
BANK FÜR INTERNATIONALEN
ZAHLUNGSAusGLEICH

62. JAHRESBERICHT

1. APRIL 1991–31. MÄRZ 1992

BASEL, 15. JUNI 1992

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

62. Jahresbericht

1. April 1991–31. März 1992

Basel, 15. Juni 1992

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Einleitung	1
I. Schwächeres Wachstum als weithin erwartet	3
II. Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern	10
Schwerpunkte	10
Konjunktorentwicklung	10
Gegenwärtige konjunkturelle Entwicklung im Vergleich zu früheren Abschwüngen ..	15
Entwicklung in den einzelnen Ländern	21
<i>Die drei größten Volkswirtschaften</i>	21
<i>Übrige große Industrieländer</i>	28
<i>Übrige Industrieländer</i>	31
Auswirkungen finanzieller Anspannungen auf die Realwirtschaft	34
<i>Kreditversorgungsengpässe</i>	34
<i>Schuldenlast des privaten Sektors</i>	37
III. Entwicklung in den übrigen Ländern	41
Schwerpunkte	41
Reale Produktion, Inflation und Handel in den Entwicklungsländern und in den jungen Industrieländern	42
<i>Entwicklung in den jungen Industrieländern</i>	44
<i>Reale Produktion und Inflation in den Entwicklungsländern</i>	44
<i>Entwicklung des Handels und der Leistungsbilanzen in den Entwicklungsländern</i> ..	49
<i>Auslandsverschuldung der Entwicklungsländer</i>	52
Entwicklungen in Osteuropa	55
<i>Entwicklungen in den Ländern in fortgeschrittenem Übergangsstadium</i>	57
<i>Länder in einem frühen Übergangsstadium</i>	62
<i>Länder in verschiedenen Auflösungsphasen</i>	63
<i>Gemeinsame Trends und offene Fragen</i>	67
<i>Die Notwendigkeit von Steuerreformen</i>	68
<i>Auslandsverschuldung der ehemaligen Sowjetunion und Osteuropas</i>	71
IV. Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr	74
Schwerpunkte	74
Welthandel	75
<i>Entwicklungen</i>	75
<i>Handelspolitik</i>	76
Leistungsbilanzen der Industrieländer und der asiatischen Schwellenländer	80
<i>Vereinigte Staaten</i>	80
<i>Japan</i>	83
<i>Westeuropa</i>	84
<i>Übrige Industrieländer</i>	88
<i>Junge asiatische Industrieländer</i>	88

	Seite
Osteuropa: Außenhandel, Konvertibilität und Wechselkurse	89
<i>Umorientierung des Handels Richtung Westen</i>	89
<i>Konvertibilität und Wechselkurspolitik</i>	91
Sowjetunion: Auflösung und Handelsentwicklung	94
<i>Außenhandel, Kapitalflucht und der Rubel</i>	94
<i>Das Dilemma der Verflechtung zwischen den Republiken</i>	96
Chinas wachsende Rolle im Welthandel	98
Wichtige Kapitalbewegungen	102
<i>Direktinvestitionen</i>	102
<i>Portfoliokapital</i>	103
<i>Finanzierung der großen Ungleichgewichte</i>	104
Internationale Reserven	106
V. Geldpolitik: Inländische und internationale Aspekte	113
Schwerpunkte	113
Geldpolitik 1991/92	113
<i>Zinspolitik in den größten Volkswirtschaften</i>	113
<i>Zinspolitik in anderen EWS-Ländern</i>	115
<i>Zinspolitik in anderen Industrieländern</i>	117
Die Wirksamkeit der Geldpolitik	119
<i>Unterschiedliche geldpolitische Ansätze und der Transmissionsmechanismus</i>	119
<i>Zinspolitischer Transmissionsmechanismus</i>	121
<i>Preise für Vermögenswerte und Verschuldung</i>	124
<i>Geldmengen und der Transmissionsmechanismus</i>	126
<i>Kredite im geldpolitischen Transmissionsprozeß</i>	129
<i>Unsicherheiten in der gegenwärtigen Situation</i>	132
Die Wirkungsweise des EWS und Pläne für die Europäische Währungsunion	132
<i>Aktuelle Probleme bei der Wirkungsweise des EWS</i>	132
<i>Die Beschlüsse von Maastricht</i>	134
<i>Konvergenzbedingungen</i>	136
<i>Auswirkungen der Währungsunion</i>	137
Weltweite internationale Koordination und Kooperation der Wirtschaftspolitik	141
VI. Inländische Anlagemärkte, Wechselkurse und Gold	144
Schwerpunkte	144
Entwicklung der langfristigen Zinsen	145
Aktienkurse	149
Immobilienpreise	154
Devisenmärkte	158
<i>Entwicklung der wichtigsten Währungen</i>	158
<i>Kreuzparitäten: Yen und Schweizer Franken zur D-Mark</i>	162
<i>Entwicklungen im EWS-Wechselkursmechanismus</i>	163
<i>Schwedische Krone und Finnmark</i>	168
Gold	169
VII. Internationale Finanzmärkte	174
Schwerpunkte	174
Überblick über das Finanzmarktgeschäft	175
Der internationale Bankenmarkt	177
<i>Die Nationalitätenstruktur des internationalen Bankgeschäfts</i>	179
<i>Entwicklung an den einzelnen Finanzplätzen</i>	181
<i>Das Direktgeschäft der Banken mit Nichtbanken im Berichtsgebiet</i>	182
<i>Entwicklung der Geschäftstätigkeit mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets</i>	185
<i>Der Markt für Konsortialkredite</i>	187

	Seite
Der internationale Wertpapiermarkt	188
<i>Der Markt für kurz- und mittelfristige Notes</i>	188
<i>Der internationale Anleihemarkt</i>	191
<i>Emittenten an den Wertpapiermärkten weltweit</i>	194
Der Markt für derivative Finanzinstrumente	196
<i>Finanzterminkontrakte und börsengehandelte Optionen</i>	196
<i>Zins- und Währungsswaps</i>	198
<i>Veränderungen der Marktstruktur und aufsichtsrechtliche Bedenken</i>	200
Der Markt für private ECU	202
Entwicklungsländer und internationale Finanzmärkte	204
VIII. Strukturelle Aspekte der Finanzmärkte und der Aufsicht im Finanzsektor	209
Schwerpunkte	209
Wichtige strukturelle Entwicklungen	209
Bewertung der Deregulierung und Innovation im Finanzsektor	214
Herausforderungen der nächsten Zukunft	222
Längerfristige Herausforderungen	225
IX. Die Tätigkeit der Bank	234
Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen	234
Die Bank als Agent und Treuhänder	236
<i>Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ)</i> ...	236
<i>Agent des Verrechnungs- und Abrechnungssystems für private ECU</i>	237
<i>Treuhänder für internationale Staatsanleihen</i>	238
Finanzhilfe für Zentralbanken	238
Die Tätigkeit der Bankabteilung	239
<i>Passiva (Mittelaufkommen)</i>	240
<i>Aktiva (Mittelverwendung)</i>	243
Der Reingewinn und seine Verwendung	245
Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion	246
Schlußbemerkungen	247
Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung	259
Verwaltungsrat	264
Direktion	265

Verzeichnis der Grafiken (*) und Tabellen

	Seite
Schwächeres Wachstum als weithin erwartet	
Entwicklung der Produktion weltweit	5
Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern	
Arbeitslosenquoten*	12
Anstieg der Verbraucherpreise	14
Reale Inlandsnachfrage*	16
Nettoersparnis der privaten Haushalte*	18
Langfristige Realzinsen*	20
Kapitalrendite im Unternehmenssektor*	21
Veränderung des realen BSP/BIP und der Nachfragekomponenten in den großen Industrieländern	22
Ausgewählte Wirtschaftsindikatoren der neuen deutschen Bundesländer	27
Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts und der Anlageinvestitionen in den übrigen Industrieländern	32
Außenfinanzierung der Wirtschaftsunternehmen in den USA*	36
Verhältnis des Reinvermögens der privaten Haushalte zum verfügbaren Einkommen* ...	38
Zinsbelastungsquote*	39
Entwicklung in den übrigen Ländern	
Wachstum des BIP in den Entwicklungsländern und in den jungen Industrieländern ..	43
Inflation in den Entwicklungsländern und in den jungen Industrieländern	45
Leistungsbilanzsalden der Entwicklungsländer	50
Indikatoren des Außenhandels der Entwicklungsländer	51
Entwicklung des realen BIP	56
Entwicklung der Verbraucherpreise (VP) und der Nominallöhne (L)	58
Arbeitslosenquoten	60
Veränderung der Inlandskredite und der preisbereinigten Geldmenge	61
Entwicklung der Ersparnis der privaten Haushalte	62
Sowjetrepubliken: grundlegende Wirtschaftsindikatoren (Daten von 1988)	64
Jugoslawische Republiken: grundlegende Wirtschaftsindikatoren (Daten von 1990) ..	66
Indikatoren der Budgetentwicklung	70
Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr	
Indikatoren des Welthandels*	76
Handelsströme im Jahr 1990	78
Relative Inlandsnachfrage und reale gewogene Wechselkurse*	81
Die Leistungsbilanz der USA	82
Die japanische Leistungsbilanz	83
Die deutsche Leistungsbilanz	85
Leistungsbilanzsalden der Industrieländer und der asiatischen Schwellenländer	87
Handel Osteuropas mit den Industrieländern	90
Reale gewogene Wechselkurse: Polen und Jugoslawien*	93

	Seite
Ölproduktion und -handel der ehemaligen Sowjetunion	95
Handelsbeziehungen zwischen den ehemaligen Sowjetrepubliken	97
Chinas Außenhandel im internationalen Vergleich*	100
China: Handels- und Kapitalverkehrsstatistik	101
Weltweite Direktinvestitionen	103
Portfoliakapitalverkehr der Industrieländer	104
Kapitalbilanzen der USA, Japans und Deutschlands	105
Veränderung der Weltwährungsreserven	107
Offizielle Nichtgoldreserven nach Ländern	109
Zusammensetzung der Devisenreserven	111

Geldpolitik: Inländische und internationale Aspekte

Zentralbank- und Marktsätze*	115
Geldmarktsätze und Renditen öffentlicher Anleihen in den EWS-Ländern	116
Zinssätze und Anleihenrendite in ausgewählten Ländern*	118
Zinsrelationen*	123
Finanzielle Verpflichtungen und Forderungen des privaten nichtfinanziellen Sektors* ..	125
Geldmengen und Kreditaggregate: Zielvorgaben und Zuwachsraten	127
Geldmengen und Kreditaggregate sowie BIP*	128
Zunahme von Bankkrediten nach Arten	130
Zunahme der Bankkredite an den privaten Sektor	131
Konvergenzindikatoren von EWS-Ländern und EWU-Kriterien	139
Arbeitskosten je Stunde im verarbeitenden Gewerbe in den EG-Ländern 1991 in ECU	140

Inländische Anlagemärkte, Wechselkurse und Gold

Langfristige Zinssätze und Differenz zu den kurzfristigen Sätzen*	146
Aktienkurse*	150
Inflationsbereinigte Aktienkurse*	153
Nominale Immobilienpreise	154
Grundstückspreise in Japan	155
Inflationsbereinigte Immobilienpreise*	157
Bilaterale Wechselkurse des US-Dollars gegenüber ausgewählten Währungen*	158
Zinsdifferenzen gegenüber den USA*	159
Bilateraler Wechselkurs des Yen und des Schweizer Frankens gegenüber der D-Mark*	163
Position der Währungen im EWS-Wechselkursband*	164
Zinsdifferenzen gegenüber Deutschland*	166
Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)	169
Weltgoldgewinnung	170
Goldpreis in ausgewählten Währungen*	172
Tägliche Volatilität des Goldpreises	173

Internationale Finanzmärkte

Geschäftstätigkeit an den internationalen Finanzmärkten*	175
Nettofinanzierung auf den internationalen Märkten (Schätzung)	176
Hauptmerkmale des internationalen Bankgeschäfts	178
Art der internationalen Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken nach der Nationalität der Banken	180
Entwicklung an den einzelnen berichtenden Finanzplätzen: Forderungen	182
Entwicklung an den einzelnen berichtenden Finanzplätzen: Verbindlichkeiten	183
Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken an Nichtbanken in den Ländern der Zehnergruppe	184

	Seite
Der internationale Bankenmarkt als Empfänger von Nichtbankeinlagen aus den Ländern der Zehnergruppe	185
Geschäfte der an die BIZ berichtenden Banken mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets	186
Inländische und internationale Märkte für Commercial paper und mittelfristige Notes	189
Hauptmerkmale der Geschäftstätigkeit am internationalen Anleihemarkt	190
Rendite ausgewählter internationaler Anleihen und Zinssatz für Eurodollareinlagen* ..	191
Emissionstätigkeit auf dem Anleihemarkt und gewogener Wechselkurs des US-Dollars*	192
Art und Währungsstruktur internationaler Anleiheemissionen	193
Emissionstätigkeit an den inländischen und internationalen Anleihemärkten	194
Emissionstätigkeit des privaten Sektors an den inländischen und internationalen Wertpapiermärkten	195
Weltweit an organisierten Börsen gehandelte derivative Finanzinstrumente	197
Hauptmerkmale des Marktes für Zinsswaps	198
Zusammensetzung der im ersten Halbjahr 1991 arrangierten Währungsswaps	199
Der Markt für private ECU	203
Kreditbeziehungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber ausgewählten Entwicklungsländern	205

Strukturelle Aspekte der Finanzmärkte und der Aufsicht im Finanzsektor

Expansion der Märkte für ausgewählte derivative Finanzinstrumente	210
Grenzüberschreitende Anleihe- und Aktientransaktionen	211
Wachstum der institutionellen Anleger	212
Verschuldung des privaten Sektors in ausgewählten Ländern	213
Nicht aus dem Zinsgeschäft stammende Erträge der Banken	215
WachstumsKennziffern im Finanzgewerbe	216
Indikatoren der Umsatzentwicklung an Wertpapiermärkten*	217
Indikatoren der Entwicklung von Zahlungsverkehrsvolumina*	218
Volatilitätsindikatoren für Aktienmarkt- und Anleiheerträge*	219
Realkredite der Banken in ausgewählten Ländern	221
Gewinnspannen der Banken	223
Langfristige Entwicklung der Bankaktienkurse	224

Die Tätigkeit der Bank

Ausstehende Gemeinschaftsdarlehen per 31. März 1992	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

62. Jahresbericht

*an die ordentliche Generalversammlung
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
am 15. Juni 1992 in Basel*

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 62. Geschäftsjahr (1. April 1991–31. März 1992) vorzulegen.

Nach Zuweisung von 3 650 285 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und 11 000 000 Goldfranken an die Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und Erneuerung der Geschäftsausstattung ergab sich für das Geschäftsjahr ein Reingewinn von 119 460 160 Goldfranken. Im Vorjahr hatte er 114 892 783 Goldfranken betragen.

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 32 460 160 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 200 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 26 100 000 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds, 3 000 000 Goldfranken dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den verbleibenden Betrag von 57 900 000 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1991/92 den Aktionären am 1. Juli 1992 gezahlt.

I. Schwächeres Wachstum als weithin erwartet

Der Wirtschaftsabschwung, der länger anhält als vor Jahresfrist vorhergesehen, dehnte sich im Verlauf des Jahres 1991 auf weitere Länder aus, da sich die Wirtschaftstätigkeit in Japan und Deutschland – den zwei Industrieländern, deren Volkswirtschaften zu Beginn des letzten Jahres noch kräftig wuchsen – abschwächte. Mit einem Produktionswachstum von weniger als 1% (s. die Tabelle auf S. 5) erlebten die Industrieländer 1991 die schwächste Wirtschaftsexpansion seit 1982, und erstmals seit acht Jahren nahm die Arbeitslosenquote zu, auf 7½% am Ende des Jahres. In Kapitel II des vorliegenden Berichts werden eine Reihe von Sondereinflüssen untersucht, die erklären helfen könnten, weshalb die Einschätzung der kurzfristigen wirtschaftlichen Aussichten in den Industrieländern überwiegend zu optimistisch ausfiel. Die verschuldungsbedingten finanziellen Belastungen des privaten Sektors, verschärft durch starke Preisrückgänge bei den Vermögenswerten, scheinen die größte Rolle gespielt zu haben. Darüber hinaus reichte die Zuversicht der privaten Haushalte und Unternehmen nicht aus, um die Wirtschaftserholung, die nach Einstellung der Kampfhandlungen am Golf eingesetzt hatte, nachhaltig zu stützen, und sank im zweiten Halbjahr 1991 auf einen neuen Tiefpunkt. Gleichzeitig verringerte das zeitigere Einsetzen der Rezession in Ländern mit hohen Leistungsbilanzdefiziten im vergangenen Jahr tendenziell die internationalen Ungleichgewichte. Eine bemerkenswerte Ausnahme von dieser in Kapitel IV erörterten Verbesserung war der starke Anstieg des japanischen Überschusses.

