Tätigkeit der Förderung der Zusammenarbeit auf dem Gebiet der internationalen Bankenaufsicht fort. Einen Gutteil seiner Zeit widmete er der Beobachtung der Durchführung der Vereinbarung über die internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und -anforderungen, die von den Zentralbankpräsidenten der Länder der Zehnergruppe im Juli 1988 getroffen worden war. Der Ausschuß erzielte ferner Fortschritte bei der Erarbeitung eines bankaufsichtlichen Meßverfahrens für das Devisenrisiko, das Positionsrisiko im Wertpapierhandel und das Zinsänderungsrisiko. Im September 1989 hielt der Ausschuß in Basel eine zweite Sitzung mit Vertretern der Wertpapieraufsichtsbehörden der Länder der Zehnergruppe ab. Darüber hinaus pflegte er weiterhin enge Kontakte zu

Gruppen von Bankenaufsichtsbehörden anderer Länder. Im April 1990 gab der Ausschuß eine Ergänzung zum Konkordat der Bankenaufsichtsbehörden von 1983 mit dem Titel „Grundsätze für die Beaufsichtigung der ausländischen Niederlassungen von Banken“ heraus, die eine vermehrte praktische Zusammenarbeit zwischen den für internationale Banken zuständigen Aufsichtsbehörden auf der ganzen Welt fördern soll.

Die Expertengruppe für Zahlungsverkehrssysteme bildete weiterhin ein Forum, auf welchem Vertreter der Zentralbanken der Zehnergruppe regelmäßig zusammentreffen, um Informationen über Entwicklungen bei den Zahlungsmitteln und -systemen in ihren Ländern auszutauschen. Unter der Ägide der BIZ veröffentlichte die Gruppe im Dezember 1989 die erste Ausgabe einer neuen, regelmäßig erscheinenden Reihe mit statistischen Angaben über Zahlungssysteme. Als Ergebnis der erhöhten Aufmerksamkeit, welche die Gruppe grundsätzlichen Fragen im Zusammenhang mit Verrechnungs- und Saldenausgleichssystemen widmete, veröffentlichte sie im Mai 1990 eine Untersuchung über Zahlungsverkehrssysteme für Großbeträge in den Ländern der Zehnergruppe.

Im Anschluß an den von der Expertengruppe für Zahlungsverkehrssysteme vorbereiteten und im Februar 1989 veröffentlichten „Bericht über Netting-Systeme“ setzten die Zentralbankpräsidenten der Länder der Zehnergruppe im Frühjahr letzten Jahres einen hochrangigen Ad-hoc-Ausschuß für Interbank-Netting-Systeme ein, um die weitreichenden Fragenkomplexe zu untersuchen, welche durch diese im Bericht der Expertengruppe dargestellten Systeme aufgeworfen werden. Zu den Fragen, die der Ausschuß gestützt auf Berichte einer Anzahl von Arbeitsgruppen prüft, gehören die Auswirkungen der Netting-Systeme auf die Interbankmärkte, die Geldpolitik und die bankaufsichtlichen Regelungen und auf verschiedene Zentralbankgeschäfte sowie die rechtlichen Grundlagen und Auswirkungen dieser Systeme. Der Ausschuß wird voraussichtlich seine Arbeit diesen Sommer abschließen und noch in diesem Jahr einen Bericht veröffentlichen.

Der Ausschuß der EDV-Fachleute beschäftigt sich weiterhin vorrangig mit Sicherheitsfragen, namentlich mit der Erscheinung der „Computerviren“. Ferner widmete der Ausschuß seine Aufmerksamkeit Ereignissen, die den Betrieb elektronischer Überweisungssysteme unterbrechen können, und erörterte die Frage, wie solche Ereignisse vermieden oder zumindest ihre Auswirkungen in Grenzen gehalten werden können. Ein weiteres wichtiges Arbeitsgebiet des Ausschusses ergab sich aus der Notwendigkeit, die Datenverarbeitung in den Zentralbanken an die Entwicklungen im technologischen Umfeld und die sich verändernden Beziehungen zu den Benutzern anzupassen.

Die Expertengruppe für Fragen monetärer und ökonomischer Datenbanken richtete ihr Hauptaugenmerk auf die BIZ-Datenbank und ihre Dienstleistungen für die Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe. Modernisierte Telekommunikationseinrichtungen für die Meldung und den Zugriff auf Daten wurden mit Erfolg getestet, insbesondere im Hinblick auf weitere Fortschritte beim Datenaustausch auf täglicher Basis. Die Zentralbanken und die BIZ ergriffen Maßnahmen, um die Zahl der Datenreihen zu erhöhen, namentlich bei den Daten zu den internationalen Anleihen, Notes



und Krediten. Es bestand weiterhin Interesse an der Ausweitung des Erfassungsbereichs der makroökonomischen Reihen über Länder außerhalb der Zehnergruppe. Es wurden Wege zur Erreichung dieses Ziels geprüft, einschließlich Maßnahmen, die auf den bilateralen Einrichtungen für automatisierten Datenaustausch zwischen der BIZ und Zentralbanken außerhalb der Zehnergruppe aufbauen könnten.

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 nach wie vor in Basel ab. Die Unterausschüsse und Expertengruppen umfassen insbesondere: den Ausschuß der Stellvertreter der Zentralbankpräsidenten, der die Sitzungen der Zentralbankpräsidenten systematisch vorbereitet, eine Gruppe, die sich mit Angelegenheiten betreffend die Devisenmärkte und mit der Interventionspolitik auf diesen Märkten befaßt und eine Gruppe, die beauftragt ist, die von den Mitgliedsländern verfolgte Geldpolitik, ihre Koordinierung und die möglichen Auswirkungen von Entwicklungen bei den öffentlichen Finanzen periodisch zu untersuchen.

Der Großteil der Tätigkeit des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten – und demzufolge seiner Unterausschüsse und Expertengruppen – galt der Funktionsfähigkeit des Europäischen Währungssystems, der geldpolitischen Koordination und den Vorbereitungen für die erste Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion in der Gemeinschaft, die am 1. Juli 1990 beginnen soll. Im Hinblick auf dieses Ereignis wurde der Beschluß des Rates vom 8. Mai 1964 über die Zusammenarbeit zwischen den Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft, mit welchem der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten geschaffen wurde, mit einem am 12. März 1990 verabschiedeten Beschluß des Rates abgeändert. Gleichzeitig hat der Ausschuß seine Strukturen und Arbeitsverfahren im Hinblick auf eine Intensivierung der Zusammenarbeit zwischen den EG-Zentralbanken und der geldpolitischen Koordinierung ausgebaut.

Dem Verwaltungsrat des EFWZ gingen Gesuche der Oesterreichischen Nationalbank und der Norges Bank um Verleihung des Status eines Sonstigen Halters offizieller Ecu zu; beide Gesuche wurden vom Verwaltungsrat des EFWZ in der Sitzung vom Juli bzw. November 1989 positiv beschieden. Mit der Designierung dieser beiden Zentralbanken gibt es nun fünf Sonstige Halter offizieller Ecu; die BIZ, die Schweizerische Nationalbank und die Zentralbank von Malta hatten diesen Status schon früher erhalten.

## 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 (EFWZ) wahr, eine Tätigkeit,

die sie seit dem 1. Juni 1973 ausübt.<sup>1</sup> Diese Funktionen stehen einerseits mit den Transaktionen im Rahmen des EWS in Zusammenhang und beziehen sich andererseits auf die finanzielle Abwicklung der zur Stützung der Zahlungsbilanzen der EG-Länder durchgeführten Anleihe- und Darlehenstransaktionen der Gemeinschaft.

Im Zeitraum vom 1. April 1989 bis 31. März 1990 beliefen sich die über den EFZW verbuchten sehr kurzfristigen Finanzierungstransaktionen im Zusammenhang mit Interventionen von EWS-Zentralbanken in den Währungen anderer EWS-Länder auf annähernd Ecu 1,5 Mrd.

Das vom EFZW über vierteljährliche Swapgeschäfte mit jeder EG-Zentralbank, die das Abkommen vom 13. März 1979 unterzeichnet hat, und mit dem Luxemburgischen Währungsinstitut ausgegebene Ecu-Volumen sank von Ecu 52,7 Mrd. am 1. April 1989 auf Ecu 49,4 Mrd. am 31. März 1990. Diese Abnahme um Ecu 3,3 Mrd. gegenüber dem Vorjahr war in erster Linie dem Rückgang des in Ecu ausgedrückten Goldpreises und dem Rückgang des Wechselkurses des US-Dollars gegenüber der Ecu zuzuschreiben, ferner den geringeren US-Dollar-Einbringungen einiger EG-Zentralbanken.

Die Überweisungen zwischen den Ecu-Reservekonten der EG-Zentralbanken und der Sonstigen Halter von Ecu beliefen sich im Berichtszeitraum auf annähernd Ecu 3,2 Mrd. Zum größten Teil, nämlich im Betrag von etwa Ecu 2,6 Mrd., betrafen sie den Ecu-Rückkauf einer Zentralbank, die ihre Ecu-Nettoschuldnerposition glattstellen wollte. Der Rest entfiel auf Transaktionen bezogen auf Geschäfte zwischen EG-Zentralbanken und Sonstigen Haltern von Ecu und Zinszahlungen auf Ecu-Nettopositionen.

Was die Anleihe- und Darlehenstransaktionen der Gemeinschaft im Rahmen der Verordnung (EWG) Nr. 1969/88 des Rats<sup>2</sup> 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.

Die folgende Tabelle gibt eine Übersicht über die per 31. März 1990 ausstehenden Gemeinschaftsdarlehen.

Ausstehende Gemeinschaftsdarlehen per 31. März 1990					
Schuldnerland	US-Dollar	D-Mark	Schweizer Franken	Yen	Ecu
	Millionen				
Frankreich	350				70
Griechenland	400	830	227	25 000	700
Zusammen	750	830	227	25 000	770

<sup>1</sup> Eine Beschreibung der Struktur und der Aufgaben des Fonds wurde im 54. Jahresbericht auf den Seiten 179–181 gegeben.

<sup>2</sup> 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 EFZW 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, denen vom Verband nach Einreichung eines förmlichen Gesuchs der Status einer Clearingbank verliehen wurde. Neunzehn Banken traten dem System im Jahr 1987 bei, sieben 1988 und zwölf 1989, so daß am 31. März 1990 fünfundvierzig Banken dem System angehörten, verglichen mit sieben zu Beginn des Jahres 1986.

### 3. Finanzhilfe für Zentralbanken

Neben ihren normalen Bankgeschäften war die Bank im Berichtsjahr an drei öffentlich bekanntgegebenen Überbrückungskrediten beteiligt:

a) Im August 1989 wurden im Zusammenhang mit der Brady-Initiative der Banco de México kurzfristige Kreditfazilitäten im Gesamtbetrag von bis zu US-\$ 2 000 Mio. eingeräumt, um Ziehungen im Rahmen der Erweiterten Fondsfazilität des IWF und drei wirtschaftspolitische Anpassungsdarlehen der Weltbank vorzufinanzieren. Parallel zu einer bilateralen Vereinbarung, durch die die US-Währungsbehörden US-\$ 1 000 Mio. zur Verfügung gestellt haben, wurden multilaterale Vereinbarungen über US-\$ 1 000 Mio. arrangiert, zu denen die BIZ (durch eine Garantie von zehn Mitgliedszentralbanken abgesichert) US-\$ 700 Mio. beitrug; der Rest wurde von den US-Behörden (US-\$ 250 Mio.) und der Bank von Spanien (US-\$ 50 Mio.) bereitgestellt.

Am 25. September 1989 hat dann die Banco de México im Rahmen der multilateralen Vereinbarungen nur US-\$ 672,6 Mio. in Anspruch genommen, wovon US-\$ 470,8 Mio. von der BIZ zur Verfügung gestellt wurden. Dieser Betrag wurde schrittweise verringert, bis am 15. Februar 1990 die letzte Rückzahlung getätigt wurde und die Fazilität auslief.

b) Im Dezember 1989 wurden Vereinbarungen über eine Kreditfazilität zugunsten der Polnischen Nationalbank über US-\$ 500 Mio. abgeschlossen: Die BIZ räumte mit der Garantie von zwölf Mitgliedszentralbanken bis zu US-\$ 300 Mio. ein, und die restlichen US-\$ 200 Mio. wurden von den US-Währungsbehörden zur Verfügung gestellt. Diese Überbrückungsfinanzierung, die an erwartete Ziehungen im Rahmen eines Bereitschaftskredits des IWF und an mehrere Darlehen der Weltbank gebunden war, sollte in mehreren Tranchen bis Anfang Mai 1990 in Anspruch genommen werden.

Die erste Tranche im Betrag von US-\$ 215 Mio. wurde am 28. Dezember 1989 gezogen und am 9. Februar 1990 vorzeitig zurückgezahlt. Der

\* Eine Beschreibung der Struktur und Funktionsweise des Verrechnungssystems wurde im 56. Jahresbericht auf den Seiten 189/190 gegeben.

Anteil der BIZ belief sich auf US-\$ 129 Mio. Die Fazilität lief Anfang Mai 1990 aus, ohne daß es zu weiteren Ziehungen kam.

c) Im März 1990 beteiligte sich die BIZ an einer Überbrückungsfazilität über US-\$ 400 Mio. zugunsten der Banco Central de Venezuela, die das Ziel hatte, vor Ende April erwartete Ziehungen im Rahmen der Erweiterten Fondsfazilität des IWF und Auszahlungen von Strukturanpassungsdarlehen bzw. handelspolitischen Darlehen der Weltbank vorzufinanzieren. Die BIZ gewährte (mit einer Garantie von sechs Mitgliedszentralbanken) in drei Tranchen einen Betrag von US-\$ 296 Mio., der pari passu mit einer parallelen Fazilität der US-Währungsbehörden über US-\$ 104 Mio. zur Verfügung gestellt wurde.

Am 30. März 1989 wurde in Höhe von US-\$ 96 Mio. die einzige Ziehung im Rahmen dieser Fazilität gemacht, wobei der Anteil der BIZ US-\$ 71 Mio. betrug. Zum Zeitpunkt des Auslaufens der Fazilität am 30. April 1990 war sie zur Gänze zurückgezahlt.

#### 4. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank vom 31. März 1990 stehen, mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen, am Ende dieses Berichts. Beide sind in Goldfranken\* erstellt.

Am 31. März 1990, dem Ende des Geschäftsjahres 1989/90, betrug die Bilanzsumme GFr. 41 291 112 116  
gegenüber einer Vorjahressumme von GFr. 42 233 811 401

Daraus ergibt sich eine Abnahme von GFr. 942 699 285  
oder 2,2%. Wäre nicht der Einfluß von Wechselkursveränderungen gewesen, der den Goldfrankenwert der meisten anderen Währungen als dem US-Dollar ansteigen ließ, wäre die Bilanzsumme der Bank noch wesentlich deutlicher gesunken. Erwähnt sei jedoch, daß dieser Rückgang der erste nach einer Reihe von Zuwächsen seit Ende des Geschäftsjahres 1981/82 war.

Die geringere Bilanzsumme für das Geschäftsjahr 1989/90 beruht auf rückläufigen Gold- und Währungseinlagen sowohl von Zentralbanken als auch von anderen Einlegern.

BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf Geschäftsjahren			
Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Bilanzsumme	Veränderung gegen Vorjahr	
	Millionen Goldfranken		Prozent
1986	26 558	+ 3 706	+ 16
1987	29 944	+ 3 386	+ 13
1988	38 151	+ 8 207	+ 27
1989	42 234	+ 4 083	+ 11
1990	41 291	– 943	– 2

\* 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 1990 belief sich dieser Posten auf GFr. 1 413 Mio. und war damit deutlich höher als im Vorjahr (GFr. 1 238 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				
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
1990	1 476	38 673	1 142	41 291

### 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. 21,6 Mio. aus dem Reingewinn von 1989/90 (gemäß Artikel 51(3) der Statuten) GFr. 622 416 157  
verglichen mit vorher GFr. 600,8 Mio.

### 3. Besonderer Dividenden-Reservefonds

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 4 Mio. aus dem Reingewinn von 1989/90 (gemäß Artikel 51(4) der Statuten) GFr. 39 530 055  
verglichen mit vorher GFr. 35,5 Mio.

### 4. Freier Reservefonds

Nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 46,4 Mio. aus dem Reingewinn von 1989/90 GFr. 488 466 872  
verglichen mit vorher GFr. 442,1 Mio.

Die gesamten Reserven der Bank erhöhen sich somit nach den Zuführungen aus dem Reingewinn des Geschäftsjahres 1989/90 um GFr. 72 Mio. auf GFr. 1 180 483 397  
verglichen mit vorher GFr. 1 108,5 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
	1989	1990	
	Millionen Goldfranken		
Einlagen von Zentralbanken	38 385	37 374	– 1 011
Einlagen von anderen Einlegern	1 490	1 299	– 191
Zusammen	39 875	38 673	– 1 202

Die „Einlagen von Zentralbanken“ gingen um 2,6% und die „Einlagen von anderen Einlegern“ um 12,8% zurück. Die Prozentwerte wären ohne den Einfluß von Wechselkursveränderungen auf beide Kategorien noch höher ausgefallen.

Im Rückgang der „Einlagen von anderen Einlegern“ schlägt sich hauptsächlich die Verminderung der Einlagen verschiedener internationaler Organisationen nieder.

Bei den US-Dollar-Einlagen war während des ganzen Geschäftsjahres ein beträchtlicher Rückgang zu verzeichnen; hingegen erhöhte sich das Mittelaufkommen in den meisten anderen Währungen, teilweise sogar spürbar. Die US-Dollar-Einlagen blieben jedoch der größte Posten, gefolgt von den DM-Einlagen.

Am 31. März 1990 betrug der Anteil der „Einlagen von Zentralbanken“ 96,6% an den gesamten Fremdmitteln, jener der „Einlagen von anderen Einlegern“ nur 3,4%. Am Ende des Geschäftsjahres 1988/89 hatten die entsprechenden Anteile 96,3% bzw. 3,7% betragen.



BIZ: Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeit)									
Laufzeit	Goldeinlagen			Währungseinlagen			Insgesamt		
	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1989	1990		1989	1990		1989	1990	
	Millionen Goldfranken								
Auf Sicht	4 654	4 454	− 200	2 885	2 482	− 403	7 539	6 936	− 603
Bis zu 3 Monaten	21	14	− 7	30 523	30 938	+ 415	30 544	30 952	+ 408
Mehr als 3 Monate	−	−	−	1 792	785	− 1 007	1 792	785	− 1 007
Zusammen	4 675	4 468	− 207	35 200	34 205	− 995	39 875	38 673	− 1 202

Die Gold- und Währungseinlagen auf Sicht nahmen ab. Die Fremdmittel mit einer Restlaufzeit von bis zu drei Monaten erhöhten sich geringfügig, während die Währungseinlagen mit einer Restlaufzeit von mehr als drei Monaten deutlich zurückgingen.

Die Anteile der Gold- und Währungseinlagen an den gesamten Fremdmitteln blieben praktisch unverändert; jener der Goldeinlagen betrug 11,6% (Vorjahr: 11,7%) und jener der Währungseinlagen 88,4% (Vorjahr: 88,3%).

Ausgeprägtere Veränderungen ergeben sich, wenn man die Einlagen nach Laufzeiten aufschlüsselt. So belief sich der Anteil der Sichteinlagen auf 17,9% (Vorjahr: 18,9%) und jener der Einlagen mit einer Laufzeit bis zu drei Monaten auf 80,1% (Vorjahr: 76,6%); der Anteil der Einlagen mit einer Restlaufzeit von mehr als drei Monaten war mit 2% (Vorjahr: 4,5%) sehr gering.

#### a) Goldeinlagen

GFr. 4 468 357 623

verglichen mit GFr. 4 675 Mio. am 31. März 1989; der Rückgang von GFr. 207 Mio. entfiel überwiegend auf Sichteinlagen.

#### b) Währungseinlagen

GFr. 34 204 695 776

verglichen mit GFr. 35 200 Mio. ein Jahr zuvor. Im Rückgang um GFr. 995 Mio. oder 2,8% spiegelt sich die Veränderung bei den Sichteinlagen und Fremdmitteln mit einer Laufzeit von mehr als drei Monaten wider. Wie schon erwähnt, war der Rückgang des Gesamtbetrags dieser Mittel hauptsächlich auf die Abnahme der auf US-Dollar lautenden Einlagen zurückzuführen, die durch Einlagen in anderen Währungen nur teilweise ausgeglichen wurde.

### C. Sonstige Verbindlichkeiten

#### a) Vorsorgesystem des Personals

GFr. 129 504 330

verglichen mit GFr. 106 Mio. am 31. März 1989. Der in diesem Posten enthaltene Schweizer-Franken-Betrag, der eine Verpflichtung der Bank aus dem Pensionssystem des Personals darstellt, wurde während des Geschäftsjahres erhöht; der Goldfrankengegenwert erhöhte sich zusätzlich dadurch, daß der Schweizer Franken gegenüber dem Goldfranken im Wert stieg.

b) *Verschiedenes* GFr. 980 037 341  
 verglichen mit GFr. 823 Mio. am 31. März 1989. Der Anstieg dieses Postens ist zum Teil Wechselkursveränderungen zuzuschreiben, welche die auf andere Währungen als den US-Dollar lautenden Bestandteile betrafen.

c) *Dividende, zahlbar am 1. Juli 1990* GFr. 32 330 524

Dieser Betrag entspricht der vorgeschlagenen Dividende von SFr. 200 je Aktie (1988 und 1989: SFr. 175), die dem Reingewinn von 1989/90 entnommen werden soll. 1989 war zu diesem Zweck ein Betrag von GFr. 25,9 Mio. bereitgestellt worden. Die Differenz von GFr. 6,4 Mio. ergibt sich aus der Erhöhung des Dividendenbetrags je Aktie und dem höheren Wert des Schweizer Frankens gegenüber dem Goldfranken.