Die flauere Wirtschaftstätigkeit führte in einer Reihe von Ländern zu einer expansiveren makroökonomischen Politik, so insbesondere in den Vereinigten Staaten, Australien und – zu einem späteren Zeitpunkt – in Japan. Andernorts wurde – wie in Kapitel V beschrieben – die Geldpolitik hingegen nicht auf anti-zyklische Ziele ausgerichtet, selbst als die unerwartete Schwäche der Nachfrage zutage trat. Deutschland, Italien und einige andere europäische Länder sahen sich einem starken Inflationsdruck ausgesetzt, der jegliche geldpolitische Lockerung ausschloß. Andere währungspolitische Instanzen räumten ihren Wechselkurszielen Priorität ein, auch wenn dies bedeutete, daß sie eine straffere Politik hinnehmen mußten, als ihnen aus binnenwirtschaftlichen Gründen wünschenswert erschien. Im Bereich der Finanzpolitik durften selbst die automatischen Stabilisatoren ihre Wirkung nur schwach entfalten, damit die Finanzmärkte nicht zu dem Schluß kämen, die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen stehe nicht mehr hoch auf der Tagesordnung einer angebotsorientierten Wirtschaftspolitik. Mit dem Herannahen von Wahlen ist diese Entschlossenheit allerdings in jüngster Zeit in einigen Ländern ein wenig ins Wanken geraten.

Das Ausbleiben größerer wirtschaftspolitischer Reaktionen in vielen Ländern spiegelt zweifellos das weitgehend verlorengegangene Vertrauen in die

Wirksamkeit einer kurzfristigen Stimulierung wider; das gilt um so mehr, wenn man den Rückschlag in Rechnung stellt, den dabei die mittelfristigen Ziele erleiden können. Es mag auch Ausdruck der Überzeugung sein, daß die Risiken eines Rückschlags begrenzt sind und die Gefahr einer nahenden, weltweiten Depression gering ist. Diese Erwartung hat eine ziemlich solide Basis: Die strukturellen Verbesserungen der letzten Zeit haben sich nicht umgekehrt; die Erträge in der verarbeitenden Industrie sind gegenüber dem während der zweiten Hälfte der achtziger Jahre erreichten günstigeren Niveau nicht zu weit zurückgefallen. Ein gewisser konjunktureller Rückgang der Nachfrage muß – auch wenn er in vielen Ländern gleichzeitig auftritt – als normal betrachtet werden, insbesondere nach einem so langen, kräftigen und ebenfalls synchron verlaufenden Aufschwung zwischen 1983 und 1990.

Ein positiver Aspekt der gegenwärtigen Situation ist die Art und Weise, wie die Inflation in einer Reihe von Ländern auf den geringeren Nachfragedruck reagiert hat. In den USA war der Anstieg der Verbraucherpreise zuletzt so gering wie seit 1986 nicht mehr, dem besten Jahr nach 1965; in Kanada muß man drei Jahrzehnte zurückgehen, um eine Preissteigerungsrate ähnlich der gegenwärtigen zu finden. In Großbritannien und Schweden haben sich die aktuellen Preissteigerungen über zwölf Monate gegenüber denen von vor zwei Jahren mehr als halbiert. In Australien und Neuseeland sind die Preise im letzten Jahr fast überhaupt nicht gestiegen. Aus dem Rahmen fällt Deutschland mit der – nach Italien – höchsten Teuerungsrate unter den Ländern der Siebenergruppe. All diese Preissteigerungsraten sind teilweise durch steuerliche Maßnahmen, Hypothekenzins- oder Energiepreisveränderungen verzerrt; sie lassen jedoch den Schluß zu, daß „Stagflation“ – das Ausbleiben von Reaktionen des inflationären Drucks auf eine schwache Wirtschaftstätigkeit – in den meisten Ländern derzeit keine ernste Bedrohung darstellt, obwohl die Starrheit an vielen Arbeitsmärkten ein Problem bleibt.

Ein anderer Aspekt des wirtschaftlichen Geschehens im Berichtszeitraum hebt sich ebenfalls positiv von dem Hintergrund hauptsächlich schlechter Nachrichten ab. Äußerst ermutigend ist die Wirtschaftserholung in jenen lateinamerikanischen Ländern, die in den letzten Jahren eine strenge Antiinflationpolitik und strukturelle Reformen durchgeführt haben. Eine derartige Politik wird in vielen asiatischen Ländern, wo das reale Wirtschaftswachstum trotz der Rezession in den Industrieländern im vergangenen Jahr hoch blieb, bereits seit langem verfolgt. Gleichzeitig ging jedoch das reale Pro-Kopf-Einkommen der afrikanischen Länder südlich der Sahara weiter zurück, während sich im Nahen Osten das Produktionswachstum als Folge des Golfkrieges erheblich abschwächte.

Es bestehen allerdings kaum Zweifel, daß die gegenwärtige konjunkturelle Verlangsamung in den Industrieländern die Schwierigkeiten jener Länder vergrößert hat, die sich im Übergang von einer zentralen Planwirtschaft in die Marktwirtschaft befinden. Das gewaltsame Auseinanderbrechen Jugoslawiens und der Zerfall der Sowjetunion haben diesem dramatischen Geschehen eine weitere Wendung gegeben, wobei die eigentlich gute Nachricht von der Wiedererlangung der Freiheit und der wirtschaftlichen Initiative ständig in Gefahr ist, unter der Fülle dringend zu lösender Probleme zu verschwinden. In Kapitel III

werden die Schwierigkeiten beschrieben, denen sich die osteuropäischen Staaten angesichts eines real noch weiter sinkenden Sozialprodukts und einer stark zunehmenden Arbeitslosigkeit gegenübersehen.

Der Umbau des Wirtschaftssystems ist als solcher schon schwer genug. Strukturreformen sind fast schon definitionsgemäß ein langsamer Prozeß, und dies gilt um so mehr, wenn kein Stein auf dem anderen gelassen werden kann. Das wichtigste binnenwirtschaftliche Problem, das in Kapitel III untersucht wird, ist die Situation der öffentlichen Finanzen, die in fast all diesen Ländern angesichts stark divergierender Einnahmen- und Ausgabenentwicklungen außer Kontrolle zu geraten droht. Die Umsetzung einer makroökonomischen Politik wird dadurch erschwert, daß mit einem neu eingeführten Instrumentarium gearbeitet werden muß, das auf unterentwickelten Märkten nicht ordentlich funktionieren kann. Die Wirtschaftspolitiker können aber auch nicht Zuflucht zu den alten Mechanismen nehmen, wenn sie den Märkten weitere Entwicklungsmöglichkeiten verschaffen wollen. Das läuft leicht auf eine Quadratur des Kreises hinaus. Wesentliche Elemente dieses Prozesses sind die Öffnung der Inlandsmärkte für den internationalen Wettbewerb und die Einräumung von Möglichkeiten für heimische Unternehmer, ihre Chancen auf den Weltmärkten zu nutzen. Die in den ehemaligen kommunistischen Ländern ebenso wie in China unternommenen Schritte zur Reformierung der Außenhandelspolitik und zur Einführung der Währungsconvertibilität werden in Kapitel IV erörtert.

Entwicklung der Produktion weltweit ¹							
Ländergruppe/Region	1984–86 BIP	1981–86 Durchschnitt	1987	1988	1989	1990	1991
	in % des BIP insgesamt		Veränderung des realen BIP in Prozent				
Sieben größte Länder	59,0	2,7	3,3	4,5	3,3	2,5	1,0
Übrige Industrieländer ²	12,7	2,3	3,2	3,5	3,6	2,7	0,5
Entwicklungsländer	18,5	3,4	4,0	4,3	3,4	3,4	3,5
Hauptölförderländer ³	6,4	0,6	0,5	1,7	3,0	4,4	2,3
Übrige Entwicklungsländer	12,1	5,1	6,0	5,7	3,6	2,8	4,1
Afrika und Nahost	1,8	3,2	3,4	4,5	1,0	3,0	3,1
Asien	6,6	7,0	8,1	9,2	5,4	5,2	5,4
darunter:							
junge Industrieländer ⁴	1,6	7,5	12,1	9,5	6,3	6,7	7,2
Lateinamerika	3,7	2,5	3,3	0,1	1,6	-1,4	2,2
Osteuropa ⁵	9,8	3,0	1,8	3,7	1,7	-4,1	-16,8
Insgesamt	100,0	2,8	3,3	4,3	3,2	2,1	-0,4
<i>Nachrichtlich:</i>							
<i>Insgesamt ohne Osteuropa</i>		2,8	3,4	4,4	3,4	2,7	1,4

¹ Die durchschnittlichen Wachstumsraten der sieben größten und der übrigen Industrieländer wurden anhand der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1989 errechnet, die anderen Durchschnitte anhand der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1984 bis 1986, wobei alle Länder berücksichtigt sind, deren BIP 1989 wenigstens US-\$ 0,1 Mrd. betrug. ² In der Tabelle auf S. 32 aufgezählte Länder sowie Island, Luxemburg und Malta. ³ OPEC-Mitglieder, Mexiko und Trinidad und Tobago. ⁴ Hongkong, Singapur, Südkorea und Taiwan. ⁵ Nationale Produktionszahlen, umgerechnet zu nichtkommerziellen Wechselkursen.

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

Aber selbst eine solide Wirtschaftsstrategie wird womöglich nicht ausreichen. Der politische Prozeß des Übergangs erfordert eine breite öffentliche Unterstützung, da die Reformen in Osteuropa demokratischer Natur sind. Die Bevölkerung in diesen Ländern vergleicht ihre jetzigen Erfahrungen nicht – und kann es tatsächlich auch nicht – mit dem, was geschehen wäre, hätten sich die alten Regime an der Macht halten können; sie zieht vielmehr Vergleiche mit einer Zeit, bevor das Scheitern des Sozialismus so offen zutage trat. Diese verzerrte Sicht bringt politisch um so mehr Schwierigkeiten mit sich, je länger es dauert, bis das Wirtschaftswachstum wieder einsetzt. Beträchtliche finanzielle Hilfe von außen mag nötig sein, einfach um den Funken an Hoffnung zu liefern, damit der politische Prozeß im Gang bleibt.

In dieser Situation können aber aus dem gleichzeitig in Ostdeutschland stattfindenden Übergang wichtige Lehren gezogen werden. Dort ist nahezu wie unter den Bedingungen eines kontrollierten Experiments jegliche äußere Hilfe – finanzielle, unternehmerische, technische und administrative – reichlich vorhanden, Sprachbarrieren gibt es nicht, es existieren neue, verlässliche rechtliche Rahmenbedingungen sowie eine solide Währung, und erfahrene Wirtschaftspolitiker sind am Werk – und trotzdem verläuft der Transformationsprozeß alles andere als glatt. Allerdings muß man diesen unzweifelhaften Vorteilen auch die nicht unerheblichen Nachteile gegenüberstellen, die in den anderen ehemaligen sozialistischen Ländern weitgehend fehlen. Vielleicht der größte unter ihnen – abgesehen von der mit dem Schritt zur Währungsunion verbundenen riesigen Aufwertung – sind die überzogenen Erwartungen aufgrund der politischen Union. Eines aber machen die Rückschläge im Übergangsprozeß in Deutschland klar, daß nämlich Hilfe von außen, mag sie auch noch so reichlich gewährt werden, kein Allheilmittel zur raschen Überwindung der Erblasten des Sozialismus ist, als da sind: Staatseigentum der Produktionsmittel, technologischer Rückstand in fast allen Bereichen, desolater Zustand der Infrastruktur, der industriellen Produktionsanlagen und des Wohnungsbestands, völlige Vernachlässigung der Umwelt, stark verzerrtes Preisgefüge und das völlige Fehlen von Marketingkenntnissen. Dies sind alles gewaltige Hürden für ein frühzeitiges Wiedereinsetzen des Wachstums unter Bedingungen einer Marktwirtschaft, wozu Hilfe von außen, welcher Art auch immer, keine rasche Lösung bringen kann.

Die Art von Hilfe, die am meisten zum Übergangsprozeß beitragen und das Wirtschaftswachstum in den osteuropäischen Ländern anregen kann, ist die Gewährung eines uneingeschränkten Zugangs zu den westlichen Märkten. Die meisten Industrieländer haben sich in den letzten Jahren weiter von den Freihandelsidealen entfernt, die sie angeblich hochhalten; viele Entwicklungsländer haben dagegen entschlossene Maßnahmen zur Öffnung ihrer Volkswirtschaften ergriffen. Die Uruguay-Runde hat sich als die langwierigste aller GATT-Verhandlungen erwiesen. Der Widerstand gegen zusätzliche gegenseitige Konzessionen scheint sich laufend zu verhärten. Regionale Handelsabkommen – inzwischen ein bedeutendes Merkmal in den weltweiten Handelsbeziehungen – lenken die Aufmerksamkeit vom globalen Geschehen ab. Diese Frage wird ausführlich in Kapitel IV erörtert und noch einmal in den Schlußbemerkungen aufgegriffen. Sie ist von größter Bedeutung nicht nur für die im Übergang befindlichen Länder, sondern auch für den wirtschaftlichen Wohlstand der Welt im ganzen. In dieser

Hinsicht sollten nicht nur die ehemaligen sozialistischen Staaten, sondern *alle* Länder den Übergang in eine freie und offenere Marktwirtschaft beschreiten. Marktverzerrungen und Wettbewerbsschranken sind im internationalen Kontext so schädlich wie auf nationaler Ebene.

Können wir annehmen, daß das, was für die Gütermärkte gilt, in gleicher Weise auf die Finanzmärkte zutrifft, oder legen Fragen bezüglich der Stabilität des Finanzsystems und/oder der Wirksamkeit der Geldpolitik den Schluß nahe, daß es besonderer Regulierungen bedarf? Diesem Punkt wird in dem vorliegenden Bericht besondere Aufmerksamkeit gewidmet – in Kapitel V mit Bezug auf den geldpolitischen Transmissionsmechanismus, allgemeiner in Kapitel VIII, das bestimmte Aspekte struktureller Veränderungen an den Finanzmärkten aus längerfristiger Perspektive beleuchtet, und zuletzt in den Schlußbemerkungen. Eine eindeutige Antwort zu geben ist nicht möglich. Es gibt eindeutig eine Aufgabe für die Aufsichtsbehörden, und zwar nicht nur in dem eng definierten Bankensektor, sondern auch in anderen Bereichen des Finanzdienstleistungsgewerbes. Die Frage ist nur, wo die Grenzen zwischen staatlicher Intervention und Marktkräften zu ziehen sind; darauf haben die einzelnen Länder seit jeher leicht unterschiedliche Antworten gegeben. Die zunehmende Globalisierung der Finanzmärkte hat nun aber eine Koordinierung der nationalen Anstrengungen auf diesem Gebiet unumgänglich gemacht. Die Basler Eigenkapitalstandards sind das Ergebnis einer solchen Koordination. Sie sind auf einige Kritik gestoßen, aber wohl nur wenige würden argumentieren, man könne die Banken gefahrlos mit erheblich weniger Kapital arbeiten lassen. Natürlich muß jeder regulative Rahmen an neue Marktentwicklungen angepaßt werden. So werden die Basler Standards, die sich zunächst nur auf Kreditrisiken beziehen, rechtzeitig geändert werden müssen, um verschiedene Marktrisiken mit einzubeziehen, was technisch gesehen keine sehr leichte Aufgabe ist.

1991 gingen die aggregierten Positionen des internationalen Bankgeschäfts zum ersten Mal, seitdem hierzu Angaben verfügbar sind, zurück. Hierin spiegelt sich jedoch kein „credit crunch“ auf internationaler Ebene wider. Die Abnahme betraf hauptsächlich das Interbankgeschäft der japanischen Banken und deutet im allgemeinen auf eine strategische Verlagerung bei den Banken hin: weg von einer „Expansion um jeden Preis“ und hin zu wieder höheren Gewinnspannen. Die Anleiherenditen zeigten ein hohes Maß an Unabhängigkeit gegenüber den kurzfristigen inländischen Zinssätzen, aber eine beträchtliche internationale Abhängigkeit. Das Ergebnis war – abhängig vom jeweiligen Kurs der Geldpolitik – eine steil ansteigende oder stark abfallende Renditenstrukturkurve (s. Kapitel V und VI). Ohne Zweifel beeinflussen die inländischen Inflationserwartungen maßgeblich die nationalen Anleiherenditen, sie sollten jedoch nicht immer als der dominierende Faktor betrachtet werden, wenn die kurz- und die langfristigen Zinsen auseinanderlaufen. Mit dem Phänomen hoher Realzinsen beschäftigt sich Kapitel II, wobei einzuräumen ist, daß die Erfahrungen des Jahres 1991 hierzu nicht sehr viel analytischen Fortschritt brachten. Die Aktienmärkte, deren Entwicklung 1987 und in geringerem Maße 1989 in einem engen Verbund stand, gingen 1991 – nachdem die Kurse zum Ende des Golfkrieges im Gleichlauf gestiegen waren – sehr ausgeprägt ihre eigenen Wege. Ein Zusammenhang mit der konjunkturellen Situation im jeweiligen Land und insbesondere mit der

Ertragslage und den Zukunftsperspektiven der Unternehmen läßt sich nur ausmachen, wenn man ziemlich lange Zeitabstände unterstellt, nämlich solche von mehreren Jahren (s. Kapitel VI).

Die Immobilienpreise sind in einer Reihe von Ländern ungewöhnlich stark gesunken, was der Geschichte der Inflation von Vermögenswerten und deren Bezug zum allgemeinen Preisanstieg, zu spekulativen Preisblasen und zur allgemeinen Wirtschaftslage ein neues Blatt hinzugefügt hat. Die Deflation der Immobilienpreise, wenn es denn so bezeichnet werden sollte, dürfte als ein neues Phänomen in der Wirtschaftsgeschichte der Industrieländer seit Kriegsende zu sehen sein, wenngleich Preisrückgänge bei gewerblichen Immobilien im Anschluß an die inflationären Übertreibungen der siebziger Jahre in einigen Ländern ebenfalls eine beträchtliche Größenordnung erreichten. Zweifellos bedurfte es eines großen Einschnitts in den Inflationstrend, damit bei den Vermögenswerten eine Deflation möglich wurde. Sollte sie sich fortsetzen, hätte dies womöglich nicht nur weitere negative Rückwirkungen auf die Finanzinstitute in den betroffenen Ländern, sondern könnte auch die Aussichten auf eine umfassende wirtschaftliche Erholung beeinträchtigen. Da es an einschlägiger Erfahrung hierzu fehlt, läßt sich die potentielle Gefahr des Entstehens eines Teufelskreises von sich gegenseitig verstärkenden Preisrückgängen nur schwer ermessen. Man sollte jedoch nicht vergessen, daß die Volkswirtschaften der Industrieländer nach wie vor für inflationäre Tendenzen anfälliger sind als für deflationäre und daß frühere Befürchtungen von deflationären Spiralen sich stets als unbegründet herausstellten.

Bei den Wechselkursrelationen zwischen den wichtigen Währungen hat sich im Berichtszeitraum insgesamt gesehen kein eindeutiger Trend ergeben. Dies überrascht vielleicht angesichts der ausgeprägten Divergenz in der Geldpolitik. Der US-Dollar durchlief allerdings im Berichtszeitraum eine verhältnismäßig starke Auf- und Abwärtsbewegung. Interventionen wurden nahe dem Höhepunkt dieses Zyklus und erneut zu Beginn dieses Jahres vorgenommen, als der Dollar wiederum anstieg. Obwohl die Kapitalströme erheblich answollen, waren sie nicht von der Art, daß sie an den Devisenmärkten für Unruhe sorgten. Im EWS blieben offizielle Wechselkursanpassungen aus, und die Spannungsphasen aufgrund von Spekulationen über mögliche Leitkursänderungen waren verhältnismäßig kurz. Der Gipfel von Maastricht wirkte sich nur kurz auf die Finanzmärkte aus. Es hatte den Anschein, daß diese beschlossen, keine voreiligen Schlüsse zu ziehen, sondern sich für die Bewertung der sich für das EWS auf der Zwischenstufe möglicherweise ergebenden Folgen Zeit zu nehmen. Dieser Eindruck dürfte nicht im Einklang stehen mit der weithin akzeptierten Hypothese über das Anpassungstempo an den Finanzmärkten. Die Vertragsbestimmungen zur Währungsunion sind allerdings auch mehr als einfach eine der Nachrichten, die die Märkte rasch verarbeiten können. Sie enthalten eine Anzahl sehr komplizierter möglicher Vorgehensweisen, die von einer Reihe von Voraussetzungen abhängig sind. Im gegenwärtigen Stadium läßt sich nur sehr schwer sagen, welche Länder diese Voraussetzungen werden erfüllen können und wie strikt sie angewendet werden.

Der Vertrag stellt eine Einigung über das Gerüst der Wirtschafts- und Währungsunion dar, und viele wichtige Punkte sind noch zu entscheiden. Eigen-

artig ist jedoch, daß das Erreichen dieses Grundkonsenses die Lösung der noch verbleibenden Probleme offenbar nicht leichter gemacht hat. Die Regierungen, die sich grundsätzlich auf eine Einigung festgelegt hatten, waren nicht unglücklich, daß es in ihren Ländern vor dem Maastrichter Gipfel keine öffentliche Debatte hierüber gab, und sie taten auch wenig oder nichts, um eine solche anzuregen. Nachdem sie die weitgehend unvorbereitete Öffentlichkeit mit dem Programm überrascht haben, sehen sie sich nun mit Debatten und Widerspruch zu später Stunde konfrontiert. Dies hat Zweifel an den Aussichten für eine Umsetzung des Vertrags geweckt, auch wenn sich in keinem Mitgliedsland die parlamentarischen Gegner einer Ratifizierung des Vertrags in ausreichender Stärke formiert haben. Wie in Kapitel V im einzelnen ausgeführt wird, ist eine Währungsunion zwischen in mancher Hinsicht so divergierenden Volkswirtschaften wie denen der EG-Länder selbst dann, wenn die Konvergenzkriterien strikt angewandt werden, ein Unterfangen, das mit zahlreichen Unwägbarkeiten behaftet ist und zu unterschiedlichen Auffassungen führen kann, wenn erst einmal eine Debatte über die konkreten Folgen in Gang gekommen ist.

Der Aufbau des Berichts wurde gegenüber den Vorjahren etwas geändert. In den folgenden drei Kapiteln wird wie zuvor die wirtschaftliche Entwicklung einzelner Ländergruppen und die Entwicklung der Zahlungsbilanzen erörtert. Das darauffolgende Kapitel untersucht die Geldpolitik sowohl unter nationalen als auch internationalen Blickwinkeln. Danach folgt ein Kapitel, das sich mit den Finanzmärkten und all ihren Aspekten befaßt, einschließlich der Devisenmärkte, und einen Überblick über die Entwicklung an den Immobilienmärkten gibt. Den internationalen Finanzmärkten, wie sie in die BIZ-Statistiken Eingang finden, ist – wie in der Vergangenheit – ein eigenes Kapitel gewidmet. Schließlich werden in diesem Jahr in einem Sonderkapitel die strukturellen Veränderungen auf den Finanzmärkten und deren mögliche Folgen betrachtet.

II. Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern

Schwerpunkte

Der Wirtschaftsabschwung, der 1990 eingesetzt hatte, hielt auch im gesamten letzten Jahr an und weitete sich auf praktisch alle Industrieländer aus. Nahezu ein Drittel der Länder verharrte in der Rezession, die kräftige Expansion in Deutschland und Japan kam zum Stillstand, und mehrere europäische Länder, deren Wirtschaftsentwicklung im Jahr 1990 noch vergleichsweise günstig verlaufen war, registrierten eine Abschwächung. Insgesamt gesehen befand sich dieser Abschwung moderater als der von Anfang der achtziger und Mitte der siebziger Jahre, was zu einem großen Teil darauf beruhte, daß der inländische Inflationsdruck ebenso wie der vorausgegangene Anstieg des Ölpreises weniger stark war als damals. Allerdings ist der Preisauftrieb inzwischen in Deutschland zu einem ernststen Problem geworden und in mehreren anderen großen europäischen Ländern eine Sorge geblieben. Bemühungen um Eindämmung der Inflation trugen zusammen mit den sich aus dem EWS-Wechselkursmechanismus ergebenden zinspolitischen Zwängen dazu bei, daß die Realzinsen in ganz Europa auf einem hohen Niveau blieben. Ferner machten sich finanzielle Anspannungen und Ungleichgewichte, die größtenteils während der vorangegangenen Expansionsphase entstanden waren, in diesem Konjunkturzyklus ungewöhnlich stark bemerkbar; zudem engten die anhaltenden öffentlichen Haushaltsprobleme vielerorts den Spielraum für eine finanzpolitische Stimulierung ein. Insgesamt lassen diese Faktoren den Schluß zu, daß die nachfragedämpfenden Kräfte zwar weniger ausgeprägt sind als in vorangegangenen Konjunkturzyklen, gleichwohl aber stärker, hartnäckiger und weiter verbreitet, als vor einem Jahr vorausgesehen.

Konjunkturentwicklung

Das reale Wirtschaftswachstum in den Industrieländern insgesamt betrug im Jahr 1991 durchschnittlich lediglich 0,9%; das war das schwächste Gesamtwachstum seit 1982; es lag in fast allen Ländern deutlich unter dem Wert von 1990. Das abgelaufene Jahr brachte auch ein Ende des Investitionsbooms in Europa und Japan, zunehmende Arbeitslosigkeit und eine ausgeprägte Einengung des wirtschaftspolitischen Handlungsspielraums in vielen Ländern.

Die Produktion war 1991 in Großbritannien, Australien, Schweden, Finnland und Neuseeland das ganze Jahr über oder die meiste Zeit weiter rückläufig. In den USA, Kanada und der Schweiz schien zwar die Rezession zu Ende zu sein, doch war im Verlauf der vier Quartale schließlich wenig oder überhaupt kein Wachstum zu verzeichnen. Mit Ausnahme der Vereinigten Staaten war der Wirtschaftsabschwung in diesen Ländern weitgehend die Folge vorheriger Überexpansion und des daraus resultierenden inflationären Drucks, der die

Schwaches Wirtschaftswachstum 1991

staatlichen Instanzen gezwungen hatte, einen sehr restriktiven geldpolitischen Kurs einzuschlagen. Die Abwärtsbewegung begann in der Regel mehrere Quartale vor dem Golfkonflikt und war in Australien und Finnland ebenso stark oder stärker als in den früheren Rezessionen der Nachkriegszeit. Der Abschwung in den USA war verhältnismäßig flach, allerdings dauerte die Wirtschaftsschwäche länger an als erwartet. Im Frühjahr des vergangenen Jahres begann sich die Wirtschaftstätigkeit in den USA und in Kanada zu erholen, verlor dann jedoch wieder an Schwung, teilweise deshalb, weil sich der Verbrauch weniger stark belebte als angenommen.

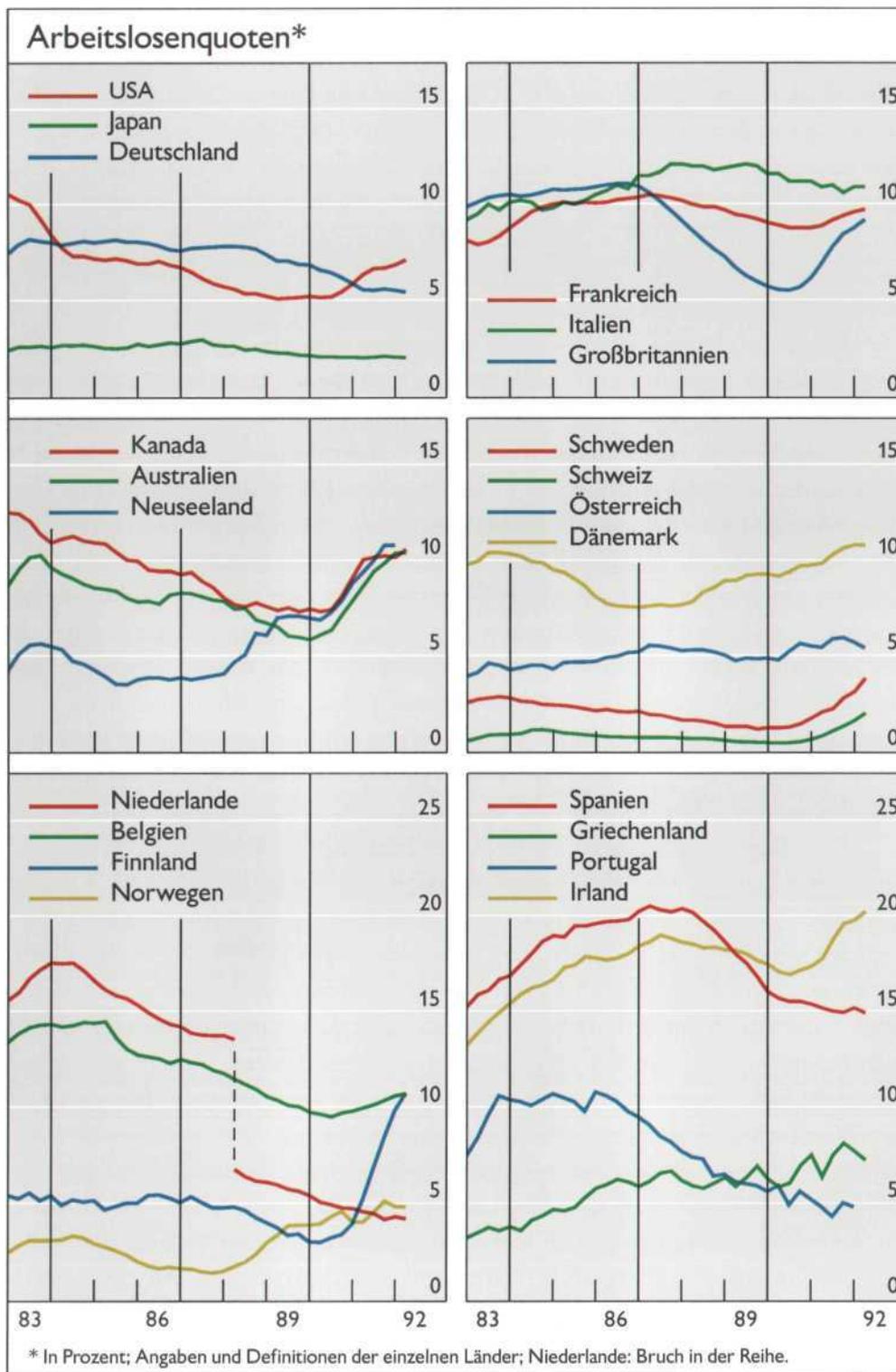
Japans kräftige
Expansion endet

Neue gewichtige Abschwächungstendenzen gingen im letzten Jahr von dem Ende der kräftigen Expansion in Japan und Deutschland aus. In Japan verlangsamte sich das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktion das gesamte Jahr 1991 hindurch und kam im letzten Quartal zum Stillstand, während in Westdeutschland die Produktion in der zweiten Jahreshälfte zurückging. Die konjunkturelle Abschwächung in Japan spiegelte vornehmlich ein Nachlassen der Unternehmens- und Wohnungsbauinvestitionen wider, die sich in den fünf Jahren davor ungewöhnlich kräftig ausgeweitet hatten. Das Wachstum der privaten Einkommen, die Beschäftigungssituation, die Zinssätze und andere fundamentale Nachfragefaktoren entwickelten sich günstiger als in den meisten anderen Ländern. Allerdings verstärkten die anhaltende Baisse an den Immobilien- und Aktienmärkten und die rapide Verschlechterung des Investitionsklimas seit Ende 1991 die Befürchtung, daß die Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit ein ernstes Problem werden könnte.

Angeführt von
Deutschland ...

Die langsame konjunkturelle Abschwächung in Westdeutschland war ebenfalls Zeichen eines deutlichen Nachlassens der Nachfragekräfte, auch wenn Steuererhöhungen zur Jahresmitte die Entwicklung etwas verstärkten. Insbesondere die Nachfrage aus den neuen Bundesländern, die 1990 und Anfang 1991 erheblich zum Wirtschaftswachstum beigetragen hatte, verlangsamte sich deutlich, als der von den privaten Haushalten ausgehende Nachfrageboom für langlebige Konsumgüter abkühlte und die öffentlichen Ausgaben, die die wichtigste regionale Nachfragestütze waren, sich abzuschwächen begannen. Die gezügelten öffentlichen Ausgaben spiegelten vorübergehende Angebotsengpässe für Infrastrukturmaßnahmen und in einem gewissen Maße wohl auch die um die Jahresmitte 1991 einsetzende Stabilisierung der ostdeutschen Produktion wider. Ein langsames Wachstum der Unternehmensinvestitionen im zweiten Halbjahr 1991 und der Exporte im Schlußquartal trug zusätzlich zur Abschwächung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage in Deutschland bei.