Der Reingewinn für das Geschäftsjahr 1989/90 beträgt vor Gewinnverwendung GFr. 104 330 524 (Vorjahr: GFr. 94 885 615). Abschnitt 5 dieses Kapitels enthält die detaillierten Vorschläge zur Verwendung des Reingewinns gemäß Artikel 51 der Statuten.

### Aktiva (Mittelverwendung)

In der folgenden Tabelle sind die wichtigsten Aktiva nach Sachkategorien zusammengestellt.

BIZ: Aktiva (Sachkategorien)						
Aktiva	Ende des Geschäftsjahres am 31. März				Veränderung	
	1989		1990			
	Millionen Goldfranken					
Kassenmittel						
Gold	5 175		4 981		– 194	
Währungen	15	5 190	15	4 996	–	– 194
Schatzwechsel		2 057		905		–1 152
Terminguthaben und Kredite						
Gold	210		206		– 4	
Währungen	29 824	30 034	28 203	28 409	–1 621	–1 625
Staats- und andere Wertpapiere		4 938		6 887		+1 949
Verschiedenes		15		94		+ 79
Zusammen						
Gold	5 385		5 187		– 198	
Währungen	36 849	42 234	36 104	41 291	– 745	– 943

a) *Gold* GFr. 4 980 936 505

verglichen mit GFr. 5 175 Mio. am 31. März 1989. Die Abnahme ist im wesentlichen auf den Rückgang der Goldeinlagen von Zentralbanken zurückzuführen.



b) *Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken* GFr. 15 096 809

praktisch unverändert gegenüber dem Vorjahr.

c) *Schatzwechsel* GFr. 905 177 602

verglichen mit GFr. 2 057 Mio. am 31. März 1989. Der starke Rückgang dieses Postens ist die Folge einer Verringerung der meisten Wertpapierbestände, die an verschiedenen Märkten gekaufte Schatzwechsel enthalten.

d) *Terminguthaben und Kredite* GFr. 28 408 902 082

Dieser Posten verzeichnet gegenüber dem Vorjahr (GFr. 30 034 Mio.) eine Abnahme um GFr. 1 625 Mio.

Im Rückgang dieser Anlagen und des Schatzwechselbestandes (s. oben c) spiegeln sich die Abnahme der Fremdmittel, aber auch eine Verlagerung zu Anlagen in Staats- und andere Wertpapiere (s. unten e) wider.

Zu erwähnen wäre noch, daß die US-Dollar-Anlagen – parallel zur Entwicklung bei den Passiva – deutlich abnahmen; sie bilden jedoch immer noch den größten Posten, gefolgt von DM-Anlagen und – mit beträchtlichem Abstand – Anlagen in japanischen Yen, Pfund Sterling, Schweizer Franken und Ecu.

e) *Staats- und andere Wertpapiere* GFr. 6 886 534 100

Dieses Portefeuille verzeichnete gegenüber dem Vorjahr (GFr. 4 938 Mio.) einen erheblichen Zuwachs, nämlich um GFr. 1 949 Mio. Dieser war hauptsächlich auf eine Zunahme des Bestandes an Schatzpapieren, aber auch auf Käufe von Wertpapieren privater Schuldner an verschiedenen Märkten zurückzuführen.

In der folgenden Tabelle sind die Aktiva „Terminguthaben und Kredite“ (in Gold und Währungen) 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
	1989	1990	
	Millionen Goldfranken		
Bis zu 3 Monaten	29 886	30 023	+ 137
Mehr als 3 Monate	5 086	5 273	+ 187
Zusammen	34 972	35 296	+ 324

Die Aufteilung der Anlagen nach der Restlaufzeit veränderte sich wenig. So betrug der Anteil der Anlagen mit einer Restlaufzeit von bis zu drei Monaten 85,1%, verglichen mit 85,5% am 31. März 1989, während die Anlagen mit einer Restlaufzeit von mehr als drei Monaten geringfügig von 14,5% auf 14,9% zunahmen.

verglichen mit GFr. 15,1 Mio. am 31. März 1989.

In der Veränderung dieses Postens kommen namentlich die Einflüsse von Wechselkursschwankungen auf Währungstermingeschäfte zum Ausdruck.

#### *Goldtermingeschäfte*

Diese Geschäfte erscheinen in der Bilanz in Anmerkung 2. Sie ergaben einen negativen Saldo von GFr. 56 823 607

verglichen mit einem negativen Saldo von GFr. 48,3 Mio. im Vorjahr.

Ursächlich für diese Veränderung war eine Zunahme der Transaktionen, bei denen die Bank bei Fälligkeit Gold zurückzahlen muß.

### 5. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1990 abgelaufene sechzigste Geschäftsjahr schloß mit einem Geschäftsertrag von GFr. 126 845 080 (im Vorjahr GFr. 106 213 792). Die Hauptfaktoren für diesen höheren Jahresüberschuß waren das größere durchschnittliche Volumen der Einlagen, die der Bank für Anlagen zur Verfügung standen, und das hohe Zinsniveau an verschiedenen Märkten.

Der Geschäftsertrag ergibt sich nach Abzug von GFr. 31 023 829 für Verwaltungskosten; in dem leichten Anstieg gegenüber dem Vorjahresbetrag von GFr. 30 135 891 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 über 8%.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, GFr. 9 014 556 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und GFr. 5 000 000 der neu geschaffenen Rückstellung für Bauvorhaben (die zur Deckung der Kosten im Zusammenhang mit dem von der Bank getätigten Erwerb einer benachbarten Liegenschaft dient) zuzuweisen sowie – mittels Zuweisung von weiteren GFr. 8 500 000 – die Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung zu erhöhen, deren Hauptzweck die Deckung der Kosten der laufenden Investitionsvorhaben ist. Nach diesen Zuweisungen beträgt der Reingewinn GFr. 104 330 524, verglichen mit GFr. 94 885 615 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. 104 330 524 wie folgt zu verwenden:

- GFr. 32 330 524 zur Zahlung der Dividende von SFr. 200 je Aktie;
- GFr. 21 600 000 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
- GFr. 4 000 000 zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds;
- GFr. 46 400 000 – den verbleibenden Betrag des verfügbaren Reingewinns – zur Erhöhung des Freien Reservefonds. Dieser Fonds kann vom Verwaltungsrat für jeden statutengemäßen Zweck herangezogen werden.

Bei Annahme der obengenannten Vorschläge wird die Dividende am 1. Juli 1990 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1990 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 1990 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

Die Bank erlitt im vergangenen Jahr mit dem Tod von Herrn Prof. Paolo Baffi am 4. August einen schmerzlichen Verlust. Herr Prof. Baffi, der seit den fünfziger Jahren in verschiedenen Funktionen an der Arbeit der Bank mitgewirkt hatte, war über vierzehn Jahre Stellvertretendes Mitglied des Verwaltungsrats. Mit seiner Ernennung zum Gouverneur der Banca d'Italia im Jahr 1975 wurde er ex officio dessen Mitglied; als er vier Jahre später sein Amt als Gouverneur niederlegte, blieb er als Mitglied im Verwaltungsrat. Seit November 1988 war er dessen Stellvertretender Vorsitzender.

---

Herr Bernard Clappier wurde mit Wirkung vom 12. September 1989 als Nachfolger von Prof. Baffi zum Stellvertretenden Vorsitzenden des Verwaltungsrats gewählt.

Baron de Strycker stellte Ende Juni 1989 seinen Posten als Mitglied des Verwaltungsrats zur Verfügung. Im folgenden Monat trat Baron Godeaux als Gouverneur der Banque Nationale de Belgique in den Ruhestand und legte gleichzeitig seinen Sitz im Verwaltungsrat der Bank nieder. Sein Nachfolger, Herr Alfons Verplaetse, wurde ex officio Mitglied des Verwaltungsrats. Herr Dr. Lamberto Dini und Baron Godeaux wurden mit Wirkung vom 27. Oktober bzw. 1. November 1989 zu Mitgliedern des Verwaltungsrats ernannt. Herr Bengt Dennis wurde im März 1990 und Lord Richardson of Duntisbourne im April 1990 wiedergewählt.

Herr Dr. Ciampi ernannte im Januar 1990 Herrn Dr. Antonio Fazio zu seinem Stellvertreter. Herr Jacques Waitzenegger von der Banque de France trat Ende Januar 1990 in den Ruhestand; Herr Philippe Lagayette folgte ihm als Stellvertreter von Herrn de Larosiére nach. Herr Pöhl ernannte im März 1990 Herrn Dr. Hans Tietmeyer zu seinem Stellvertreter.

Was die Direktion der Bank betrifft, so wurde Herr Yukio Iura im September 1989 zum Beigeordneten Direktor ernannt.

## Schlußbemerkungen

Betrachtet man die seit dem Frühjahr letzten Jahres eingetretenen Entwicklungen in einer etwas längerfristigen Perspektive, so scheint es, daß sich Trends, die schon seit einiger Zeit erkennbar waren, im wesentlichen bestätigt oder sogar noch akzentuiert haben. Die einzige völlig neue und unerwartete Wende in der Entwicklung war der politische Umschwung in Osteuropa, dessen wirtschaftliche Aspekte in den Kapiteln I und II im einzelnen erörtert wurden und hier keiner weiteren Vertiefung bedürfen. Eine Entwicklung nimmt insofern eine Sonderstellung ein, als ihre Begleiterscheinungen hauptsächlich positiv sind und sie weitgehend das Ergebnis einer erfolgreichen Wirtschaftspolitik in der Vergangenheit sein dürfte. Gemeint ist das Wachstum in den Industrieländern. Es hat den Anschein, daß deren Wachstumspotential tatsächlich größer war, als Anfang der achtziger Jahre angenommen; was damals als eine schwer zu beeinflussende strukturelle Schwäche „reifer“ industrialisierter Volkswirtschaften eingeschätzt wurde, kann nunmehr als ein vorübergehender Zustand angesehen werden, den man nicht hätte fortschreiben dürfen.

Wie gut verstehen wir heute die Kräfte, die hinter der stärkeren Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern stehen? Was, könnte man fragen, hat die Wirtschaftspolitik richtig gemacht, das sie früher falsch machte? In dieser Form ist die Fragestellung offensichtlich zu einfach. Erstens wird das reale Wachstum nicht durch die Politik alleine bestimmt; unerklärte Wechsel im Konjunkturklima können ebenfalls eine wichtige Rolle spielen. Zweitens treten die Wirkungen vieler politischer Maßnahmen nicht sofort auf. In der Tat scheint es, daß in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre weitgehend die Früchte einer zurückliegenden Politik geerntet wurden, als entschlossene Anstrengungen unternommen wurden, die Inflationsraten zu senken und dem Staatssektor die Zügel anzulegen. Diese Maßnahmen stimulierten die privaten Investitionen hauptsächlich deshalb, weil sie, sobald ihre ersten Erfolge offenbar wurden, zu einer deutlichen Dämpfung der Nominal- und Reallohnerhöhungen führten. Zusammen mit dem Rückgang der Ölpreise und der Beschleunigung des Wachstums hatte dies eine Verbesserung der Rentabilität zur Folge. Die Gewinne haben sich in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre in praktisch allen Industrieländern deutlich erholt.