Die veränderte Grundtendenz des Wirtschaftswachstums in Deutschland hat für die übrigen europäischen Länder möglicherweise bedeutsame Auswirkungen. Im Jahr 1990 und bis zur Jahresmitte 1991 kam ein Großteil des kräftigen Ausgabenwachstums in Deutschland den europäischen Partnerländern zugute, da in den westlichen Bundesländern zunehmend Kapazitätsengpässe auftraten. Zu einem Gutteil resultierte daraus die rasche Ausweitung der Exporte der anderen europäischen Länder, die damit substantiell zum gesamtwirtschaftlichen Nachfragewachstum beitrugen. Diese Stütze war maßgeblich für das im Jahr 1990 vergleichsweise hohe Wirtschaftswachstum in Belgien, Österreich und den Niederlanden, deren Ausfuhren nach Deutschland mindestens ein



Zehntel ihres Sozialprodukts ausmachen. In den meisten europäischen Ländern scheinen die von den Exporten nach Deutschland ausgegangenen Impulse die Auswirkungen steigender Zinsen während dieses Zeitraums mehr als aufgewogen zu haben.

Im Jahr 1991 schwächte sich das Wirtschaftswachstum in Österreich, Belgien und den Niederlanden deutlich ab, ging in Spanien und Portugal weiter zurück und blieb in Frankreich und Italien ziemlich schwach. Ein großer Teil der Verlangsamung war der nachlassenden Investitionstätigkeit zuzuschreiben, wäh-

... Wachstumsabschwächung auf dem europäischen Kontinent

rend die Exporte im ersten Halbjahr zumeist weiter recht kräftig zunahmen. In der zweiten Jahreshälfte begann sich indes das Exportwachstum – großenteils infolge einer deutlichen Abschwächung der deutschen Einfuhren – merklich zu verlangsamen. Die Wachstumsimpulse, die Deutschland den übrigen europäischen Staaten vermittelte, scheinen demnach im Verlauf des Jahres 1991 zunehmend abgeklungen zu sein.

Steigende Arbeitslosenquoten

Die anhaltende und sich ausbreitende Wirtschaftsflaute in den Industrieländern führte zu einer deutlichen Verschlechterung der Arbeitsmarktsituation im letzten Jahr, ein Umstand, der wahrscheinlich zu der weit verbreiteten Eintrübung des Konsumklimas beitrug. In den meisten Ländern – mit Japan als wichtiger Ausnahme – nahm die Beschäftigung in der Gesamtwirtschaft entweder nicht mehr zu, oder sie ging zurück. Die durchschnittliche Arbeitslosenquote in den Industrieländern erhöhte sich erstmals seit 1983 wieder, und zwar um fast 1 Prozentpunkt. Im allgemeinen stiegen die Arbeitslosenquoten weniger steil an als während des Konjunkturabschwungs Anfang der achtziger Jahre und blieben unter den damals erreichten Höchstwerten. In einer Reihe von Ländern nahmen sie jedoch recht beträchtlich zu, vor allem in jenen, die sich noch in der Rezession befinden; in Irland, Australien und mehreren nordischen Ländern liegt die Arbeitslosenquote nunmehr auf ihrem höchsten Stand seit mehr als drei Jahrzehnten.

Einige Stabilitätsfortschritte

Die durchschnittliche Inflationsrate der Industrieländer sank im Verlauf von 1991 auf 4,1% gegenüber 5,7% im Jahr davor, was großenteils das Ergebnis eines Preisrückgangs bei Öl und anderen Rohstoffen war. Hingegen änderte sich an der Kerninflation in der Ländergruppe insgesamt wenig. Einer Reihe von Ländern gelang es jedoch, den Preisauftrieb und den laufenden Kostendruck gegenüber dem vorherigen hohen Niveau substantiell zu verringern; das gilt vor allem für Großbritannien und Australien, wo die Lohnsteigerungsraten nahezu halbiert wurden, aber auch für Kanada, Schweden, Finnland und Island. Auch in den USA, Japan und mehreren anderen Ländern stabilisierte sich die Kerninflationsrate oder sank geringfügig, aber in den meisten Fällen blieb sie erheblich über dem Durchschnitt der Jahre 1986–88. In Westdeutschland verstärkte sich hingegen der Inflationsdruck 1991 weiter, was großenteils darauf zurückzuführen ist, daß die Löhne seit 1989 deutlich beschleunigt angestiegen sind.

Niedrigere Zinsen in Nordamerika und Japan...

Vor dem Hintergrund eines nachlassenden oder maßvoll bleibenden Inflationsdrucks wurden in den Vereinigten Staaten und Japan 1991 gezielte zinsenkende Maßnahmen getroffen. Die kurzfristigen Nominalzinsen gingen in den USA im Jahresverlauf um über 2½ Prozentpunkte zurück, womit sie das niedrigste Niveau seit fast zwanzig Jahren erreichten, während die kurzfristigen Sätze in Japan um fast 2 Prozentpunkte sanken. Die langfristigen Realzinsen waren Ende 1991 in beiden Ländern auf dem tiefsten Punkt seit Anfang der achtziger Jahre angelangt. Auch in Kanada und Australien sanken die Zinsen deutlich, ebenso in Großbritannien im ersten Halbjahr 1991. Anzeichen für eine Belebung der Wohnungsbauinvestitionen in Kanada und den Vereinigten Staaten deuteten darauf hin, daß die niedrigeren Zinsen die gesamtwirtschaftliche Tätigkeit zu stimulieren begannen.

Auf dem europäischen Festland bildeten sich die Zinssätze bedeutend weniger zurück als in den USA oder Japan, und die langfristigen Realzinsen blieben

Anstieg der Verbraucherpreise							
Land	1981–85	1986–89	1990	1991			1992
			Dez.	Juni	Sept.	Dez.	März
	Jahresdurchschnitt		Veränderung gegen Vorjahr in Prozent ¹				
USA	5,5	3,6	6,1	4,7	3,4	3,1	3,2
Japan	2,8	0,9	3,8	3,4	2,7	2,7	2,0
Deutschland	3,9	1,0	2,8	3,5	3,9	4,2	4,8
Frankreich	9,6	3,0	3,4	3,3	2,6	3,1	3,2
Italien	13,9	5,6	6,4	6,9	6,2	6,0	5,5
Großbritannien	7,2	5,1	9,3	5,8	4,1	4,5	4,0
Kanada	7,4	4,4	5,0	6,3	5,4	3,8	1,6
Australien	8,3	8,1	6,9	3,4	3,3	1,5	1,7
Belgien	7,0	1,8	3,5	3,6	2,5	2,8	2,7
Dänemark	7,9	4,3	1,9	2,9	1,8	2,3	2,6
Finnland	8,5	4,7	4,9	4,2	3,3	3,9	2,8
Griechenland	20,7	16,6	22,9	18,9	18,2	18,0	18,3
Irland	12,3	3,3	2,7	3,1	3,5	3,6	3,7
Israel	195,4	25,5	17,6	19,3	20,9	18,0	17,3
Neuseeland	12,0	10,2	4,9	2,8	2,2	1,0	0,8
Niederlande	4,2	0,3	2,6	3,3	4,4	4,9	4,2
Norwegen	9,0	6,8	4,4	3,5	3,3	2,9	2,5
Österreich	4,9	1,9	3,5	3,8	3,2	3,1	4,1
Portugal	23,2	10,8	13,7	12,6	10,2	9,6	8,5
Schweden	9,0	5,2	10,9	10,3	8,3	8,1	2,6
Schweiz	4,3	1,8	5,3	6,6	5,7	5,2	4,9
Spanien	12,2	6,4	6,5	6,2	5,7	5,5	6,9
Südafrika	14,0	15,5	14,6	15,2	15,4	16,2	15,8
Türkei	38,3	53,6	60,4	64,9	66,9	71,1	78,7
Durchschnitt ²	7,0	3,7	5,7	5,0	4,2	4,1	3,9

¹ Australien, Irland und Neuseeland: Quartalszahlen. ² Berechnet unter Verwendung der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1989.
Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

im langjährigen Vergleich hoch. In Deutschland stiegen die kurzfristigen Sätze im Zuge anhaltender Bemühungen um Eindämmung der Inflation weiter an. In den meisten anderen europäischen Ländern blieben die kurzfristigen Zinsen, die im allgemeinen ziemlich dicht am deutschen Zinsniveau lagen, entweder unverändert oder sanken nur leicht. Ein deutlicher Rückgang auf ein Niveau, das erheblich unter dem in Deutschland gelegen hätte, wäre unvereinbar mit der Beibehaltung der Wechselkursrelationen gewesen, auf die sich fast alle europäischen Länder inzwischen förmlich oder formlos verpflichtet haben. Senkungen von Ausleihesätzen der Notenbank in Frankreich und Schweden mußten teilweise rückgängig gemacht werden, und Herabsetzungen des Basisausleihesatzes in Großbritannien wurden hauptsächlich aufgrund derartiger Überlegungen unterlassen. In der Tat verläuft die Entwicklung der Nominalzinsen in den europäischen Ländern zunehmend synchron, so daß Frankreich und einige andere Länder mit vergleichsweise niedrigen Preissteigerungsraten nun höhere Realzinsen aufweisen als Deutschland.

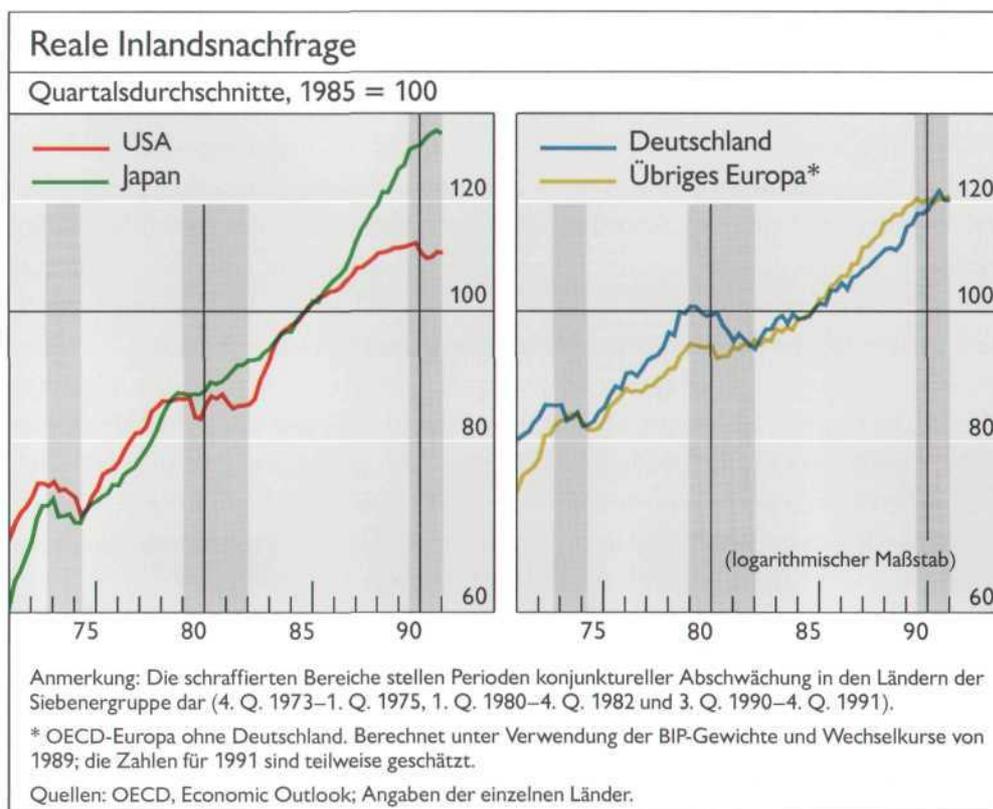
... aber wenig Veränderung auf dem europäischen Festland

Auch die Haushaltspolitik vieler Industrieländer sah sich erheblichen Restriktionen gegenüber. Das Defizit der öffentlichen Haushalte dieser Ländergruppe erreichte 1991 im Durchschnitt fast 2,5% des Bruttoinlandsprodukts, rund $\frac{3}{4}$ Prozentpunkte mehr als im Jahr davor und fast 1,5 Prozentpunkte mehr als 1989. Die Verschlechterung war weitgehend das Ergebnis der schwachen Wirtschaftstätigkeit. Mit Ausnahme Deutschlands ging von den öffentlichen Haushalten eine nur sehr geringe expansive Wirkung aus, oder sie hemmten, wie in Frankreich, Kanada und einer Reihe anderer Länder, die Wirtschaftstätigkeit, indem sie die konjunkturbedingten Budgetverschlechterungen durch Ausgabenbegrenzungen oder Steuererhöhungen teilweise kompensierten. Darüber hinaus deuten die laufenden Budgetpläne darauf hin, daß die Haushaltspolitik 1992 – außer in Großbritannien und bis zu einem gewissen Grad in Frankreich und Italien – restriktiver werden wird als 1991, da dann die in den USA, Kanada und einer Reihe anderer Länder geplanten längerfristigen Programme zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte wirksam werden.

Gegenwärtige konjunkturelle Entwicklung im Vergleich zu früheren Abschwüngen

Das vergangene Jahr markierte den dritten allgemeinen Wirtschaftsabschwung in den Industrieländern seit den sechziger Jahren. Ein Vergleich mit früheren Abschwungphasen zeigt, daß die gegenwärtige konjunkturelle Talfahrt allgemein weniger ausgeprägt verläuft als jene Mitte der siebziger und Anfang der achtziger Jahre, was überwiegend darauf zurückzuführen ist, daß die Faktoren, welche die früheren Abschwünge herbeiführten (insbesondere die Inflation), diesmal weniger ausgeprägt waren. Gleichwohl dauert die Talfahrt in einigen Ländern länger als erwartet, und die allgemeinen Nachfragehemmnisse erweisen sich inzwischen als größer als vorhergesehen. Zwei Bestimmungsgründe scheinen dafür in erster Linie verantwortlich zu sein. Erstens hat die strukturelle Anpassung an die finanziellen Belastungen und Ungleichgewichte des privaten Sektors in den Vereinigten Staaten, Großbritannien und mehreren anderen Ländern die Nachfrage stärker gebremst als in früheren Zyklen. Zweitens ist die Inflation in Europa, obwohl hier im Durchschnitt verglichen mit den vergangenen zwei Dekaden eine starke Verbesserung eingetreten ist, in mehreren wichtigen Ländern und vor allem in Deutschland ein bedeutendes Problem geblieben oder geworden. Aufgrund dieser Situation sowie der durch das EWS auferlegten Zwänge blieben die Realzinsen in Europa trotz der konjunkturellen Schwäche hoch.

Die vorherigen zwei Konjunkturzyklen, die 1974 und 1980 begannen, wurden beide durch den starken Anstieg der Ölpreise ausgelöst, die anschließenden Abschwünge hatten aber recht unterschiedlichen Charakter. Der erste trat ein, als sich der Ölpreis im Jahr 1973 nahezu vervierfachte, und führte in allen Industrieländern, mit Ausnahme Kanadas, innerhalb mehrerer Quartale zu starken Produktionsrückgängen, die für die meisten Länder wie auch insgesamt die einschneidendsten seit Ende des zweiten Weltkriegs waren. Auf die Talfahrt folgte jedoch nach etwa einem Jahr im allgemeinen eine recht kräftige Erholung. Demgegenüber waren die Abschwünge der Jahre 1980 und 1981, die auf die Verdreifung des Ölpreises von 1979/80 folgten, gemeinhin weniger steil, allerdings



blieb die Wirtschaftstätigkeit und vor allem die Inlandsnachfrage sehr viel länger gedrückt. In den Jahren 1980–82 war das Wachstum schwächer als während irgendeiner anderen vergleichbaren Periode der Nachkriegszeit. Die Inlandsnachfrage in den Industrieländern nahm in den drei Jahren nach 1979 durchschnittlich um weniger als 0,3% jährlich zu, verglichen mit durchschnittlich 1,3% während der auf den ersten Ölpreisschock folgenden drei Jahre. Die Schwächeperiode hielt in Europa besonders lange an, namentlich in Deutschland, wo die Inlandsnachfrage bis 1985 unter dem Höchststand von 1979 blieb.

Verglichen mit den beiden vorherigen Perioden verläuft der gegenwärtige Wirtschaftsabschwung bislang überwiegend moderat. Die Produktion in den Industrieländern nahm 1991 insgesamt betrachtet zu, während sie 1975 und 1982 zurückgegangen war. Die Rezession in den USA und in Kanada war nur etwa halb so tief wie die von 1980–82; in Australien und Finnland fiel der Rückschlag allerdings außergewöhnlich kräftig aus.

Die Abschwächung bei den wichtigsten Nachfragekomponenten war im allgemeinen ebenfalls merklich milder als zuvor. Insbesondere die Unternehmensinvestitionen und der Verbrauch blieben 1991 sowohl im Durchschnitt als auch in den meisten Einzelfällen kräftiger als in den vorangegangenen zwei Zyklen; mit einigen wichtigen Einschränkungen gilt dies auch für die Wohnungsbauminvestitionen. Hinzu kommt, daß die Abschwächung der Unternehmensinvestitionen auf einen ungewöhnlich kräftigen Boom in Europa und Japan während der zweiten Hälfte der achtziger Jahre folgte. Die Investitionsausgaben, die während dieser Zeit in Europa um nahezu die Hälfte und in Japan um fast zwei Drittel zunahmten, erreichten ein sehr viel höheres Niveau als in den Wachstumsphasen, die den Rezessionen von 1974/75 und 1980–82 vorausgingen.

Langanhaltende
Wirtschafts-
schwäche Anfang
der achtziger
Jahre

Mildere
Abschwächung
als in früheren
Rezessionen ...

... aber mit
wichtigen Aus-
nahmen

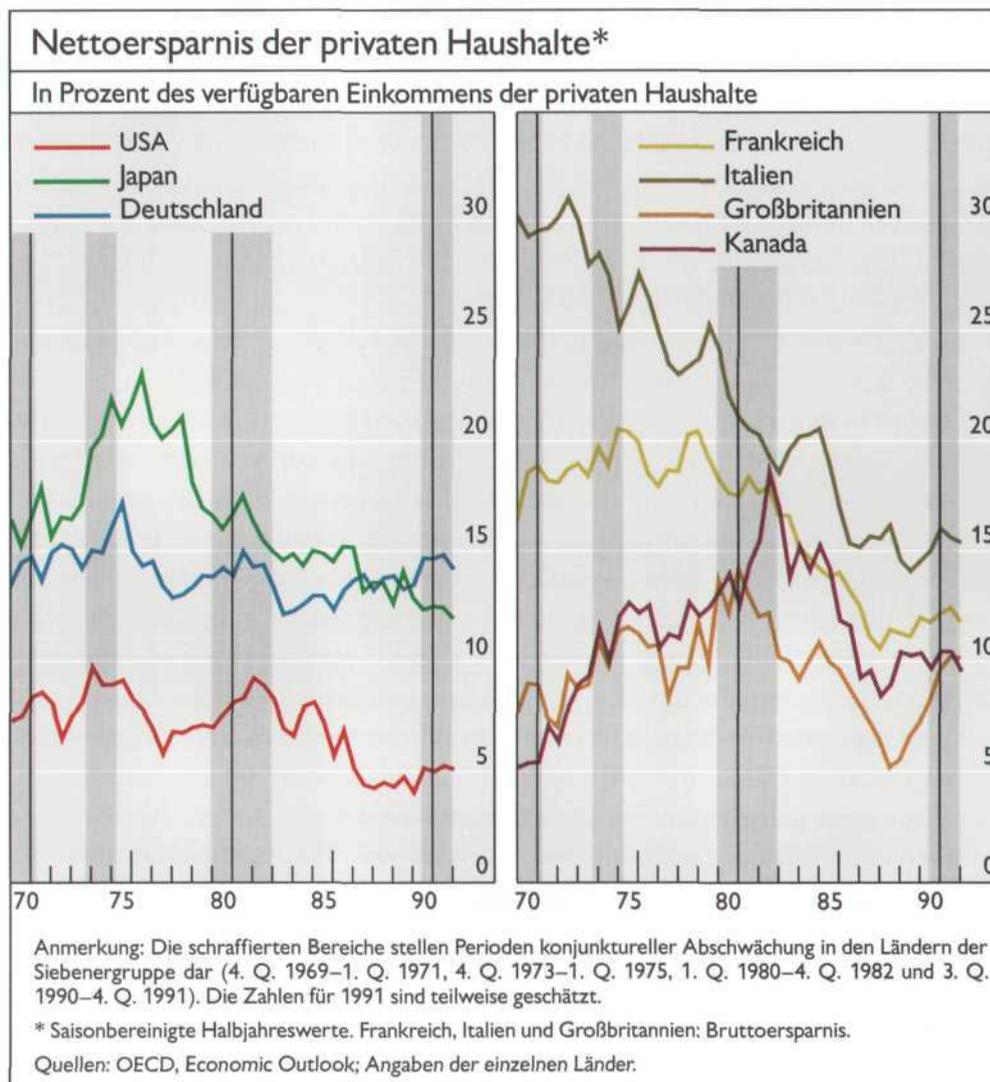
Allerdings gibt es einige bedeutende Ausnahmen. In Großbritannien, den Vereinigten Staaten und Frankreich war der Verbrauch in Relation zur gesamtwirtschaftlichen Nachfrage etwas schwächer als in den früheren Konjunkturzyklen. Die Kraftfahrzeugverkäufe in den USA, vielen europäischen Ländern und Japan sind bereits seit zwei Jahren rückläufig oder stagnieren. Der Wohnungsbau in Großbritannien und mehreren nordischen Ländern ist sehr stark zurückgegangen, gleiches gilt für die gewerblichen Immobilieninvestitionen in den USA, Großbritannien, Australien und Norwegen.

Geringere
Schwankungen
der Vorräte und
der Sparquote

Zwei weitere Unterschiede zu den früheren Zyklen vermögen zu erklären, weshalb sich die ausgeprägte Erholung nach 1975 und – temporär – im Jahr 1980 diesmal nicht einstellte. Lagerzyklische Schwankungen, die in der Vergangenheit oft den Zeitpunkt und die Stärke des Umschwungs der Wirtschaftstätigkeit maßgeblich beeinflussten, waren diesmal im allgemeinen weniger ausgeprägt, insbesondere in den Vereinigten Staaten, aber weitgehend auch in den anderen großen Ländern. In der geringeren Schwankung dieser Nachfragekomponente spiegelt sich vornehmlich eine – teilweise aufgrund relativ hoher Realzinsen – gestraffte Lagerhaltung der Unternehmen. Zudem war die private Sparquote in den letzten Jahren allgemein weniger variabel als in den vorherigen Konjunkturzyklen. Dagegen stiegen die Sparquoten vor den konjunkturellen Höhepunkten, die den Rezessionen von 1974 und 1981/82 vorangingen, im allgemeinen an, begannen dann jedoch mehrere Quartale nach dem Einsetzen des Abschwungs zu fallen und regten dadurch den Verbrauch an, was 1991 weitgehend ausblieb. Großbritannien ist allerdings eine wichtige Ausnahme. Dort hat sich die Sparquote seit 1988 nahezu verdoppelt, nachdem sie in den sieben Jahren davor um mehr als die Hälfte gesunken war. Hauptsächlich deshalb war die Verbrauchsnachfrage besonders schwach.

Der vergleichsweise flache Verlauf des gegenwärtigen Abschwungs ist weitgehend darauf zurückzuführen, daß der für die vorherigen Rezessionen bestimmende Ölpreisanstieg und inländische Kostendruck nicht so groß waren, jedenfalls insgesamt gesehen. Vor allem der Anstieg der Ölpreise fiel 1990 beträchtlich geringer aus als 1973 und 1979 und kehrte sich rasch um; seine Auswirkungen auf die Realeinkommen waren deshalb sehr gering und nur vorübergehender Natur. Die Preise der übrigen Rohstoffe erhöhten sich ebenfalls nicht so stark wie früher, in einigen Fällen sanken sie sogar deutlich.

Von noch größerer Bedeutung ist, daß der vor dem jetzigen Abschwung bestehende Inflationsdruck, von einigen wichtigen Ausnahmen abgesehen, vergleichsweise mäßig war. In der Zeit vor den Rezessionen der Jahre 1974 und 1980–82 hatte sich ein erheblicher inländischer Kostendruck aufgebaut, der geldpolitische Restriktionen und starke Zinssteigerungen nach sich zog, welche die konjunkturelle Talfahrt deutlich beschleunigten. Der Kostendruck war in Japan vor dem ersten Ölpreisschub besonders hoch gewesen, und der Abschwung in diesem Land war der schlimmste seiner Nachkriegsgeschichte. In den meisten Ländern wurde die Geldpolitik jedoch ziemlich bald nach dem konjunkturellen Rückschlag von 1974 gelockert, und die wirtschaftliche Erholung wurde später durch eine deutlich expansive Finanzpolitik in Europa und Japan zusätzlich verstärkt. Gegen Ende der siebziger Jahre war der inländische Kostendruck in den großen Industrieländern mit Ausnahme Japans mindestens so hoch



wie in den frühen siebziger Jahren und tiefer verwurzelt. Als Reaktion darauf blieb die Geldpolitik in den USA und in den meisten großen europäischen Ländern sehr viel länger restriktiv als im vorangegangenen Zyklus. In Japan – und etwas später in Europa – wurde die Nachfrage durch eine umfassende finanzpolitische Konsolidierung zur Verringerung der Haushaltsdefizite und Zügelung des raschen Wachstums der öffentlichen Verschuldung weiter gedämpft.

Alles in allem ist der Inflationsdruck, der einer der Hauptgründe für die langanhaltende Wirtschaftsschwäche Anfang der achtziger Jahre war, jetzt erheblich geringer. Die Kerninflationsrate und der Kostendruck waren unmittelbar vor dem gegenwärtigen Abschwung in den meisten Ländern durchschnittlich deutlich niedriger. Vornehmlich deshalb waren der restriktive Kurs der Geldpolitik und die Zinserhöhungen weniger ausgeprägt, und in den USA sowie – bis zu einem gewissen Grad – in Japan konnten zinsenkende Schritte früher als während des vorangegangenen Konjunkturzyklus eingeleitet werden. Im übrigen verlief die konjunkturelle Talfahrt wie früher typischerweise in jenen Ländern besonders steil, die die ernstesten Inflationsprobleme hatten.

Zwei Aspekte der gegenwärtigen Situation könnten sich indes als problematischer erweisen. Erstens traten finanzielle Anspannungen und Ungleichgewichte aufgrund hoher Schuldenlasten sowie von Qualitätsverschlechterungen

Insgesamt geringerer Inflationsdruck ...

... aber größere finanzielle Ungleichgewichte des privaten Sektors

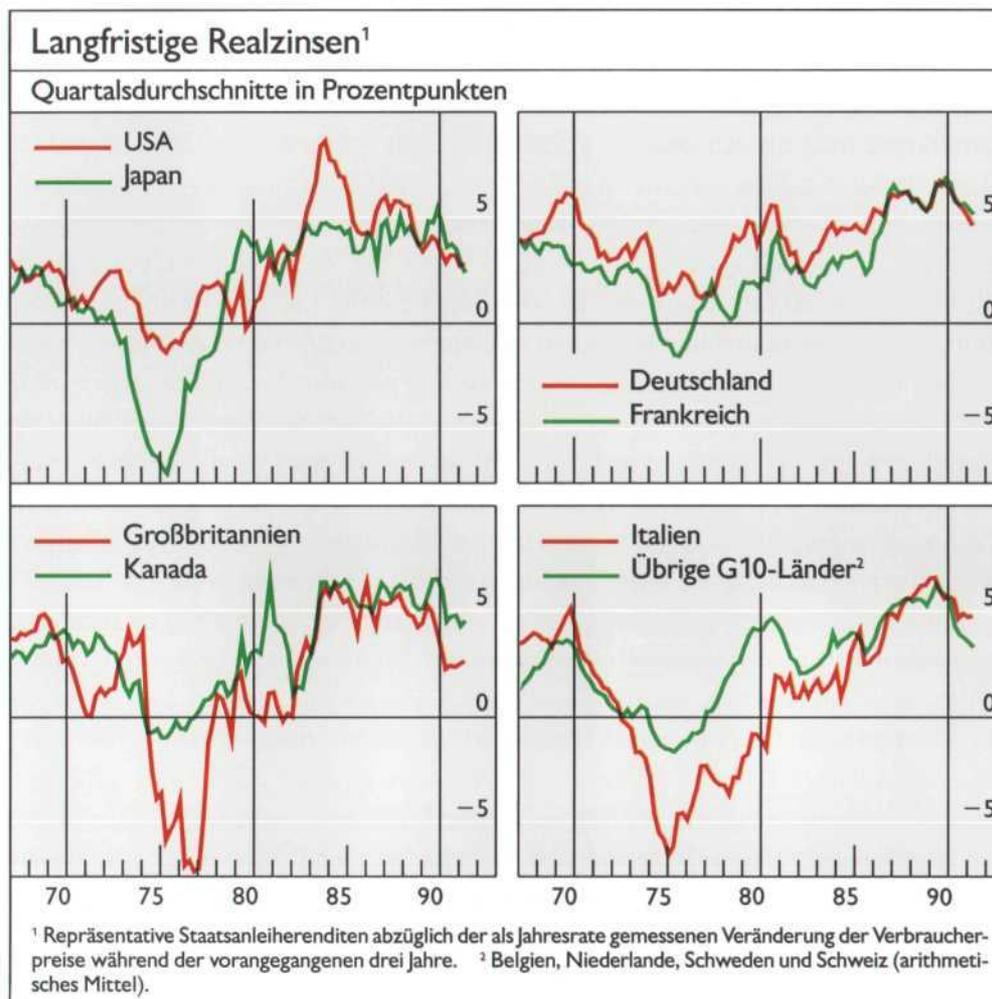
und Preisrückgängen bei Vermögenswerten im gegenwärtigen Abschwung erheblich stärker zutage als in früheren Zyklen. Die Untersuchung am Ende dieses Kapitels legt den Schluß nahe, daß sich ein eingeschränktes Kreditangebot bisher, nimmt man die Vereinigten Staaten bis zu einem gewissen Grad aus, noch nicht merklich auf die gesamtwirtschaftlichen Ausgaben ausgewirkt hat. Vor allem in Japan könnte jedoch eine Kreditverknappung die Wirtschaftstätigkeit ernstlich beeinträchtigen, wenn sinkende Preise für Vermögenswerte zu einer substantiellen weiteren bilanziellen Verschlechterung bei den Finanzinstituten führten. Die Untersuchung läßt ebenfalls vermuten, daß die relativ hohe Schuldenlast des privaten Sektors, insbesondere der privaten Haushalte, zusammen mit rückläufigen Immobilienpreisen und Aktienkursen die Nachfrageschwäche in mehreren großen Ländern verstärkt und verlängert hat. Vor allem der Anstieg der Sparquote und die ausgesprochene Schwäche des Verbrauchs sowie der Wohnungswirtschaft in Großbritannien sind offenbar Folgen der Bemühungen der privaten Haushalte, ihre Verschuldung auf ein erträglicheres Niveau zurückzuführen. Auch in den USA sowie in Norwegen und Schweden gab es Bilanzanpassungen, wenn auch weniger einschneidende. In allen diesen Ländern herrscht erhebliche Unsicherheit darüber, wie weit diese gehen werden. Die außergewöhnliche Flaute auf dem Markt für gewerbliche Immobilien in den Vereinigten Staaten, Australien, Norwegen und – bis zu einem gewissen Grad – Großbritannien ist dabei im wesentlichen die Folge der Entstehung von Überkapazitäten, die durch relativ reichlich verfügbare Kredite während der vorangegangenen Expansionsphase begünstigt worden war.

Zunehmender Preisanstieg in Deutschland ...

Zweitens ist die Inflation in Europa zu einem allgemein ernsteren Grund zur Besorgnis geworden, als das Gesamtergebnis vermuten läßt, was vor allem mit den Problemen in Deutschland zusammenhängt. Insbesondere fiel der Anstieg der Löhne und Gehälter in Deutschland im Jahr 1991 fast so hoch aus wie die Rekordrate Anfang der achtziger Jahre. Im langfristigen Vergleich auf der Grundlage der Erfahrungen vieler Industrieländer zeigt sich, daß eine beträchtliche Verringerung des gesamtwirtschaftlichen Lohn- und Kostendrucks fast immer mit einer deutlichen, langandauernden Verlangsamung des Produktionswachstums einherging. Hinzu kommt, daß die Preisentwicklung in Deutschland auf Abschwächungen des Wirtschaftswachstums weniger stark reagierte als in anderen großen Industrieländern. Zugegebenermaßen könnten die gegenwärtigen Bedingungen einer Dämpfung des Lohnauftriebs förderlicher sein als in der Vergangenheit. Vor allem sind der Inflations- und der Kostendruck in Deutschland heute jüngeren Datums und wohl weniger tief verwurzelt. Gleichwohl deuten die Erfahrungen der Vergangenheit darauf hin, daß womöglich mehrere Jahre eines deutlich unterhalb des Potentialpfades bleibenden wirtschaftlichen Wachstums nötig sein könnten, um den Lohnauftrieb auf das Maß zurückzubringen, das während der zweiten Hälfte der achtziger Jahre bestanden hatte.