Zwar mögen die Investitionsaussichten nicht unmittelbar mit den laufenden Gewinnen in Zusammenhang stehen (abgesehen von der wichtigen Beziehung, daß sie investierbare Mittel zur Verfügung stellen), aber so, wie gegenwärtige Inflationsraten eine dominierende Rolle bei der Bildung von Inflationserwartungen spielen, tun es die laufenden Gewinne in bezug auf die Bildung von Gewinnerwartungen. Hohe erwartete Renditen des



investierten Kapitals sind der entscheidende Faktor für die Anregung der privaten Investitionen – und private Investitionen sind natürlich die Ausgabenkategorie, die das Wirtschaftswachstum am meisten trägt. Sie erhöhen nicht nur die laufende Wachstumsrate, sie erhöhen auch die Produktionskapazität und/oder die Produktivität. Gleichzeitig sind die privaten Investitionen die volatilste Komponente der Endnachfrage. Man könnte fast sagen, daß zwar jeder konsumieren, aber niemand investieren muß; zumindest können Investitionen oft ohne offensichtlichen Schaden für längere Zeit aufgeschoben werden. Insofern hängen die privaten Investitionen viel stärker von günstigen Begleitumständen ab als irgendeine andere Wachstumskomponente, und sie werden schnell durch ein Klima der Unsicherheit abgeschreckt.

Auch in dieser Beziehung gab es in mehreren Punkten allmähliche Verbesserungen im Laufe der achtziger Jahre. Vor allem gab es keine ungünstigen exogenen Schocks. Das allgemeine politische Klima verbesserte sich mit der Entspannung des Ost-West-Konflikts. Die Wechselkursunsicherheiten nahmen im Gefolge der Plaza-Vereinbarung von 1985 ab. Die geringeren Inflationsraten begünstigten – abgesehen von ihrer lohndämpfenden Wirkung – produktive Investitionen auch dadurch, daß investierbare Mittel nicht in unproduktive, aber als inflationssicher betrachtete Anlagen umgeleitet wurden. Die Fiskalpolitik wurde in vielen Ländern korrigiert, um sowohl die Finanzierungsdefizite des Staates als auch den Anteil der Staatsausgaben am Sozialprodukt zu drosseln. Die geringere finanzpolitische Unsicherheit aufgrund mittelfristiger Strategien und geringerer Steuern hat nicht nur einen unmittelbaren Einfluß auf die Erfolgsaussichten von Investitionen, sondern kommt auch dem allgemeinen wirtschaftlichen Klima zugute. Ein anderer wichtiger Bestimmungsfaktor des Investitionsverhaltens ist natürlich die Nachfrage nach den Produkten, die mit den zusätzlichen Produktionskapazitäten produziert werden sollen. Neue Technologien und einfallreiches Marketing haben neuen Produkten vielversprechende Märkte eröffnet. Nicht zuletzt war die Aussicht auf einen Binnenmarkt in der Europäischen Gemeinschaft ab Anfang 1993 zweifellos ein wichtiger Ansporn für gewerbliche Investitionen in Europa.

Diesen Erfolgen muß man eine ziemlich lange Liste weitgehend ungünstiger Entwicklungen gegenüberstellen, die die politischen Entscheidungsträger sowohl auf nationaler wie auf internationaler Ebene vor Herausforderungen stellen. In gewissem Maße sind sie ohne Zweifel eine Folge des langen wirtschaftlichen Aufschwungs. Einige dieser Entwicklungen lassen sich zweifellos auch weitgehend durch strukturelle Rigiditäten, unzureichende private Ersparnis und hohe Defizite der öffentlichen Hand erklären. Wir werden uns hier jedoch darauf beschränken, die Tendenzen zusammenzufassen, wie wir sie sehen, und die unmittelbaren politischen Optionen in Betracht zu ziehen, ohne zu versuchen, Verbindungen zwischen den Trends herzustellen, außer in einem Fall, wo die beiden betreffenden Entwicklungen nicht zu trennen sind. Ein besonderes Gewicht wird auf jene Probleme gelegt, die unmittelbar oder mittelbar in den Zuständigkeitsbereich der Zentralbanken fallen. Folgende überwiegend ungünstige Entwicklungen, die sich fortgesetzt oder sogar verstärkt haben, sind zu nennen:

- die höheren realen Wachstumsraten haben das Niveau der *Arbeitslosigkeit* zwar deutlich verringert, aber nicht die chronischen Arbeitsmarktprobleme beseitigt, die in einigen Ländern bestehen;
- die *inflationären Spannungen* wurden in keinem Industrieland vollständig abgebaut; bei fortgesetztem Wirtschaftswachstum kamen sie dort, wo sie schon überwunden schienen, wieder zum Vorschein und wurden da wieder stärker, wo sie trotz überraschender Stabilitätsgewinne – insbesondere durch den Ölpreisrückgang – fortbestanden;
- wenngleich die *Leistungsbilanzungleichgewichte* der Vereinigten Staaten und Japans weiter und sogar stärker, als im letzten Jahr zu vermuten war, zurückgingen, sind die Aussichten für weitere Fortschritte nicht gut, und die europäischen Ungleichgewichte haben beträchtlich zugenommen. Dennoch scheint die Sorge über den Fortbestand des amerikanischen Ungleichgewichts nachgelassen zu haben;
- die *Wechselkurse* schwankten nicht nur weiterhin sehr stark, sondern bewegten sich auch über längere Perioden in Richtungen, die der Korrektur der Ungleichgewichte abträglich waren – und zwar trotz der regelmäßig bekräftigten Entschlossenheit der größten Länder, ihre Politik zu koordinieren, um die Leistungsbilanzanpassung zu fördern und größere Stabilität am Devisenmarkt zu erreichen;
- die Sorge über die *Spannungen an den Finanzmärkten* hat allgemein zugenommen, teils in Verbindung mit Entwicklungen in diesen Märkten selbst, teils aufgrund der Entwicklungen auf den Immobilienmärkten. Zunehmende Verschuldungsgrade und eine restriktivere Geldpolitik bieten in diesem Zusammenhang weitere Anlässe zur Beunruhigung;
- im Hinblick auf die *hohe Verschuldung der Entwicklungsländer mit mittlerem Einkommen bei Geschäftsbanken* ist seit Ausbruch der Krise im Jahr 1982 nicht mehr als eine Eindämmung erreicht worden;
- die *ärmsten Entwicklungsländer* fallen weiter zurück.

Was die *Arbeitslosigkeit* anbelangt, so haben die positiven Arbeitsmarktentwicklungen in letzter Zeit sicherlich die negativen übertroffen, aber die Arbeitslosigkeit ist in einer großen Zahl von Industrieländern trotz des Rückgangs immer noch in jeder Beziehung hoch – dies zu einer Zeit, in der die Kapazitätsauslastung in der Industrie einem Rekordniveau nahe ist. Offensichtlich kann die Entwicklung der Gesamtnachfrage keine weitere Erleichterung bringen, soll eine Überhitzung vermieden werden. In einigen Fällen kann eine gewisse Entschärfung der Beschäftigungsprobleme aufgrund dessen erwartet werden, daß die inländische Erwerbsbevölkerung abnehmen wird. Darüber hinaus hatte die Reallohndämpfung zuerst in den Vereinigten Staaten und in letzter Zeit auch auf dem europäischen Festland den günstigen Effekt, daß eine unveränderte Wachstumsrate der Produktion nun von einem stärkeren Beschäftigungszuwachs begleitet wird als zuvor. Eine Grundbedingung für eine weitere Verringerung der Arbeitslosigkeit ist daher, daß die Mäßigung bei den Reallöhnen anhält, was umgekehrt davon abhängen wird, daß die Inflation unter Kontrolle gehalten wird. Eine ganze Menge bleibt auch im Bereich struktureller Reformen zu tun, angefangen von einer Erhöhung der Mobilität der Arbeitskräfte sowohl in räumlicher Hinsicht als auch



bezüglich der Art des Arbeitsplatzes bis hin zu der Aufgabe, die richtigen Anreize zu geben und falsche zu unterlassen. Eine größere Dezentralisierung der Lohnverhandlungen, die eine größere Differenzierung der Löhne erlauben würde, könnte ebenfalls dazu beitragen, die strukturelle Arbeitslosigkeit in einigen Ländern abzubauen, obgleich ein Ländervergleich dies nicht eindeutig bestätigt.

Um zur nächsten Entwicklung in der Liste zu kommen: Leider gibt es Anzeichen dafür, daß der Kampf gegen die *Inflation* keineswegs ausgestanden ist. Dies muß Zweifel wecken, ob der Kurs der Geldpolitik in den letzten paar Jahren richtig war. Eine nach dem Kurseinbruch an den Aktienmärkten im Oktober 1987 zu starke und zu lange anhaltende Lockerung der Geldpolitik oder zu viel Rücksicht auf Devisenmarktentwicklungen könnten mögliche Erklärungen sein. Wirtschaftspolitische Fehlentscheidungen sind jedoch immer möglich, und was im nachhinein kristallklar erscheint, mag zu der Zeit, als die politischen Entscheidungen getroffen wurden, keineswegs offensichtlich gewesen sein. Es ist lohnender, sich den grundlegenden Fragen zuzuwenden, um die es bei dem alten Problem wirtschaftlicher Zielkonflikte geht. Die pessimistische Sicht, daß die Arbeitslosigkeit ein bestimmtes Niveau nicht unterschreiten darf, wenn eine Beschleunigung der Inflation verhindert werden soll, wird immer noch von vielen geteilt. Dieses Niveau ist jedoch von Land zu Land verschieden und ändert sich auch im Zeitverlauf, was darauf schließen läßt, daß wir es nicht mit einem ehernen Gesetz der Inflationsbestimmung zu tun haben und daß es die Aufgabe der Wirtschaftspolitik ist, Bedingungen herzustellen, die das gleichzeitige Erreichen hoher Beschäftigungsniveaus und geringer Inflationsraten ermöglichen.

Sicherlich steht die Geldpolitik im Kampf gegen die Inflation an vorderster Front, aber sie kann dafür nicht allein sorgen und noch weniger für eine gute Kombination beider Ziele. Institutionelle Faktoren des Arbeitsmarktes, auf die schon hingewiesen wurde, spielen eine wichtige Rolle. In den meisten Ländern hat die Finanzpolitik fast ständig Auswirkungen auf das Geldmengenwachstum, die Zinssätze und die Inflation und muß auf die Ziele der Geldpolitik abgestimmt sein, wenn deren Erfolg nicht aufs Spiel gesetzt werden soll. Selbst wenn alle diese Einschränkungen gemacht sind, bleibt jedoch immer noch die Frage der Wirksamkeit der Geldpolitik selbst, die von den Indikatoren abhängt, die sie leiten, von den Instrumenten, die sie einsetzt, und von den Elementen, die für ihre Glaubwürdigkeit entscheidend sind.

Auf einigen dieser Gebiete waren negative Einflüsse am Werk, auf anderen kann man deutliche Fortschritte erkennen. Finanzinnovationen und die Globalisierung der Finanzmärkte haben es den Zentralbanken schwer gemacht, genau zu wissen, welche *Indikatoren* sie als Leitlinie wählen sollen. Gleichwohl werden die monetären Gesamtgrößen trotz aller Interpretationsschwierigkeiten zweifellos die Hauptindikatoren bleiben, weil die Alternativen noch mehrdeutiger sind. Eine Ausnahme bildet natürlich eine Strategie, die darauf abzielt, die Landeswährung über den Wechselkurs an eine Währung mit geringer Inflation zu binden, aber diese Möglichkeit besteht nicht für alle und ändert nichts an den wesentlichen Schlußfolgerungen. Schließlich ist es die Geldmenge, worum sich das Zentralbankwesen und die Geldpolitik drehen,

und niemand bezweifelt, daß Preisstabilität auf mittlere und lange Sicht mit einem starken Geldmengenwachstum unvereinbar ist.

In der Frage der *Instrumente* haben sich die nationalen Unterschiede verringert; es hat sich ein breiter Konsens herausgebildet, daß der marginale Zinssatz, zu dem die Zentralbank dem Bankensystem Reserven zur Verfügung stellt, den Dreh- und Angelpunkt der Geldpolitik darstellt. Viele Zentralbanken stimmen auch darin überein, daß Verfahren der Durchschnittsbildung die Kontrolle über die Geldmarktsätze erleichtern können, indem sie die Nachfrage nach Reserven stabilisieren. Der Rückgriff auf Kreditobergrenzen und andere administrative Hilfsmittel wurde zur Ausnahme. Die Wirksamkeit der Geldpolitik hat auf diesem Gebiet eindeutig zugenommen.

Es spricht auch vieles für die Einschätzung, daß die Zentralbanken in den meisten Ländern im großen und ganzen an *Glaubwürdigkeit* gewonnen haben. Die zweite Hälfte der achtziger Jahre zeigte nicht nur, daß immer höhere Inflationsraten vermieden werden können, sondern daß die Inflation sogar in Zeiten ziemlich starken Wirtschaftswachstums im Zaum gehalten werden kann. In gewissem Umfang sind die Zentralbanken heute für die Außenwelt überzeugender, weil sie selbst mehr davon überzeugt sind, daß Preisstabilität das hauptsächliche, wenn nicht das einzige Ziel der Geldpolitik sein sollte.

Wie läßt sich diese verhältnismäßig optimistische Einschätzung der Wirksamkeit der Geldpolitik zusammenreimen mit der Feststellung weiter oben, daß die Inflationsraten nach den – zum Teil durch glückliche Umstände hervorgerufenen – Tiefständen von 1986 wieder stetig kletterten? Was hält die geldpolitischen Instanzen davon ab, diese Entwicklung zu stoppen? Verhalten sie sich ambivalent, wohl im Prinzip überzeugt von den Vorteilen der Preisstabilität, aber mit ziemlich anderen Prioritäten, wenn sie sich den widerstreitenden Forderungen im Tagesgeschäft gegenübersehen? Ein Grund für diese Widersprüche mag darin liegen, daß Preisstabilität niemals eindeutig definiert worden ist. Zum Teil wegen der statistischen Meßprobleme hat es sich eingebürgert, daß Preissteigerungsraten von 1% oder sogar 2% als innerhalb einer Bandbreite gelegen angesehen werden, die von Preisstabilität nicht unterscheidbar ist. Von hier aus ist es nur noch ein kleiner Schritt, Inflationsraten um 3% als Ausdruck eines hohen Grades an Preisstabilität anzusehen. Insbesondere in der gegenwärtigen Situation, da sich die „grundlegenden“ Raten nicht allzu sehr geändert haben und positive Sondereinflüsse durch negative abgelöst wurden, könnte man sogar behaupten, daß es an der Inflationsfront keine großen Veränderungen gegeben hat.

Im deutlichen Gegensatz zu diesen Aufweichungstendenzen nehmen kürzlich ergriffene Initiativen im amerikanischen Kongreß und ebenso in Kanada den Begriff „Preisstabilität“ wörtlich und schlagen vor, daß die Geldpolitik auf mittlere Sicht eine „Null-Inflation“ anstreben sollte. Der frühere Glaube, daß geringe Inflationsraten mehr Vor- als Nachteile im Vergleich zur absoluten Preisstabilität haben, weil sie den Strukturwandel erleichtern, wurde ernsthaft erschüttert. Sobald die Inflationsraten erst einmal in die Erwartungen eingegangen sind, haben sie keine derartigen realen Wirkungen mehr, und es bleiben nur noch die Friktionen und Ungerechtigkeiten übrig, die selbst relativ geringe Inflationsraten begleiten.



Nach Ansicht vieler gibt es heute wenig Zweifel darüber, daß sich die industrialisierten Volkswirtschaften mit Preisstabilität, wenn sie diese nur erst einmal erreicht haben, auf Produktions- und Beschäftigungsniveaus bewegen können, die genauso hoch oder sogar noch höher als die gegenwärtigen sind, was die Preisstabilität zu einem Ziel machen sollte, das der Mühe wert ist.

Wie und in welchem Zeitraum man sie erreichen kann, ist jedoch die entscheidende Frage, insbesondere für die Länder, in denen die Inflationsrate gegenwärtig relativ hoch ist. Eine Schocktherapie hat zu viele Risiken, um viel Unterstützung zu finden. Ein schrittweises Vorgehen beinhaltet die Gefahr, daß man unterwegs die Richtung verliert. Der Übergang kann nicht schmerzlos erfolgen, und ein Programm „Kosten jetzt – Nutzen später“ hat keine große politische Attraktivität. Unabhängige Zentralbanken stehen im Ruf, auf die längere Frist zu sehen, aber auch sie arbeiten nicht in einem politischen Vakuum. Erst ein besseres Verständnis dessen, worum es geht, in der allgemeinen Öffentlichkeit und insbesondere bei den Gewerkschaften wird Fortschritte in Richtung auf dauerhaft niedrige Inflationsraten ermöglichen. Der erste Schritt in diese Richtung und die dringendste Notwendigkeit besteht darin, den Trend steigender Inflationsraten zu brechen, bevor er sich verfestigt.

Kommen wir zu den nächsten beiden Punkten auf unserer Liste, nämlich den *andauernden und hohen Leistungsbilanzungleichgewichten* und den *damit verbundenen Devisenmarktentwicklungen*. Es lohnt sich, anzumerken, daß sich das seit 1983 kumulierte Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten auf \$ 770 Mrd. beläuft. Die japanischen und deutschen Überschüsse betragen über den gleichen Siebenjahreszeitraum gerechnet insgesamt \$ 415 Mrd. bzw. \$ 220 Mrd. Seit dem Höhepunkt im Jahr 1987 hat sich das jährliche Defizit der USA um ein Viertel und der japanische Überschuß um ein Drittel verringert. Der deutsche Überschuß ist weiter gestiegen, aber er korrespondiert nicht mehr direkt in nennenswertem Umfang mit dem amerikanischen Defizit; sein Gegenstück ist statt dessen in Europa zu finden. Wenn man sicher sein könnte, daß die Fortschritte in die richtige Richtung anhalten würden, gäbe es keinen ernsthaften Grund zur Besorgnis. Aber nur wenige Beobachter erwarten für die unmittelbar bevorstehenden Jahre weitere beträchtliche Verringerungen dieser Ungleichgewichte; in der Tat könnten sich alle drei Ungleichgewichte vielen Vorhersagen zufolge 1990 wieder ausweiten.

Sie ziehen die Aufmerksamkeit hauptsächlich wegen ihrer absoluten Größe auf sich, obwohl kleinere Länder höhere Ungleichgewichte im Verhältnis zum Sozialprodukt haben. Frühere Befürchtungen, Ungleichgewichte dieser Größenordnung würden, wenn sie nicht schnell korrigiert werden, aufgrund ihrer Auswirkungen auf Devisen- oder Finanzmärkte zu tiefgreifenden Störungen der Weltwirtschaft führen, sind allgemein geringer geworden. Ungeachtet der hohen Volatilität auf den Devisenmärkten und Perioden der Unruhe an den Aktienmärkten haben die Ungleichgewichte offensichtlich Bestand gehabt, ohne daß sie einen größeren Schaden angerichtet hätten. Wird dies in den kommenden Jahren so bleiben, selbst wenn sich der Anpassungstrend in den Vereinigten Staaten und Japan nicht fortsetzt? Es kann gut sein, wenn auch kaum für unbegrenzte Zeit. Da mehr und mehr

Hindernisse für einen freien Kapitalverkehr beseitigt wurden, hat der Druck, den die Marktkräfte in Richtung Leistungsbilanzanpassung ausüben, eindeutig nachgelassen. Tatsächlich haben sich die Währungen von Ländern mit hohen Leistungsbilanzdefiziten in vielen Fällen aufgewertet und die von Überschußländern abgewertet. Es bleibt jedoch genügend Unsicherheit, um die politischen Entscheidungsträger in den drei betroffenen Ländern davon zu überzeugen, daß sie in ihren Anstrengungen zum Abbau der Ungleichgewichte nicht nachlassen dürfen, der seit 1985 immer ihr erklärtes gemeinsames Ziel gewesen ist.

Diese Bemühungen gründeten sich auf drei strategische Ansätze: erstens die Koordination der Wirtschaftspolitik, um sicherzustellen, daß sie mit der gewünschten Leistungsbilanzanpassung in Einklang steht; zweitens Devisenmarktinterventionen unter dem Aspekt, ein der Anpassung förderliches reales Wechselkursgefüge zu schaffen; drittens die Stabilisierung der nominalen Wechselkurse, um den Volkswirtschaften Zeit zu geben, auf die erfolgten realen Wechselkursänderungen zu reagieren, ein Überschießen der Wechselkurse zu vermeiden und zu verhindern, daß sich neue Wechselkursverzerrungen in entgegengesetzter Richtung herausbilden. Von diesen drei strategischen Elementen wurde das zweite zur Zeit der Louvre-Vereinbarung im Februar 1987 durch das dritte ersetzt, so daß jenes heute nur noch von historischem Interesse zu sein scheint. Gleichwohl ist argumentiert worden, daß es nur logisch wäre, zu dieser früheren Strategie zurückzukehren, sollten die Ungleichgewichte nicht aufgrund der zwischen 1985 und Anfang 1987 eingetretenen Wechselkursänderungen auf akzeptable Niveaus zurückgeführt werden.