... und daher in ganz Europa weiterhin hohe Zinsen

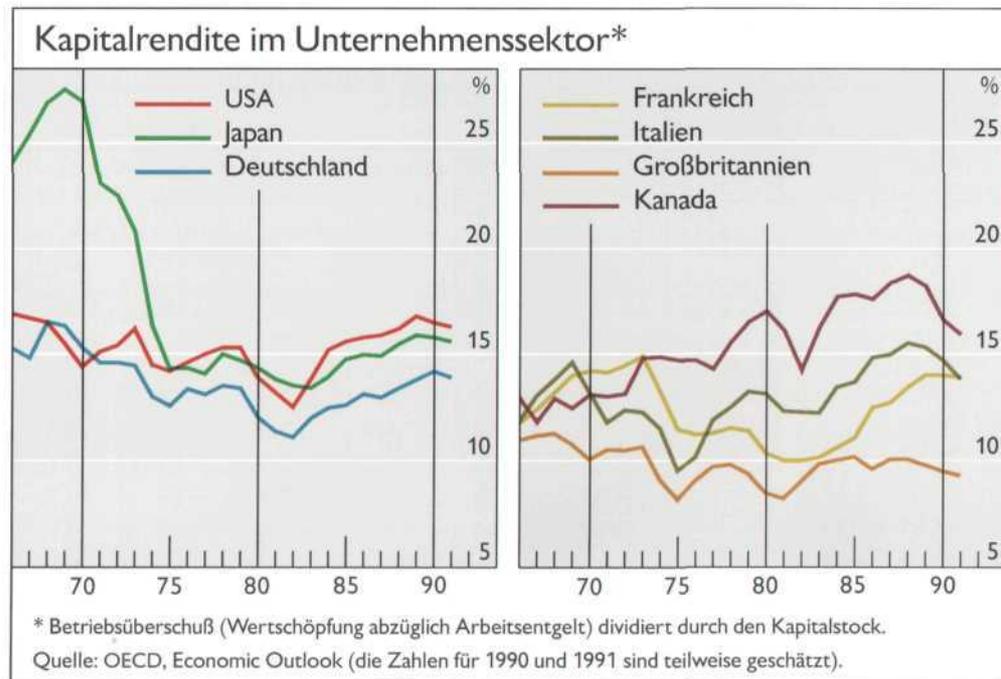
Die durch die Zunahme des Inflationsdrucks ausgelöste monetäre Restriktion ließ die Nominalzinsen in Deutschland während der letzten Jahre beträchtlich ansteigen und parallel dazu jene in Frankreich, Italien und anderen Ländern, deren Währungen dem engen Kursband des EWS-Wechselkursmechanismus angehören. Die Nominalzinsen in Europa sind als Folge der Erweiterung des EWS und der größeren Geld- sowie Kapitalmobilität zwischen den Partnerländern



sehr viel enger miteinander verbunden als in früheren Zyklen. Die Realzinsen sind, wie aus der obenstehenden Grafik zu ersehen ist, ebenfalls deutlich gestiegen. Freilich ist es schwierig, Realzinsen genau zu messen; ihr wirkliches Niveau lag in den siebziger und Anfang der achtziger Jahre mit ziemlicher Sicherheit höher, als in der Grafik dargestellt, denn die Beschleunigung der Inflation kam in beiden Perioden größtenteils unerwartet. Gleichwohl scheint das gegenwärtige Niveau der Realzinsen in Deutschland und in den meisten anderen kontinental-europäischen Ländern, insbesondere in jenen mit den niedrigsten Preissteigerungsraten, im langfristigen Zeitvergleich recht hoch und erheblich höher zu sein als während der Abwärtsbewegungen der Jahre 1980–82. Die Realzinsen in diesen Ländern liegen zudem über denen in den USA und Japan, und der Abstand hat sich während der letzten zwölf Monate vergrößert.

Die Auswirkungen der Realzinsen auf die gesamtwirtschaftlichen Ausgaben sind schwer einzuschätzen. Die Realzinsen waren in den achtziger Jahren beständig hoch, sowohl im Vergleich zu den siebziger als auch – bei der Mehrzahl der Länder – den sechziger Jahren. Gleichwohl fand in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre, wie bereits angemerkt, in Europa und Japan der stärkste und längste Investitionsboom seit den sechziger Jahren statt. Das Zusammentreffen hoher Investitionsausgaben und hoher Realzinsen ist wahrscheinlich teilweise auf den markanten Anstieg der Gewinne in den achtziger Jahren zurückzuführen, wie ihn die folgende Grafik zeigt. Vor allem in Europa und Japan wurden die Investi-

Ungewisse Auswirkungen auf die Ausgaben



tionen in den achtziger Jahren auch durch Bestrebungen stimuliert, Arbeitskräfte einzusparen und auf andere Weise Kosten zu senken, um trotz Aufwertung der Währungen international wettbewerbsfähig zu bleiben. Die Investitionen in Europa erhielten darüber hinaus durch die Vorbereitung der Wirtschaft auf den Gemeinsamen Binnenmarkt zusätzlich Auftrieb.

Die in den meisten europäischen Ländern nachlassende Investitionsbereitschaft, die vielfach der Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit in Deutschland vorausging, deutet allerdings darauf hin, daß die Realzinsen nun möglicherweise stärker ausgabenhemmend wirken als über weite Strecken während der zweiten Hälfte der achtziger Jahre. Mehrere Faktoren, die normalerweise die Investitionsentscheidungen stark beeinflussen, vor allem die Gewinne und die Zukunftserwartungen der Unternehmen, haben sich im vergangenen Jahr deutlich verschlechtert, wenngleich sie überwiegend günstiger blieben als im letzten Abschwung. Die Beständigkeit der Investitionen angesichts dieser Bedingungen und des Fortbestehens hoher Realzinsen ist ein Schlüsselfaktor für die mittelfristigen Aussichten der europäischen Volkswirtschaften.

Entwicklung in den einzelnen Ländern

Die drei größten Volkswirtschaften

In den *Vereinigten Staaten* endete die Rezession offenbar Anfang 1991, doch gab es keine wirkliche Erholung. Das vom Verbrauch getragene Wachstum belebte sich im Frühjahr kurzfristig, kam dann jedoch im weiteren Jahresverlauf zum Stillstand, da sich der Konsum wieder abschwächte. Die Unternehmensinvestitionen gingen 1991 zurück, obwohl die Ausfuhren weiter zunahmen und sich der Wohnungsbau im zweiten Quartal zu beleben begann.

In der anhaltenden Wirtschaftsflaute in den USA spiegeln sich größtenteils Anpassungen wider, die lange vor dem Konjunkturabschwung von 1990 einsetzten. Einer Ausweitung der Verbrauchsausgaben insbesondere für

Erholung in den USA stockt

Strukturanpassungen gehen weiter

Veränderung des realen BSP/BIP und der Nachfragekomponenten in den großen Industrieländern

Land/Zeitraum	BSP/ BIP ¹	Inlands- nachfrage	Nachfragekomponenten					Nachrichtlich: Private Anlageinvestitionen (ohne Wohnungsbau) ³
			Privater Verbrauch	Öffentliche Ausgaben ^{2,3}	Private Anlageinvestitionen ³	Vorratsveränderung ⁴	Außenbeitrag ⁴	
Veränderung in Prozent								
USA								
1982–89 Durchschnitt	3,7	3,9	3,7	3,2	4,4	0,2	-0,3	3,2
1989	2,5	1,9	1,9	1,5	0,4	0,3	0,6	2,2
1990	1,0	0,5	1,2	3,2	-1,6	-0,7	0,6	1,2
1991	-0,7	-1,3	-0,1	0,9	-7,6	-0,3	0,7	-6,7
1991 4. Q. ⁵	0,4	0,1	0,5	-1,6	-5,7	0,9	0,3	-7,1
Japan								
1982–89 Durchschnitt	4,3	4,5	3,8	1,4	8,4	0,1	-0,2	9,6
1989	4,8	5,8	4,3	0,1	12,5	0,2	-0,9	16,5
1990	5,3	5,5	4,3	3,3	10,7	-0,2	-0,3	12,4
1991	4,4	3,0	2,6	3,7	3,3	0,1	1,4	6,2
1991 4. Q. ⁵	3,2	1,9	3,0	4,2	-1,8	0,1	1,3	1,5
Deutschland								
1982–89 Durchschnitt	2,5	2,5	2,2	1,2	3,4	0,3	0,2	4,7
1989	3,9	2,7	2,1	-1,1	7,4	0,4	1,2	8,5
1990	4,7	4,7	4,6	2,5	9,7	-0,3	0,1	10,5
1991	3,2	3,0	2,5	0,9	7,4	-0,1	0,3	8,6
1991 4. Q. ⁵	0,9	1,6	1,0	3,4	2,8	-0,3	-0,6	0,2
Frankreich								
1982–89 Durchschnitt	2,5	2,6	2,5	2,3	3,0	0,0	-0,2	3,9
1989	4,1	3,7	3,3	0,8	7,6	0,2	0,3	7,8
1990	2,2	2,6	2,9	2,2	2,7	-0,1	-0,4	4,3
1991	1,1	0,9	1,4	4,2	-2,1	-0,5	0,2	-2,1
1991 4. Q. ⁵	1,8	0,9	2,1	3,1	-1,7	-0,7	0,9	-3,9

Zu den Fußnoten und Quellen s. die gegenüberstehende Tabelle.

Wohnbauten, Kraftfahrzeuge und andere langlebige Gebrauchsgüter standen Bemühungen entgegen, die während der vorangegangenen Expansionsphase aufgebaute Schuldenlast zu verringern. Die Reorganisation von Unternehmen und andere strukturelle Faktoren führten dazu, daß im gegenwärtigen Zyklus der dauerhafte Verlust von Arbeitsplätzen insbesondere im Dienstleistungsbereich relativ häufiger und weiter verbreitet war – eine Entwicklung, die zu dem überraschend ungünstigen Konsumklima beigetragen haben dürfte. Zudem schlägt sich in den während des vergangenen Jahres stagnierenden Unternehmensinvestitionen zum großen Teil nieder, daß die 1985 eingeleitete Verringerung der Ausgaben für gewerbliche Bauten noch immer anhält. Die Schwäche dieser Nachfragekomponente ist in erster Linie auf die exzessive Bautätigkeit zu Beginn des Jahrzehnts zurückzuführen. Die Investitionsausgaben für Wirtschaftsgebäude könnten noch für geraume Zeit gering bleiben, da die Zahl der unvernieteten Geschäftsräume im langjährigen Vergleich nach wie vor hoch ist.

Veränderung des realen BSP/BIP und der Nachfragekomponenten in den großen Industrieländern (Forts.)

Land/Zeitraum	BSP/ BIP ¹	Inlands- nachfrage	Nachfragekomponenten					Nachrichtlich: Private Anlageinvestitionen (ohne Wohnungsbau) ²
			Privater Verbrauch	Öffentliche Ausgaben ^{2,3}	Private Anlageinvestitionen ³	Vorratsveränderung ⁴	Außenbeitrag ⁴	
Veränderung in Prozent								
Italien⁶								
1982–89 Durchschnitt	2,8	3,3	3,0	2,7	3,2	0,0	–0,3	n.v.
1989	3,0	3,0	3,6	0,9	4,6	–0,3	–0,1	5,2
1990	2,2	2,4	2,8	1,3	3,3	–0,2	–0,3	3,1
1991	1,4	2,3	2,8	1,7	0,9	0,1	–0,9	0,7
1991 4. Q. ⁵	1,5	2,8	2,7	1,4	3,8	0,1	–1,3	6,3
Großbritannien								
1982–89 Durchschnitt	3,5	4,4	4,6	1,0	8,6	0,2	–1,1	9,8
1989	2,3	3,3	3,5	3,0	5,0	–0,3	–1,2	8,1
1990	1,1	–0,1	0,8	3,5	–3,9	–0,7	1,1	–1,1
1991	–2,3	–3,1	–1,7	0,9	–10,7	–0,6	1,2	–11,9
1991 4. Q. ⁵	–1,5	–1,6	–1,3	0,4	–8,6	0,4	0,6	–10,4
Kanada								
1982–89 Durchschnitt	4,1	4,7	4,2	2,4	6,5	0,4	–0,7	5,5
1989	2,5	3,8	3,2	3,6	5,2	0,1	–1,3	6,0
1990	0,5	–0,2	1,3	3,6	–4,6	–0,9	0,8	–3,2
1991	–1,5	–0,5	–1,1	2,2	–3,9	0,4	–0,5	–1,9
1991 4. Q. ⁵	–0,2	1,4	–0,8	1,0	4,1	0,9	–1,4	3,2
Durchschnitt⁷								
1982–89 Durchschnitt	3,6	3,8	3,5	2,4	5,8	0,2	–0,3	6,1
1989	3,3	3,3	2,8	1,2	6,5	0,2	0,0	8,8
1990	2,5	2,3	2,4	3,0	4,0	–0,5	0,3	5,9
1991	1,0	0,5	0,9	1,5	–1,6	–0,1	0,6	–0,2
1991 4. Q. ⁵	1,1	0,9	1,2	0,5	–2,5	0,4	0,3	–2,2

¹ Japan und Deutschland: BSP. ² Staatsverbrauch und öffentliche Investitionen. ³ Bei Deutschland (4. Quartal 1991) und Italien (sämtliche Jahre) umfassen die öffentlichen Ausgaben nur den Staatsverbrauch, die privaten Anlageinvestitionen enthalten die öffentlichen Investitionen, und die privaten Anlageinvestitionen (ohne Wohnungsbau) umfassen nur die Ausrüstungsinvestitionen. ⁴ Beitrag zum BSP/BIP-Wachstum in Prozentpunkten. ⁵ Veränderung gegenüber entsprechendem Vorjahrsquartal. ⁶ Durchschnitt für 1982–89 auf Basis der Preise von 1980. Einzelne Jahre 1989–91 auf Basis von Berechnungen zu Preisen von 1985. ⁷ Gewichte entsprechend BIP und Nachfragekomponenten von 1989.

Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder.

Exportdynamik

Die Ausfuhren, die 1991 gegenüber dem Vorjahr real um fast 7% zunahmen, waren eine wichtige Ausnahme von der allgemeinen Nachfrageschwäche. Ihre Dynamik spiegelt bedeutende Marktanteilsgewinne gegenüber den Industrieländern wider, die zu einem großen Teil auf der vergleichsweise günstigen Wettbewerbsposition der amerikanischen Exportindustrie und den wiederanziehenden Einfuhren lateinamerikanischer Länder beruhten.

Neben dem Export hängen die Aussichten auf eine Erholung weitgehend von einer durch niedrigere Zinsen belebten höheren Ausgabenneigung der privaten Haushalte ab. Kontinuierliche Anzeichen eines Rückgangs der Kerninflationsrate und die anhaltende Wirtschaftsflaute führten 1991 zu einer

deutlichen Lockerung der Geldpolitik. Die Marktzinsen sanken beträchtlich, so daß die langfristigen Sätze einschließlich der Hypothekenzinsen Ende 1991 auf dem niedrigsten Stand seit fast fünf Jahren angelangt waren. Der Zinsrückgang erleichterte den privaten Haushalten den Schuldendienst und ermöglichte es einem größeren Teil von Kreditinteressenten, Wohnungsbaukrediten zu erhalten. Teilweise als Folge des niedrigeren Schuldendienstes waren Private und Unternehmen in der Lage, ihren Schuldenstand im Jahr 1991 etwas zu senken.

Niedrigere
Zinsen ...

Der Spielraum zur Stimulierung der Wirtschaft durch die öffentlichen Haushalte war durch das hohe Defizit im Bundeshaushalt stark begrenzt, das im Fiskaljahr 1991 4,8% des Bruttoinlandsprodukts erreichte und damit nahe dem Höchstwert von 5,2% im Haushaltsjahr 1986 lag. Neben Zahlungen zur Wiederaufstockung des Einlagensicherungsfonds der Banken war in erster Linie die schwache Wirtschaftstätigkeit für die Ausweitung gegenüber dem Haushaltsjahr 1990 verantwortlich; aus dem gleichen Grund wird für das Fiskaljahr 1992 mit einer substantiellen Ausweitung des Defizits gerechnet. Der Bundeshaushalt trug 1991 etwas weniger zur Wirtschaftstätigkeit bei als im Anschluß an frühere Konjunkturabschwünge. Aufgrund der Budgetvereinbarungen von 1990 bedarf es während der nächsten Jahre weiterer Haushaltskonsolidierungen. Die Engpässe beim Bundeshaushalt wurden durch Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen in zahlreichen Bundesstaaten noch verstärkt, deren Haushaltslage erheblich schlechter ist als in früheren Zyklen.