Was immer man von dieser These halten mag, es ist offensichtlich, daß das erste strategische Element, die Koordination der Wirtschaftspolitik der verschiedenen Länder, fast von Anfang an auf Schwierigkeiten stieß. Die Finanzpolitik erwies sich überall als zu tief im innenpolitischen Prozeß verankert, um viel Spielraum für eine Modifizierung im Hinblick auf die Beeinflussung der Leistungsbilanz zu haben. Japans expansive Fiskalpolitik im Frühjahr 1987 dürfte die Ausnahme von der Regel gewesen sein. Die in den Industrieländern überwiegend verfolgte politische Linie bestand in einer Haushaltskonsolidierung, und das aus gutem Grund. Die Geldpolitik ist sehr viel flexibler, aber im Zusammenhang mit der Anpassung kann sie nicht als ein unabhängiger Faktor behandelt werden, da sie zu eng mit den Interventionen auf dem Devisenmarkt verbunden ist. Wenngleich Interventionen als solche keinen Wechsel des geldpolitischen Kurses erzwingen, wäre es sinnlos, den Zweck der Interventionen durch zinspolitische Maßnahmen mit entgegengesetzten Wirkungen zu konterkarieren. Hierin liegt der mögliche Konflikt zwischen „koordinierter“ Wechselkurspolitik und binnenwirtschaftlichen Zielsetzungen. In diesem Zwiespalt haben sich die deutschen und besonders die japanischen Währungsbehörden in den letzten fünf Jahren oftmals für die Koordination entschieden. Es ist nur natürlich, daß sie sich fragen, was sie damit erreicht haben; die Devisenmärkte sind volatil und die Leistungsbilanzungleichgewichte groß geblieben, während sie eine Geldmengenausweitung mit Raten zu akzeptieren hatten, die inflationären Druck entstehen ließen.



Außerdem ergibt sich bei der Stabilisierung nominaler Wechselkurse ein anderes Problem, und zwar nicht nur zwischen größeren Ländern, sondern immer dann, wenn die beteiligten Länder verschiedene Inflationsraten aufweisen. Unter dem Einfluß sowohl der Märkte als auch der Politik haben Länder mit hoher Inflation, die auch tendenziell die Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten sind, typischerweise hohe Nominalzinsen. Wo es glaubwürdige Verpflichtungen gibt, die nominalen Wechselkurse – zumindest für gewisse Zeit – stabil zu halten, üben hohe Nominalzinsen eine unwiderstehliche Anziehungskraft auf Kapitalbewegungen aus, und dies sogar bis zu dem Grad, daß fundamental „schwache“ Währungen sich zum Schaden der Leistungsbilanzanpassung aufwerten.

Dies bedeutet praktisch, daß eine Politik, die trotz deutlicher Unterschiede in den nationalen Inflationsraten auf eine Stabilisierung der nominalen Wechselkurse gerichtet ist, sich letzten Endes ad absurdum führt. Der beste Weg, um diesem Dilemma zu entgehen, ist offensichtlich, dafür zu sorgen, daß die Inflationsraten gegen null konvergieren. Der nächstbeste Weg, eine Wechselkursleitlinie vorzugeben, ohne in einen Teufelskreis zu geraten, sind *flexible* nominale Wechselkursziele, d.h. formelle oder informelle Wechselkursziele, die ausdrücklich von Zeit zu Zeit Anpassungen der nominalen Wechselkurse entsprechend den internationalen Inflationsunterschieden vorsehen. Es ist jedoch klar, daß dies nicht den grundlegenden Konflikt zwischen binnen- und außenwirtschaftlichen Zielen löst, der sich nur durch eine fortgesetzte Überprüfung durch alle beteiligten Parteien beseitigen läßt, wie sie in der konkreten Situation ihre Prioritäten setzen wollen. Es hat sich gezeigt, daß floatende Wechselkurse ein gewisses Maß an internationaler politischer Koordination erfordern, wenn die Wechselkursrelationen nicht zu stark verzerrt werden sollen. Gleichwohl müssen die Kosten einer solchen Koordination in Grenzen gehalten werden. Ungezügelter monetärer Wachstum und höhere Inflation wären sicherlich ein zu hoher Preis.

Dies führt uns zu den wachsenden *Besorgnissen über die Spannungen an den Finanzmärkten* im allgemeinen. Befürchtungen erwachsen aus zwei Gründen, von denen einer diffus und der andere präziser ist. Der erste liegt in dem Unbehagen über die Auswirkungen des schnellen Wandels auf den Finanzmärkten im letzten Jahrzehnt. Man befürchtet, daß die breite Palette neuer finanzieller Produkte und Praktiken und die enorme Ausweitung der internationalen Finanzmarktaktivitäten – zusammen mit historischen Höchstständen der Verschuldung des privaten Sektors, insbesondere der privaten Haushalte, in einigen Ländern – Gefahren beinhalten könnten, die bisher noch nicht offen zutage getreten sind. Die gesetzliche Grundlage vieler neuer Instrumente und Geschäfte hat sich bisher noch nicht vor den Gerichten als tragfähig erwiesen. Produkte, die sicher sind, solange sie nur von wenigen Wirtschaftssubjekten benutzt werden, können zu Problemen führen, wenn sie in großem Umfang genutzt werden und wenn alle Marktteilnehmer versuchen, gleichzeitig auf dieselbe Seite der Wippe zu gelangen. So spielte z.B. bei der Beliebtheit einiger Strategien des Programmhandels an Aktien- und abgeleiteten Märkten – insbesondere bei der Portfolioabsicherung – die Unterschätzung der damit verbundenen Risiken eine wichtige Rolle. Die

günstige allgemeine Wirtschaftslage und die über mehrere Jahre lockere Geldpolitik haben ein günstiges Umfeld geschaffen, in dem viele Produkte floriert haben, aber es ist schwer zu sagen, wie es ihnen in einem rauheren Klima ergehen wird.

Der zweite Grund zur Besorgnis liegt in aktuellen Entwicklungen und Ereignissen auf den Finanzmärkten oder in Teilen des Finanzdienstleistungsbezugs. Trotz des stetigen Tempos des gegenwärtigen Wirtschaftsaufschwungs entwickelten sich sowohl in bezug auf die Preise als auch in bezug auf die Finanzinstitute gewisse Anzeichen einer Anspannung, oder sie wurden zunehmend deutlicher: der „Mini-Crash“ vom Oktober 1989 und die darauffolgende stärkere Kurskorrektur auf dem japanischen Aktienmarkt Anfang 1990; der jüngste steile Anstieg der Zinssätze; die steigenden Kosten der US-Sparbankenkrise; bisher hauptsächlich in den USA, aber auch in Großbritannien und Japan Anzeichen für tatsächliche oder mögliche zukünftige Verluste der Finanzinstitute, namentlich der Banken, die aus ihrem Engagement auf den Immobilienmärkten erwachsen; der Zusammenbruch des US-Marktes für hochverzinsliche Risikopapiere und die möglichen Probleme von Banken, die sich in hohem Maße bei stark fremdfinanzierten Transaktionen engagiert haben. Diese Zeichen der Anspannung kamen zum Vorschein vor dem Hintergrund einer immer noch ungelösten Schuldenkrise, auf die wir noch eingehen werden.

Auch wenn sich diese Entwicklungen hinsichtlich ihrer zugrundeliegenden Ursachen und ihrer Bedeutung unterscheiden, tragen sie zu dem allgemeinen Unbehagen bei. Sie können als Hinweise auf die steigende Verwundbarkeit des Finanzsektors bei einem konjunkturellen Abschwung und möglichen weiteren Zinserhöhungen angesehen werden, dies zu einer Zeit, in der die Ereignisse in Osteuropa – darunter auch die Schritte zu einer deutschen Währungs- und Wirtschaftsunion – die Wahrscheinlichkeit zusätzlicher Anforderungen an die weltweite Ersparnis erhöhen. Sollten die Schwierigkeiten des finanziellen Sektors an Häufigkeit und Schärfe zunehmen, so könnten sie möglicherweise ernsthafte Folgen für die Wirtschaftsentwicklung nicht nur in den Industrie-, sondern auch in den Entwicklungsländern haben.

Die größere Anfälligkeit des finanziellen Sektors stellt sowohl im makroökonomischen als auch im strukturpolitischen Bereich eine Reihe von Anforderungen an die Politik. Im Hinblick auf die Makrosteuerung besteht die Gefahr, daß auf die Zentralbanken zunehmender Druck ausgeübt werden könnte, zur Erzielung einer größeren kurzfristigen finanziellen Stabilität ihre langfristige Ausrichtung auf die Inflationsbekämpfung hintanzustellen. Wie die Erfahrung der siebziger und frühen achtziger Jahre gezeigt hat, würde eine derartige Strategie nur größere Lasten für die Zukunft bringen. Tatsächlich trifft in einigen Ländern die verhältnismäßig laxe Geldpolitik einige Schuld an den gegenwärtigen Schwierigkeiten.

In bezug auf die Strukturpolitik besteht die Herausforderung darin, die Fähigkeit des finanziellen Sektors, Störungen zu verkraften, zu stärken und die Wahrscheinlichkeit, daß sie eintreten, zu vermindern, ohne die mit der Liberalisierung der Märkte und Aktivitäten in den letzten Jahren verbundenen Erfolge aufs Spiel zu setzen. Auf diesem Gebiet ist viel erreicht worden



– man denke nur an die Stärkung der Kapitalbasis der Banken und die zahlreichen Schritte, die darauf abzielen, die Regelungen der Bankenaufsicht und die Aufsicht selbst den sich schnell verändernden Konturen des finanziellen Umfeldes anzupassen.

Was sollten die Behörden noch tun, um die Gefahr instabiler Verhältnisse zu mindern? Sicherlich sollten sie den Marktteilnehmern kein falsches Gefühl der Sicherheit geben. Im Gegenteil ist ein Aspekt, der weitere Aufmerksamkeit erfordern dürfte, wie Regelungen vermieden werden können, die Anreize zur Übernahme übermäßiger Risiken beinhalten. Allgemeiner gilt, daß deregulierte Märkte Marktteilnehmer voraussetzen, die professionell genug sind, um sich ein eigenes Urteil über die Risiken zu bilden, die sie eingehen. Sollten sie dieser Aufgabe offensichtlich nicht gerecht werden, könnte eine erneute Regulierung oder eine andere Form der offiziellen Anleitung und eine erweiterte Aufsicht notwendig werden. Hier das richtige Maß zu finden, bemühen sich die Behörden in vielen Ländern sehr stark, nicht zuletzt dadurch, daß sie voneinander lernen.

Das *Schuldenproblem der Entwicklungsländer mit mittlerem Einkommen* bleibt auf der Tagesordnung der politischen Entscheidungsträger. Die Wahrscheinlichkeit, daß Schuldnerländer und Gläubigerbanken ohne einen Schlichter, der bereit ist, mehr zu sein als nur ein Vermittler, spürbare Fortschritte erzielen werden, hat offenbar abgenommen. Die wesentlichen Aspekte der Situation wurden schon so oft beschrieben und haben sich so wenig geändert, daß man sich in diesem Punkt kurz fassen kann. Ohne unablässige Anstrengungen von seiten der Schuldnerländer selbst kann es keinen Fortschritt geben. Eine Regierung ohne ein starkes Mandat kann die Grenzen ihres Einflusses sehr schnell erreichen. In einem solchen Fall kann die Außenwelt nur sehr wenig Nützliches tun. Jedoch sollte jede Regierung, die in der Lage ist, ein wirtschaftliches Programm zu konzipieren und in die Tat umzusetzen, im Prinzip inzwischen wissen, was sie zu tun hat.