... aber hohe
Budgetdefizite

In *Japan* verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum 1991 zunehmend und abrupter als erwartet und sank auf die niedrigste Rate seit 1986. Auf die Nettoauslandsnachfrage entfiel mehr als ein Drittel des gesamtwirtschaftlichen Nachfrageanstiegs; das Wachstum der Inlandsnachfrage war 1991 das niedrigste seit 1983. Die Rückbildung ist vornehmlich das Ergebnis der unvermeidlichen Abkühlung des bereits erwähnten ungewöhnlich kräftigen Investitionsbooms. Die Wohnungsbauinvestitionen begannen sich 1990 von einem außergewöhnlich hohen Niveau zurückzubilden, und ihr weiteres Sinken im Jahr 1991 ließ das Wachstum des Sozialprodukts um nahezu $\frac{3}{4}$ Prozentpunkte niedriger ausfallen. Die Unternehmensinvestitionen, die von 1988 bis 1990 mit einer durchschnittlichen Jahresrate von über 10% wuchsen, schwächten sich 1991 deutlich ab. Diese Nachfrageschwäche griff im späteren Jahresverlauf weiter um sich, da sich die Konsumnachfrage und die Exporte spürbar verlangsamten und sich die Vorratsinvestitionen, die relativ zum Umsatz markant zugenommen hatten, abschwächten. Es wird damit gerechnet, daß erhebliche Lagerbestandsverringereungen über längere Phasen des Jahres 1992 hinweg die gesamtwirtschaftlichen Ausgaben niedrig halten werden.

Abrupte
Konjunktur-
abschwächung in
Japan

Viele fundamentale Nachfragebedingungen blieben jedoch relativ günstig. Weder der Beschäftigungsanstieg noch das Wachstum der privaten Einkommen haben sich spürbar verlangsamt. Die Unternehmensgewinne sind gesunken, aber von einem recht hohen Niveau aus. Vor allem aber stellt sich die Lage bei der Inflation und dem öffentlichen Haushalt erheblich besser dar als in den meisten anderen Industrieländern. Die Verbraucherpreise stiegen 1991 um weniger als 3%, und die Lohnzuwächse fielen nach wie vor maßvoll aus, obwohl die Lage am Arbeitsmarkt im langjährigen Vergleich angespannt blieb. Die Tarifabschlüsse

Inflation und
Zinsen ver-
gleichsweise
günstig

vom Frühjahr 1992 lagen im Durchschnitt etwas niedriger als im Vorjahr. Da der Preisauftrieb offenbar eingedämmt war, vermochte die Notenbank die Zinsen deutlich zu senken. Die langfristigen Sätze sanken Anfang 1992 unter 5,5%, tiefer als in irgendeinem anderen großen Industrieland und real so tief wie seit Anfang der achtziger Jahre nicht mehr. Der Spielraum für eine expansive Finanzpolitik war ebenfalls etwas größer als andernorts. Der öffentliche Gesamthaushalt wies nach wie vor einen Überschuß auf, und das Defizit des zentralen Haushalts war im Fiskaljahr 1991 aufgrund der gemäßigten Wirtschaftstätigkeit zwar höher als ursprünglich geplant, blieb jedoch vergleichsweise bescheiden. Der öffentliche Gesamthaushalt trug 1991 maßvoll zum Wirtschaftswachstum bei; das für das Fiskaljahr 1992 vorgesehene Budget ist trotz einer beträchtlichen Zunahme der Ausgaben für öffentliche Bauten, die auf die erste Jahreshälfte konzentriert sind, nur wenig oder überhaupt nicht auf einen weiteren diskretionären Anstoß der Wirtschaft angelegt.

Die größten Unwägbarkeiten bezüglich der Wirtschaftsaussichten in Japan liegen in der finanziellen Situation und dem Ausmaß der Abschwächung der Investitionstätigkeit. Die gesamten Investitionsausgaben scheinen 1991 von dem stark reduzierten Kreditwachstum nicht merklich beeinträchtigt worden zu sein, hauptsächlich weil den großen Kapitalgesellschaften weiterhin reichlich alternative Finanzierungsquellen zur Verfügung standen. Es besteht jedoch die Gefahr, daß die Investitionstätigkeit stärker in Mitleidenschaft gezogen wird, sofern die Preise für Immobilien oder Aktien weiter stark nachgeben und zu einer ernststen Kreditverknappung führen. Wie weit die Anpassung bei den Anlageinvestitionen noch gehen wird, ist besonders schwer einzuschätzen. Die Wohnungsbauinvestitionen sind stärker zurückgegangen als während der längeren Abschwungphase Anfang der achtziger Jahre, liegen jedoch noch weit über dem langfristigen Durchschnitt. Eine Anfang 1992 im Unternehmenssektor durchgeführte Erhebung läßt für das Fiskaljahr 1992 auf einen bedeutenden Rückgang der Investitionen namentlich im verarbeitenden Gewerbe schließen. Eine im Jahr davor durchgeführte Unternehmenserhebung untertrieb indes die Dynamik der Investitionskonjunktur, und Erfahrungen der Vergangenheit lassen vermuten, daß die Investitionsausgaben höher liegen können, sollten sich die Aussichten für die Gesamtwirtschaft verbessern.

In *Westdeutschland* spiegelt die Wachstumsverlangsamung eine echte Abschwächung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage wider, auch wenn die dabei verstärkend wirkenden Einkommen- und Verbrauchsteuererhöhungen zur Jahresmitte berücksichtigt werden. Vor allem die Industrieproduktion ging 1991 zurück, und das Beschäftigungswachstum kam zum Stillstand. Wie bereits an anderer Stelle erwähnt, beruhte der Wachstumsrückgang vornehmlich auf den veränderten Verhältnissen in den östlichen Bundesländern und deren Folgen für die Finanzpolitik sowie auf der Preissituation. Bis etwa zur Mitte des vergangenen Jahres alimentierten steigende öffentliche Ausgaben für die neuen Bundesländer einen Nachfrageboom, der zum großen Teil auf Westdeutschland und andere europäische Produzentenländer ausgerichtet war. Diese Nachfrageimpulse klangen im Verlauf des Jahres 1991 ab, und die Nachfrage wurde durch nachlassende Exporte in andere Länder und eine Abkühlung der Investitionskonjunktur weiter geschwächt.

Mögliche Risiken durch sinkende Preise für Vermögenswerte

Expansion in Deutschland endet mit abklingender fiskalischer Stimulierung ...

In erster Linie infolge der Stabilisierung der Produktion in den neuen Bundesländern und der Steuererhöhungen nahm das öffentliche Haushaltsdefizit 1991 weniger zu als 1990. Gleichwohl belief sich das Defizit der öffentlichen Haushalte 1991 auf 3,1% des westdeutschen Bruttoinlandsprodukts, was fast so hoch war wie die entsprechende Relation für Westdeutschland Anfang der achtziger Jahre. Überdies blieb das Zinsniveau hoch, und die kurzfristigen Zinsen stiegen im Verlauf des Jahres 1991 im Zuge einer im Bemühen um Eindämmung der Inflation zunehmend strafferen Geldpolitik. Die langfristigen Sätze schienen Ende 1991 real fast so hoch zu sein wie zu Beginn der achtziger Jahre. Inwieweit die Zinssteigerungen die Wirtschaftstätigkeit gedämpft haben, ist nicht ganz klar. Die gesamten Investitionen erhöhten sich im Jahr 1991 um 2,8%, damit aber erheblich weniger als in den zwei Jahren davor. Zudem resultierte praktisch das gesamte Wachstum aus dem ersten Quartal, während die Investitionsausgaben für den Rest des Jahres rückläufig waren.

... aber Zinsen bleiben hoch ...

Von der Lohnentwicklung hängt es inzwischen entscheidend ab, wie sich die Aussichten für die Zinsen und weitgehend auch für die Gesamtwirtschaft darstellen. Die Lohnzuwächse erreichten im letzten Jahr durchschnittlich fast 7% und damit nahezu den Höchstwert von 1980/81. Das Produktivitätswachstum in der westdeutschen Wirtschaft belief sich in den letzten zehn Jahren im Durchschnitt auf knapp 2%, so daß anhaltende Lohnsteigerungen im Ausmaß des letzten Jahres eine trendmäßige Inflationsrate implizieren, die etwas über den 4% des vergangenen Jahres liegt. Tarifabschlüsse von Ende des letzten Jahres und zu Beginn des Jahres 1992, namentlich jene der Stahlindustrie, deuten auf ein Ende der Beschleunigung beim Lohnanstieg hin. Die neuen Abschlüsse stellen freilich auch keine nennenswerte Mäßigung gegenüber dem gegenwärtigen Trend der Durchschnittslöhne dar, und das Ausmaß der Lohnzurückhaltung bei noch anstehenden Tarifverhandlungen bleibt höchst ungewiß. Der Auslastungsgrad der Sachkapazitäten blieb 1991 über dem vorherigen Höchstwert von 1979 und auch über dem Stand, von dem aus Anfang der achtziger Jahre der Lohnauftrieb abzunehmen begann.

... und Inflations-sorgen verstärken sich

Die Lage in Ostdeutschland. Fast ein Jahr nach der Vereinigung pendelte sich die Industrieproduktion in den östlichen Bundesländern bei etwa zwei Dritteln des Durchschnitts von 1990 ein und begann dann offenbar im zweiten Halbjahr wieder etwas zuzunehmen. Die Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe erhöhten sich merklich, und in der Bauwirtschaft belebten sich sowohl die Auftragseingänge als auch die Produktion. Die Beschäftigung war jedoch weiter rückläufig, und neueren Unternehmenserhebungen zufolge ist eine weitere Abnahme wahrscheinlich. Die offizielle Arbeitslosenquote stieg Anfang 1992 auf fast ein Sechstel der Erwerbspersonen an, da eine Reihe öffentlich geförderter Beschäftigungsprogramme ausliefen.

Produktionsrückgang in Ostdeutschland kommt zum Stillstand

Das Ende des Rückgangs der Wirtschaftstätigkeit bedeutete, daß die Produktion auf den Stand gesunken war, der durch die sehr hohen Transferzahlungen des Bundes abgestützt wurde. Die Nettozahlungen beliefen sich auf über die Hälfte des Bruttosozialprodukts der ostdeutschen Länder. Subventionierte öffentliche Kredite waren im wesentlichen für die Zunahme der Auslandsaufträge an die produzierende Wirtschaft Ostdeutschlands verantwortlich, und

Produktivitäts-
rückstand gegen-
über West-
deutschland
muß aufgeholt
werden

staatliche Investitionen in die Infrastruktur waren die Hauptursache für die Belebung im Baugewerbe.

Trotz einiger ermutigender Fortschritte verharrt die ostdeutsche Produktion auf einem gedrückten Niveau, weil die früheren Staatsbetriebe im allgemeinen international nicht wettbewerbsfähig sind. Eine wirkliche Erholung hängt von starken und nachhaltigen Verbesserungen der Produktivität und der Produktqualität in den Schlüsselindustrien ab. Dieser Prozeß setzt massive Investitionen über viele Jahre hinweg voraus, bevor der Rückstand bei der Produktivität gegenüber Westdeutschland aufgeholt werden kann.

Bedeutsame, wenn auch etwas ungleichmäßige Fortschritte gab es im vergangenen Jahr bei der Schaffung der institutionellen Grundlagen für die weitere Entwicklung in den östlichen Bundesländern. Inzwischen sind die neuen gesetzlichen Regelungen zum Privateigentum und zum Gewerberecht in Kraft; gleichwohl lassen die Bestimmungen über die Rückgabe von Eigentum in einigen Bereichen noch Fragen offen. Nahezu 1300 der mehr als 5000 von der Treuhandanstalt ursprünglich übernommenen Unternehmen sind inzwischen privatisiert worden. Mehrheitlich sind sie jedoch verhältnismäßig klein, und der größere Teil der schwierigen Aufgabe, die großen Industrieunternehmen zu reorganisieren und zu privatisieren, bleibt noch zu tun.

Es wurden hohe und steigende Investitionsausgaben getätigt, die sich in den vergangenen zwölf Monaten auf mehr als 30% des Bruttosozialprodukts Ostdeutschlands beliefen. Ein wichtiger Anfang wurde bei Investitionen in die

Ausgewählte Wirtschaftsindikatoren der neuen deutschen Bundesländer				
Position	1990	1991		1992
	2. Hj.	Jahr	2. Hj.	1. Q.
Veränderung gegen Vorjahr in Prozent				
Industrieproduktion	-19,5 ¹	-36,4	-35,1	..
Bruttoanlageinvestitionen	n.v.	n.v.	37,0	..
Lebenshaltungskosten	1,9 ²	21,3 ³	21,4	15,1 ⁴
Verdienst je Beschäftigten in der Industrie	n.v.	61,0 ⁵	40,7 ⁶	..
Verdienst je Arbeitsstunde in der Industrie	n.v.	87,9 ⁵	71,5 ⁶	..
Niveau				
Bruttoanlageinvestitionen/BSP (%)	22,6	33,5	34,6	..
BSP/Inlandsnachfrage (%)	n.v.	55,0
Beschäftigung (Mio.)	8,5	7,5	7,3	..
darunter: Kurzarbeiter ⁷ (%)	20,0	21,3	17,8	..
Arbeitslosenquote (%)	6,3 ⁸	10,4	11,7	15,5 ⁴
in Prozent des westdeutschen BSP				
<i>Nachrichtlich:</i>				
BSP	7,8	7,4	8,5	..
BSP je Beschäftigten	n.v.	30,0	n.v.	..

¹ Dezember gegenüber drittem Quartal 1990. ² Dezember gegenüber 1989. ³ Dezember bis Dezember. ⁴ März. ⁵ Januar bis Dezember 1991 (Jahresrate). ⁶ Juni bis Dezember 1991 (Jahresrate). ⁷ In Prozent der Beschäftigten insgesamt. ⁸ Viertes Quartal.

Quelle: Nationale Angaben.

Infrastruktur gemacht; die öffentlichen Stellen gaben 1991 DM 45 Mrd. für Verkehrs-, Kommunikations- und damit zusammenhängende Einrichtungen in den neuen Bundesländern aus. Diese Infrastrukturinvestitionen machten fast 60% der 1991 in den neuen Ländern insgesamt getätigten Investitionsausgaben aus. Auch die privaten Investitionen nahmen, begünstigt durch beträchtliche staatliche Subventionen, deutlich zu. Nach jüngst durchgeführten Erhebungen könnte 1992 nicht weniger als ein Sechstel der in der gesamten Bundesrepublik getätigten privaten Investitionen in Projekte in Ostdeutschland fließen.

Steigende Investitionsausgaben

Trotz der bislang ermutigenden Initiativen werden die Anreize, im Osten zu investieren, durch eine Reihe von Faktoren begrenzt und sind in einer bedeutsamen Hinsicht wohl sogar gesunken. Ungeklärte Verhältnisse bei der Rückgabe von Grund und Boden an frühere Eigentümer und bei der Haftung der Unternehmen für bestehende Umweltschäden bleiben eine Quelle der Unsicherheit für künftige Investoren. Die Privatisierungsverträge schränken in vielen Fällen die Möglichkeiten der Unternehmen ein, Personal im Zuge der Reorganisation abzubauen, was zumindest anfänglich den Ertrag der Investition bis zu einem gewissen Grad begrenzt.

Ein potentiell ernsteres Problem stellen die massiven Lohnsteigerungen des letzten Jahres dar. Nach vorläufigen Zahlen ist der Verdienst je Beschäftigten in der Industrie 1991 um rund 60% gestiegen. In diesen Lohnsteigerungen spiegelt sich bis zu einem gewissen Grad das Bestreben wider, den Anstieg der Verbraucherpreise auszugleichen, der 1991 – hauptsächlich aufgrund der Kürzung von Miet- und sonstigen Subventionen für private Haushalte – bei über 20% lag. Indes kam es im Bankgewerbe und in einer Reihe anderer Branchen zu Vereinbarungen, wonach innerhalb einiger weniger Jahre das westdeutsche Lohnniveau erreicht oder fast erreicht werden soll.