Politisch bleibt es jedoch schwierig, den Wechselkurs einer überbewerteten Währung zu korrigieren, für öffentliche Dienstleistungen realistische Preise zu verlangen und gleichzeitig eine Hyperinflation in den Griff zu bekommen, einen übermäßig aufgeblähten öffentlichen Sektor zu verkleinern und die Arbeitslosigkeit auf einem tragbaren Niveau zu halten, eine solide Besteuerungsbasis zu schaffen und eine starke Privatwirtschaft zu entwickeln. Das gleiche gilt für die Förderung der inländischen Ersparnis und die Entwicklung heimischer Finanzmärkte, um das Investitionsniveau anzuheben. Alles dies mehr oder weniger gleichzeitig zu tun, erfordert enorme Anstrengungen und eine breite politische Unterstützung im Inland.

Das oberste Ziel der Wiederherstellung der Kreditwürdigkeit gegenüber der übrigen Welt erfordert aber noch mehr: Die Höhe und die Bedingungen der Auslandsschulden müssen in Einklang gebracht werden mit dem, was ein Land an Schuldendienst leisten kann, *ohne neue Schulden zu machen*. Die bestehenden Schulden durch eine weitere Anhebung des Verschuldungsniveaus zu bedienen, setzt einen Teufelskreis in Gang und ist gerade das, was zu den gegenwärtigen Schwierigkeiten geführt hat; es liefert keinen Ausweg. Das Problem, die Auslandsschulden bedienen zu können, hat offenbar zwei

Seiten: Auf der einen Seite steht die Höhe des Schuldendienstes, die ein Land leisten kann, ohne seine Volkswirtschaft zu strangulieren; ungeachtet der Tatsache, daß das internationale Zinsniveau und die weltweiten Nachfragebedingungen wichtige äußere Einflüsse darstellen, fällt diese Seite im wesentlichen in seinen eigenen Verantwortungsbereich, vorausgesetzt, das Land findet offene Märkte für seine Exportgüter. Auf der anderen Seite steht das Niveau der Verschuldung, auf das das Land im nachhinein keinen Einfluß mehr hat. Hier brauchen die hochverschuldeten Länder die Hilfe ihrer Gläubiger, die sie vermutlich nur dann erhalten, wenn sie nachweisen können, daß sie ihren vollen Beitrag bei der Mobilisierung der Ressourcen und der Verfolgung einer soliden Politik leisten. Ist die Kreditwürdigkeit mit Hilfe geeigneter Schulden- oder Schuldendienst erleichterungen erst einmal wiederhergestellt und haben die Volkswirtschaften wieder Tritt gefaßt, so wird auch das Schuldenniveau zunehmen, das ohne übermäßige wirtschaftliche Opfer bedient werden kann. Erst in diesem Stadium können wieder problemlos Kredite zu Marktbedingungen aufgenommen werden.

Von seiten der Gläubigerbanken werden gewisse Formen der Schulden- oder Schuldendienst erleichterungen nicht mehr kategorisch abgelehnt. Nach so vielen Jahren und so vielen Umschuldungen geben sie sich nicht mehr der Illusion hin, daß sie jemals Kapital und Zinsen in vollem Umfang zurückerhalten. Sie konnten beträchtliche Rückstellungen zu Lasten ihrer Gewinne bilden. Könnten sie den Nettobetrag auf dem Sekundärmarkt Erlösen, so kämen sie bei der Gewinn- und Verlustrechnung nicht schlechter und bei den Bilanzrelationen sogar besser davon. Die Brady-Initiative vom März 1989 versuchte mit einigem Erfolg, sich diese Einstellung zunutze zu machen. Im Falle Mexikos wurde den Banken jedoch kein Bargeld zu Sekundärmarktabschlüssen angeboten wie bei den Maßnahmebündeln für die Philippinen und Costa Rica. Im Ergebnis führten die angebotenen Besicherungen entweder zu einer reduzierten Forderung mit einer Laufzeit von dreißig Jahren oder zu einem ebenso langfristigen Aktivum zum Nennwert der Forderungen mit einem festen Zinssatz unterhalb der gegenwärtigen Marktsätze, verbunden mit einer Sicherheit für die Kapitalsumme und einige Zinsraten auf revolvierender Basis. Mit anderen Worten: Den Banken wurden Vermögenswerte angeboten, die, wenn auch sicherer als jene, die sie vorher besaßen, sichtlich von geringerem Wert als Bargeld waren. Wie nicht anders zu erwarten, zögerten sie, Abschlüsse in der Größenordnung zu akzeptieren, wie sie auf dem Sekundärmarkt vorherrschen.

Die Pakete, die ausgehandelt wurden, beinhalteten aber nicht nur Möglichkeiten für Schulden- und Schuldendienst ermäßigungen, sondern auch für Neuausleihungen. Die Erwartungen hinsichtlich der Beträge an neuem Geld, das zur Verfügung gestellt werden würde, wurden allgemein enttäuscht. Auch dies erscheint wenig überraschend angesichts der Tatsache, daß die Möglichkeit der Neukreditgewährung keine Gegenleistung, d.h. keine Besicherungen für die alten und neuen Kredite, beinhaltete; dies wurde damit begründet, daß es nicht zusammenpassen würde, neue Kredite zu gewähren und gleichzeitig Besicherungen zu fordern. Dieses Argument ist wenig überzeugend. Es setzt voraus, daß diejenigen, die neues Geld zur Verfügung



stellen, im Gegensatz zu anderen Gläubigern die Kreditwürdigkeit als sofort wiederhergestellt ansehen, sobald das Maßnahmenpaket in die Tat umgesetzt ist. Dies würde dem früheren Argument entsprechen, daß man mit neuem Geld zu Marktkonditionen warten sollte, bis die Kreditwürdigkeit wiederhergestellt ist. Leider erfordert die Wiederherstellung der Kreditwürdigkeit mehr als nur das Maß an Schulden- und Schuldendiensterleichterungen, das bisher im Rahmen der Brady-Initiative erreicht wurde. Dies war der eigentliche Fehler bei der Umsetzung und nicht die Tatsache, daß zu wenig neues Geld von den Banken bereitgestellt wurde.

Wie soll es weitergehen? Der einzige Faktor, von dem es abhängen sollte, wieviel weitere Fortschritte im Rahmen der Brady-Initiative erzielt werden können, sollte das Ausmaß sein, in dem es den Schuldnerländern gelingt, ihren Teil im oben beschriebenen Sinne beizutragen. Den Geschäftsbanken sollte eine Anzahl von fairen Wahlmöglichkeiten geboten werden, zwischen denen sie sich zu entscheiden haben. Mit anderen Worten: Das Angebot an öffentlichen Mitteln für Kreditabsicherungen sollte flexibel sein. Diese Mittel sollten vorzugsweise nicht allein vom IWF und der Weltbank kommen. Japan hat ein gutes Beispiel gegeben; es wäre gut, wenn andere diesem Beispiel folgten, um zu gewährleisten, daß allen Ländern eine angemessene Hilfe zuteil werden kann, die ernsthafte Schritte unternehmen, um ihre Wirtschaft wiederzubeleben und ihre Möglichkeiten der Schuldendienstleistung zu verbessern.

Um zum letzten Punkt in unserer Aufzählung zu kommen: Die *ärmsten Länder* wurden in letzter Zeit von ihren – hauptsächlich öffentlichen – Gläubigern ziemlich großzügig behandelt, aber dies führte zu keiner nennenswerten Verbesserung ihrer Lage. Mehr grundlegende Hilfe zur Selbsthilfe ist sicherlich vonnöten. Erforderlich ist eine größere Bereitschaft, außerhalb eingefahrener Bahnen gemeinsame Anstrengungen zu unternehmen, um mit den schlimmsten Fällen menschlichen Elends fertig zu werden. Welche „Friedensdividende“ auch immer anfällt – hier liegt ein Bereich, in den ein Teil gut fließen könnte. Dieses Problem ist jedoch zu komplex und zu weit vom Zuständigkeitsbereich der BIZ entfernt, als daß hier irgendwelche konkrete Vorschläge gemacht werden sollen. Aber an der Dringlichkeit des Problems kann kein Zweifel bestehen.

Das letzte Thema, das in den Schlußbemerkungen zu diesem Bericht angesprochen werden soll, stammt nicht aus der Liste der festgestellten Entwicklungen, mit denen wir begannen. Es ist eine Angelegenheit, die der BIZ näher liegt, nämlich die erforderlichen Schritte zur Einführung einer *Wirtschafts- und Währungsunion in der Europäischen Gemeinschaft*. Ein wichtiger Teil der Initiative liegt bei den Gouverneuren der EG-Zentralbanken, die sich regelmäßig in der BIZ treffen und gerade die erste Stufe vorbereiten, die am 1. Juli 1990 beginnen soll.

Der Bericht des „Delors-Ausschusses“, der die Verwirklichung der Wirtschafts- und Währungsunion in drei Stufen vorsieht, wurde beim Treffen der Staats- und Regierungschefs der EG im Juni 1989 in Madrid gutgeheißen. Abgesehen von der Bekräftigung der Absicht, die Währungsunion Realität werden zu lassen, haben sie den Zeitpunkt für den Beginn der ersten Stufe

festgelegt, aber offengelassen, wie lang sie dauern soll. Bei ihrem späteren Treffen im Dezember 1989 in Straßburg stellten sie fest, daß die erforderliche Mehrheit vorhanden war, um vor dem Jahresende 1990 eine Konferenz einzuberufen, die sich mit der Vorbereitung einer Ergänzung der Römischen Verträge befassen soll. Eine solche Ergänzung ist eine Vorbedingung für den Übergang zur zweiten und dritten Stufe, wie er im Bericht vorgesehen ist. Die erste Stufe stellt – wie der Bericht es ausdrückt – „den Beginn des Prozesses der Schaffung einer Wirtschafts- und Währungsunion“ dar. In ihrem Mittelpunkt steht die verstärkte Koordinierung der Wirtschafts- und Währungspolitik, die Beseitigung aller Hindernisse der Finanzintegration und die Einbeziehung aller Gemeinschaftswährungen in den Wechselkursmechanismus des EWS. Während der ersten Stufe soll der Ausschuß der Notenbankgouverneure „normalerweise zu nationalen geldpolitischen Entscheidungen, beispielsweise zur jährlichen Festlegung nationaler Geld- und Kreditmengenziele, im voraus gehört“ werden. Allerdings stellt der Bericht auch fest, daß es vielen Ländern unter der derzeitigen nationalen Gesetzgebung nicht möglich ist, an Vereinbarungen über eine rechtsverbindliche Ex-ante-Koordination der Geldpolitik teilzunehmen. Erst wenn Einigkeit über einen neuen Vertrag hergestellt worden ist, können substantiellere Schritte unternommen werden.

In der Zwischenzeit hat sich ein gewisses Maß an Übereinstimmung in einigen wichtigen Punkten herausgebildet; allerdings wird es von Großbritannien nicht voll mitgetragen. Die informelle Übereinkunft beinhaltet die grobe Struktur eines Europäischen Zentralbanksystems, das mit einer starken Verpflichtung zur Preisstabilität und mit Unabhängigkeit von politischer Einmischung ausgestattet sein soll. In all diesen Punkten ist es natürlich leichter, sich über Grundsätze als über präzise Gesetzestexte zu einigen.

Wenn die Verhandlungen zu den Details kommen, wird es auch deutlicher als im gegenwärtigen Stadium werden, daß zwar Institutionen entsprechend den Vorstellungen der Verhandlungspartner geschaffen werden können, aber die wirtschaftlichen Gegebenheiten nicht zur Disposition stehen. Ein Beispiel ist das Maß, in dem die Geldpolitik erfolgreich sein kann, ohne Rücksicht darauf, welche anderen politischen Maßnahmen ergriffen werden. Der „Delors-Ausschuß“ hat in dieser Frage eindeutig Stellung bezogen und für die dritte Stufe rechtsverbindliche Gemeinschaftsregeln und -verfahrensweisen im makroökonomischen und haushaltspolitischen Bereich angeregt, die unter anderem einklagbare, nationale Budgetbeschränkungen vorsehen. In den anschließenden Diskussionen unter Fachleuten und – wichtiger noch – unter Politikern wurde bezweifelt, daß solche Opfer der nationalen Souveränität notwendig seien. Von allen Beteiligten muß jedoch anerkannt werden, daß dies eine empirische Fragestellung und nicht eine der politischen Zweckmäßigkeit ist. Dahinter verbirgt sich das weitergehende Problem, ob sich die Wirtschafts- und Währungsunion schnell zu einer politischen Vereinigung entwickeln muß oder ob es möglich sein wird, erstere zum Erfolg zu führen, ohne zur zweiten fortzuschreiten. Diese Frage kann sich erübrigen, wenn die derzeitigen Vorstöße von Frankreich und Deutschland, die politische Vereinigung innerhalb der Gemeinschaft voranzutreiben,



breite Unterstützung finden. Auf jeden Fall dürfte es dann, wenn der Vertrag ausgehandelt ist, möglich sein, die deutschen Erfahrungen mit der Währungsunion einzubringen, die ebenfalls der politischen Union vorausgeht, diese aber schon bald nach sich ziehen soll.

Es kann kein Zweifel daran bestehen, daß die Zentralbanken im besonderen und die Währungspolitik im allgemeinen aufgerufen sind, ihren Beitrag zur Lösung der in diesen Schlußbemerkungen dargelegten Probleme zu leisten. So sollte es auch sein. Die Zentralbanken haben eine wesentliche Verantwortung für die Sicherung der Funktionstüchtigkeit der Finanz- und Zahlungssysteme. Gleichzeitig hat sich die Geld- und Währungspolitik als das flexibelste und vermutlich wirksamste politische Instrument herausgestellt, das den Behörden zur Inflationsbekämpfung und Wechselkursbeeinflussung zur Verfügung steht. Aber gerade wegen ihrer Wirksamkeit werden die politischen Entscheidungsträger versucht sein, die Geldpolitik zu überfordern, indem sie ihr gleichzeitig zu viele Ziele setzen. Diese Versuchung wird natürlich verstärkt durch die wachsende Abneigung oder die beschränkte Möglichkeit der Regierungen, die Finanzpolitik als Mittel der makroökonomischen Steuerung einzusetzen.

In einem solchen Umfeld ist es von allergrößter Bedeutung, daß die Verfolgung der Preisstabilität im Inland ohne Wenn und Aber die höchste Priorität der Geldpolitik genießt. Dies ergibt sich zwangsläufig aus der allgemeingültigen Tatsache, daß das Fortbestehen von Inflationserwartungen langfristig der schlimmste Feind sowohl stabiler Wechselkurse als auch eines reibungslosen Funktionierens des Finanzsystems ist. Die langfristigen Vorteile einer auf Preisstabilität im Inland gerichteten Politik wiegen bei weitem alle möglichen unwillkommenen Konsequenzen auf, die der Kampf gegen Inflation auf kurze Sicht gelegentlich für die Wechselkursentwicklungen und die Finanzmärkte haben kann. Darüber hinaus hat diese Prioritätsordnung unter den gegenwärtigen Verhältnissen eine zusätzliche praktische Bedeutung: Der Aufwärtstrend der Inflationsraten, der die Erfolge jahrelanger geldpolitischer Anstrengungen bei der Inflationsbekämpfung aufs Spiel setzen könnte, muß gestoppt und umgekehrt werden – je schneller desto besser.

Basel, 22. Mai 1990

ALEXANDRE LAMFALUSSY  
Generaldirektor

# Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung

vom 31. März 1990



# Bilanz vom 31. März 1990

(in Goldfranken – siehe Anmerkung 1)

<b>Aktiva</b>		
Gold .....		4 980 936 505
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken .....		15 096 809
Schatzwechsel .....		905 177 602
<b>Terminguthaben und Kredite</b>		
Gold		
bis zu 3 Monaten .....	66 130 305	
von mehr als 3 Monaten .....	140 075 059	
Währungen		
bis zu 3 Monaten .....	24 964 948 617	
von mehr als 3 Monaten .....	<u>3 237 748 101</u>	
		28 408 902 082
<b>Staats- und andere Wertpapiere</b>		
bis zu 3 Monaten .....	4 991 267 678	
von mehr als 3 Monaten .....	<u>1 895 266 422</u>	
		6 886 534 100
Verschiedenes .....		94 465 017
Land, Gebäude und Geschäftsausstattung .....		<u>1</u>
		<u>41 291 112 116</u>

## Anmerkung 1:

Der Goldfranken entspricht 0,290 322 58... Gramm Feingold – Artikel 4 der Statuten. Aktiva und Passiva in US-Dollar werden zu US-\$ 208 je Feinunze Gold (entspricht 1 Goldfranken = US-\$ 1,941 49...) umgerechnet, alle anderen auf Währungen lautenden Bilanzposten zu den Marktkursen gegenüber dem US-Dollar.

## Anmerkung 2:

Zu lieferndes Gold aufgrund von Termingeschäften gegen Devisen am 31. März 1990: 56 823 607 Goldfranken.

Vor                      Nach  
Verwendung  
des Reingewinns

## Passiva

### Stammkapital

Genehmigt: 600 000 Aktien je 2 500 Goldfranken	1 500 000 000
Begeben: 473 125 Aktien .....	1 182 812 500
mit 25%iger Einzahlung .....	

295 703 125                      295 703 125

### Reserven

Gesetzlicher Reservefonds .....	30 070 313
Allgemeiner Reservefonds .....	600 816 157
Besonderer Dividenden-Reservefonds .....	35 530 055
Freier Reservefonds .....	442 066 872

1 108 483 397                      1 180 483 397

### Einlagen (Gold)

Zentralbanken	
auf Sicht .....	4 454 151 322
bis zu 3 Monaten .....	14 205 902
Andere Einleger	
auf Sicht .....	399

4 468 357 623                      4 468 357 623

### Einlagen (Währungen)

Zentralbanken	
auf Sicht .....	2 449 268 313
bis zu 3 Monaten .....	29 674 857 258
von mehr als 3 Monaten .....	782 024 911
Andere Einleger	
auf Sicht .....	32 699 131
bis zu 3 Monaten .....	1 263 270 813
von mehr als 3 Monaten .....	2 575 350

34 204 695 776                      34 204 695 776

Vorsorgesystem des Personals .....

129 504 330                      129 504 330

Verschiedenes .....

980 037 341                      980 037 341

Gewinn- und Verlustrechnung .....

104 330 524                      —

Dividende, zahlbar am 1. Juli 1990 .....

—                      32 330 524

41 291 112 116                      41 291 112 116

## 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 1990 und ihres Gewinnes für das an diesem Tag beendete Geschäftsjahr. Wir haben alle erbetenen Auskünfte und Erklärungen erhalten. Die Bücher der Bank wurden ordnungsgemäß geführt; die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung stimmen mit ihnen und mit den uns gegebenen Auskünften und Erklärungen überein.

Zürich, 30. April 1990

PRICE WATERHOUSE & CO.



# Gewinn- und Verlustrechnung

für das am 31. März 1990 abgeschlossene Geschäftsjahr  
(in Goldfranken)

Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen .....		157 868 909
Abzüglich: Verwaltungskosten		
Verwaltungsrat .....	222 625	
Direktion und Personal .....	21 406 759	
Geschäfts- und Bürokosten .....	<u>9 394 445</u>	<u>31 023 829</u>
Geschäftsertrag .....		126 845 080
Abzüglich: Zuweisungen an		
Rückstellung für außerordentliche		
Verwaltungskosten .....	9 014 556	
Rückstellung für Bauvorhaben .....	5 000 000	
Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und		
die Erneuerung der Geschäftsausstattung .....	<u>8 500 000</u>	<u>22 514 556</u>
Reingewinn für das am 31. März 1990		
abgeschlossene Geschäftsjahr .....		104 330 524
Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:		
Dividende: 200 Schweizer Franken auf 473 125 Aktien .....	<u>32 330 524</u>	
	72 000 000	
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds .....	<u>21 600 000</u>	
	50 400 000	
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds ....	<u>4 000 000</u>	
	46 400 000	
Zuweisung an den Freien Reservefonds .....	<u>46 400 000</u>	

# Veränderung der Reserven der Bank

während des am 31. März 1990 abgelaufenen Geschäftsjahres  
(in Goldfranken)

## I. Zusammensetzung der Reserven nach Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1989–90

	Gesetzlicher Reservefonds	Allgemeiner Reservefonds	Besonderer Dividenden- Reservefonds	Freier Reservefonds
Stand am 1. April 1989 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 1988–89	30 070 313	600 816 157	35 530 055	442 066 872
Zuzüglich: Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1989–90 .....	—	21 600 000	4 000 000	46 400 000
Stand am 31. März 1990 laut Bilanz .....	30 070 313	622 416 157	39 530 055	488 466 872

## II. Dem eingezahlten Kapital und den Reservefonds per 31. März 1990 (nach Gewinnverwendung) standen gegenüber:

	Eingezahltes Kapital	Reserven	Zusammen
Nettoaktiva in			
Gold .....	295 703 125	366 257 514	661 960 639
Währungen .....	—	814 225 883	814 225 883
	295 703 125	1 180 483 397	1 476 186 522



## Verwaltungsrat

Dr. W.F. Duisenberg, Amsterdam  
Vorsitzender des Verwaltungsrats,  
Präsident der Bank

Bernard Clappier, Paris  
Stellvertretender Vorsitzender

Dr. Carlo Azeglio Ciampi, Rom  
Bengt Dennis, Stockholm  
Dr. Lamberto Dini, Rom  
Prof. Dr. Leonhard Gleske, Frankfurt a.M.  
Baron 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  
Alfons Verplaetse, Brüssel

### *Stellvertreter*

A.D. Crockett, London, oder  
L.D.D. Price, London  
Dr. Antonio Fazio, Rom, oder  
Dr. Carlo Santini, Rom  
Philippe Lagayette, Paris, oder  
Francis Cappanera, Paris  
Jean-Jacques Rey, Brüssel  
Dr. Hans Tietmeyer, Frankfurt a.M., oder  
Dr. Wolfgang Rieke, Frankfurt a.M.

## 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, Chefbuchhalter
Jean-Marc Andreoli	Beigeordneter Direktor, Generalsekretariat
Yukio Iura	Beigeordneter Direktor, Bankabteilung