Wachsende Lücke zwischen Löhnen und Produktivität

Die Lücke zwischen der Lohnskala und der Produktivität in den Schlüsselindustrien ist daher mit ziemlicher Sicherheit größer geworden. Dieser Trend könnte sich zunehmend als ernstes Hindernis für eine dauerhafte Investitionstätigkeit in den östlichen Bundesländern erweisen, vor allem, weil in mehreren anderen Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaft das Lohnniveau bedeutend niedriger ist. Das größere Ungleichgewicht zwischen Löhnen und industrieller Produktivität hat überdies zur Folge, daß die zur Stützung der Industrie und Beschäftigung auf einem gegebenen Niveau und zur Aufrechterhaltung der Investitionsanreize erforderlichen öffentlichen Ausgaben zugenommen haben.

Übrige große Industrieländer

Sowohl *Großbritannien* als auch *Kanada* erzielten 1991 bedeutsame Fortschritte bei der Verringerung des Inflationsdrucks, der Hauptursache ihrer Rezession, doch vermochte keines der beiden Länder eine nachhaltige Erholung in Gang zu bringen. In *Frankreich* und *Italien* setzte das Wirtschaftswachstum wieder ein, verlor jedoch zunehmend an Schwung, teilweise wegen anhaltender Dämpfung durch hohe Realzinsen und die Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit in Deutschland.

Umfassende finanzielle Anpassungen des privaten Sektors vertieften und verlängerten die Rezession in *Großbritannien*, die längste der Nachkriegszeit,

Anhaltende
Rezession in
Großbritannien

erheblich. Die Umkehrung der starken Preissteigerungen bei Immobilien und die außergewöhnlich hohe Schuldenlast der privaten Haushalte waren zwei wichtige Bestimmungsgründe für die ausgeprägte und anhaltende Schwäche des privaten Verbrauchs und der Wohnungsbauinvestitionen. In ähnlicher Weise trugen die Finanzlasten des Unternehmenssektors, die durch Überkapazitäten in einigen Bereichen noch drückender wurden, wesentlich zu dem starken Rückgang der gewerblichen Bauinvestitionen bei.

Deutlicher Inflationsrückgang

Gleichwohl gab es deutliche Fortschritte bei der Schaffung der für eine Erholung erforderlichen fundamentalen Bedingungen. Zwar überzeichneten fallende Ölpreise und sinkende Zinsen den Rückgang beim Verbraucherpreisanstieg im letzten Jahr, dennoch war eine substantielle Verbesserung in der Grundtendenz festzustellen. Die tariflichen Lohnsteigerungen bildeten sich bis Ende 1991 auf 4–5% zurück, womit sie nur noch etwa halb so groß waren wie durchschnittlich im Jahr davor. Der nachlassende Preisauftrieb ermöglichte eine Senkung der kurzfristigen Zinssätze im ersten Halbjahr 1991 um fast 3 Prozentpunkte, und die langfristigen Zinsen gingen um mehr als 1 Prozentpunkt zurück. Das Zinsgefälle zwischen Großbritannien und Deutschland war Ende letzten Jahres nahezu eingeebnet. Obwohl das Defizit des zentralen Haushalts auf über 1% des Sozialprodukts anstieg, wirkte das Budget im letzten Jahr im wesentlichen nicht gezielt stimulierend auf die Wirtschaft. Der Haushaltsentwurf für das Finanzjahr 1992 enthält jedoch einiges an expansiver Wirkung und dürfte das Defizit weiter ausweiten.

Leicht
verbesserte
Finanzierungs-
positionen im
privaten Sektor

Die günstigen Auswirkungen des Zinsrückgangs zeigten sich am deutlichsten im Unternehmenssektor, wo der Finanzierungsbedarf abnahm und die Liquidität des verarbeitenden Gewerbes sich etwas verbesserte. Bezüglich der Zukunftsperspektiven schlug die Stimmung 1991 deutlich ins Positive um, und in der zweiten Jahreshälfte durchgeführte Erhebungen deuteten darauf hin, daß bei den Investitionen 1992 erste Anzeichen einer Belebung erkennbar sein könnten. Die finanzielle Situation der privaten Haushalte hat sich ebenfalls verbessert; inwieweit deren Bilanzanpassung weitergeht, ist indes ungewiß.

In *Kanada* nahm die Binnennachfrage ab Frühjahr 1991 wieder etwas zu. Der Wohnungsbau und – in geringem Maße – die Unternehmensinvestitionen belebten sich. Der Verbrauch blieb indes schwach, und die Auslandsnachfrage ging angesichts der ins Stocken geratenen konjunkturellen Erholung in den USA zurück. Demzufolge stagnierte die Produktion nach dem zweiten Quartal.

Stabilitätsfort-
schritte in
Kanada ...

Finanzierungsungleichgewichte im privaten Sektor hatten nur bescheidene Auswirkungen auf die Rezession, insbesondere im Vergleich mit dem Abschwung der Jahre 1981/82, als Überkapazitäten im Energiesektor ein ernstes Problem waren. Die Rückführung der Inflation und eine weitere Konsolidierung des Staatsbudgets waren die entscheidenden Voraussetzungen für eine nachhaltige Erholung der Wirtschaft, wobei in beiden Bereichen 1991 beträchtliche Fortschritte erzielt wurden. Der durchschnittliche Lohnanstieg begann sich deutlich zu verlangsamen. Die Verbraucherpreise (ohne Nahrungsmittel, Energie und Erhöhungen indirekter Steuern) stiegen 1991 deutlich weniger als im Jahr davor und blieben innerhalb der Spanne, die die längerfristigen Inflationsvorgaben der Bank of Canada widerspiegelt. Teilweise deshalb sanken die Zinsen real wie nominal beträchtlich, und das Zinsgefälle gegenüber den USA bildete

sich deutlich zurück. Für die Defizite des zentralen sowie des gesamten öffentlichen Haushalts gilt darüber hinaus, daß diese sich, obwohl wegen der konjunkturellen Talfahrt 1991 höher als im vorangegangenen Jahr, in konjunkturbereinigter Rechnung gleichwohl erheblich verbesserten. Die Konsolidierungsbemühungen sollen im Finanzjahr 1992 verstärkt fortgesetzt werden. Somit sind im Inland die Voraussetzungen für einen Erholungsprozeß weitgehend verwirklicht; die weiteren Aussichten hängen jedoch in erheblichem Maße von einer Belebung des Wirtschaftswachstums in den Vereinigten Staaten ab.

... aber Erholung hängt von den USA ab

In *Frankreich* und *Italien* scheinen die Belastungen aus der privaten Verschuldung und die damit zusammenhängenden Probleme verhältnismäßig wenig ausgebildet gewesen zu sein. Die Wirtschaftstätigkeit wurde 1991 durch hohe Realzinsen und – im weiteren Jahresverlauf – die konjunkturelle Abkühlung in Deutschland zunehmend beeinträchtigt. In Frankreich expandierte die Wirtschaft 1991 allerdings relativ verhalten. Der Konsum nahm etwas stärker zu als in den meisten anderen großen Ländern, erreichte jedoch nicht das Wachstum der zwei Jahre davor. Konjunkturstützend wirkte auch die recht kräftige Ausweitung der Exporte über weite Phasen des Jahres hinweg. Die grundlegenden Wachstumsvoraussetzungen blieben vergleichsweise günstig. Vor allem war der Preisauftrieb recht maßvoll, und die Kerninflationsrate gehörte nach wie vor zu den niedrigsten aller Industrieländer. Zwar stieg das Defizit des öffentlichen Gesamthaushalts 1991 – weitgehend als Ergebnis der schwachen Wirtschaftstätigkeit – auf 1,9% des Bruttoinlandsprodukts, es lag damit aber noch deutlich unter dem Durchschnitt aller Industrieländer. Der Haushalt hatte 1991 eine leicht kontraktive Ausrichtung; für 1992 wird allerdings erwartet, daß er leicht stimulierend wirkt.

Verhaltenes Wirtschaftswachstum in Frankreich

Dennoch verschlechterten sich die Nachfragebedingungen mit Fortschreiten des Jahres. Die Exporte schwächten sich in den letzten Monaten des Jahres 1991 deutlich ab. Das Konsumklima, das sich bereits vor dem gegenwärtigen Abschwung über einige Jahre hinweg ziemlich eingetrübt hatte, verschlechterte sich weiter auf den niedrigsten Stand seit den frühen achtziger Jahren. Die Arbeitslosenquote stieg 1991 erstmals seit fast fünf Jahren an, und zwar auf knapp 10%, obwohl die Beschäftigung leicht zunahm.

Der 1990 begonnene Rückgang der Unternehmens- und Wohnungsbauinvestitionen setzte sich auch im vergangenen Jahr fort, wenngleich im Wohnungsbau in der zweiten Jahreshälfte eine gewisse Belebung festzustellen war. In der schwachen Investitionstätigkeit spiegelt sich zum Teil die Verlangsamung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität wider, doch dürfte auch das außergewöhnlich hohe Realzinsniveau ein bedeutender Einflußfaktor gewesen sein. Da die langfristigen Nominalzinsen fast 6 Prozentpunkte über der laufenden Inflationsrate liegen, sind die Realzinsen nun so hoch wie seit über zwanzig Jahren nicht mehr und höher als in irgendeinem anderen großen Industrieland.

Hohe Zinsen trotz niedriger Inflation

In *Italien* nahm die gesamtwirtschaftliche Erzeugung 1991 um 1,4% zu, wenngleich dieses Ergebnis etwas täuscht, da die Industrieproduktion seit 1990 ziemlich kontinuierlich zurückgegangen ist. Gleichwohl wuchs der Verbrauch fast so stark wie vor dem Golfkrieg, und auch die Ausrüstungsinvestitionen erhöhten sich im Jahresverlauf substantiell.

Die Inflation und die öffentliche Haushaltslage blieben ein ziemlich ernstes

Ernste Inflations- und Haushaltsprobleme in Italien

Problem und lassen – im Zusammenhang mit der Konjunkturabkühlung in Deutschland – einige Zweifel darüber aufkommen, ob das Wirtschaftswachstum noch viel länger anhalten wird. Am Preisauftrieb hat sich seit 1989 wenig geändert, auch wenn er gemessen an den Höchstwerten zu Beginn der achtziger Jahre beträchtlich schwächer geworden ist; er lag erheblich über dem der meisten Haupthandelspartner Italiens. Der Anstieg der Löhne und Gehälter hat sich 1991 namentlich im öffentlichen Sektor spürbar beschleunigt. Das Zusammenreffen einer relativ hohen Inflationsrate mit einem stabilen nominalen Wechselkurs im EWS hat dazu geführt, daß sich die Wettbewerbsfähigkeit der Industrie des Landes erheblich verschlechtert hat. Diese Verschlechterung war weitgehend für den markanten Rückgang der Exporte seit 1990 verantwortlich und kommt auch in der Abnahme der Industrieproduktion zum Ausdruck.

Hinzu kommt, daß sich die Konsolidierung des öffentlichen Haushalts als schwieriges Unterfangen erwiesen hat, obwohl die Auswirkungen des Budgets auf die Wirtschaftstätigkeit per saldo restriktiv waren. Die Zielsetzung der Regierung zur Reduzierung des Defizits im Jahr 1991 wurde nicht eingehalten, obwohl zur Jahresmitte Steuererhöhungen und andere Korrekturmaßnahmen vorgenommen worden waren. Das jetzige Vorhaben, im Finanzjahr 1992 einen ausgeglichenen Primärhaushalt (ohne Zinsaufwand) zu erreichen, geht von einer deutlichen Konjunkturerholung aus. Jedenfalls bedarf es für einige Zeit zusätzlich und in verstärktem Maße einer restriktiven Geld- und Haushaltspolitik, wenn die Kriterien für die Teilnahme an der Europäischen Währungsunion erfüllt werden sollen.

Übrige Industrieländer

Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den kleineren Industrieländern im Jahr 1991 ähnelte in vieler Hinsicht jener der großen Sieben. Das Wachstum verlangsamte sich auf durchschnittlich rund 0,5%. Die Abwärtsbewegung bei den Investitionen war besonders ausgeprägt, aber auch der Konsum war in vielen Ländern schwach. Wie in den großen Ländern war die Wirtschaftsleistung in unterschiedlichem Ausmaß geprägt durch Bemühungen um Reduzierung der Inflation, hohe Realzinsen, Haushaltskonsolidierung, Anpassung privater Finanzierungsungleichgewichte sowie – in Europa – durch das Wachstum in Deutschland.

Anhaltende Rezession, aber geringere Inflation

In Schweden, Finnland, der Schweiz, Australien und Neuseeland dauerte die Rezession im vergangenen Jahr an, allerdings wurden erhebliche Fortschritte bei der Verringerung des Inflationsdrucks erzielt. Der Abschwung in Finnland, der um einiges steiler verlief als in irgendeinem anderen Industrieland, wurde durch fallende Ausfuhrpreise für Rohstoffe und insbesondere dadurch erheblich verschärft, daß der Außenhandel mit der ehemaligen Sowjetunion um 65% schrumpfte. Allein diesem Rückgang war mehr als ein Viertel des Einbruchs des finnischen Sozialprodukts um 6% im Jahr 1991 zuzuschreiben. Es gab substantielle Fortschritte bei der Verringerung des Lohnkostendrucks, insbesondere in Australien, Finnland, Neuseeland und Schweden; in Schweden hatte das zwischen dem Staat und den Sozialpartnern in der Industrie ausgehandelte Lohnbegrenzungsabkommen recht großen Erfolg. In Irland, wo der Preisauftrieb eher moderat war, schwächte sich das Wirtschaftswachstum 1991 deutlich ab, da die

Veränderung des realen Bruttoinlandsprodukts und der Anlageinvestitionen in den übrigen Industrieländern									
Land	BIP von 1989 in Mrd. US-Dollar	Reales BIP ¹				Reale Bruttoanlageinvestitionen			
		1980–88	1989	1990	1991 ²	1980–88	1989	1990	1991 ²
Veränderung in Prozent									
Australien	284	3,3	4,1	1,2	–2,1	3,3	10,3	– 7,1	–11,5
Belgien	153	1,6	3,8	3,7	1,4	0,4	14,6	7,4	1,7
Dänemark	106	2,3	0,8	1,7	1,0	2,1	–0,6	– 0,5	– 2,1
Finnland	116	3,3	5,4	0,4	–6,2	3,4	14,1	– 4,9	–17,0
Griechenland	54	1,5	3,5	–0,1	1,2	–1,9	10,0	4,8	– 2,1
Irland	34	2,7	6,4	7,1	2,1	–2,1	15,8	9,5	– 4,7
Israel	44	3,3	1,6	5,1	5,2	1,3	–4,8	17,1	45,0
Neuseeland	42	2,3	0,4	1,4	–2,2	5,5	9,3	1,3	–17,0
Niederlande	224	1,3	4,2	3,9	2,1	1,9	4,6	4,2	– 0,4
Norwegen	90	2,8	0,6	1,8	1,9	3,4	–3,9	–26,6	1,0
Österreich	126	1,7	3,7	4,6	3,0	1,1	5,4	6,5	5,0
Portugal	45	2,2	5,5	4,2	2,0	2,0	8,3	7,3	2,8
Schweden	190	2,1	2,4	0,4	–1,1	2,8	11,8	– 0,9	– 7,3
Schweiz	177	1,8	3,9	2,2	–0,5	4,4	5,8	2,2	– 2,8
Spanien	380	2,6	4,8	3,6	2,4	3,6	13,8	6,9	1,6
Südafrika	89	1,5	2,3	–0,5	–0,6	–2,8	5,1	– 1,7	– 8,4
Türkei	79	5,3	1,9	9,2	1,5	4,9	–1,0	14,1	– 1,0
Durchschnitt ³	—	2,4	3,6	2,7	0,5	2,5	8,3	1,5	– 2,5

¹ Türkei: reales BSP. ² Vorläufig. ³ Berechnet unter Verwendung der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1989.
Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder.

Nachfrage aus Großbritannien stark zurückging. Hauptsächlich deshalb erhöhte sich die Arbeitslosenquote erheblich und blieb zusammen mit der Spaniens die höchste aller Industrieländer.

In Belgien, den Niederlanden, Norwegen und Österreich lag das Wirtschaftswachstum 1991 über dem Durchschnitt aller Industrieländer. Eine markante Abschwächung der Anlageinvestitionen in Belgien und den Niederlanden sowie eine verstärkte Lagerbildung in Österreich führten jedoch zu einer deutlichen Verlangsamung des aggregierten Produktionswachstums gegenüber 1990. In Dänemark und Norwegen war fast das gesamte Wachstum der Auslandsnachfrage zuzuschreiben, wenngleich in Dänemark die Inlandsnachfrage nach der vorherigen Talfahrt weiter leicht nach oben tendierte. Auch in den Niederlanden trug die Nettoauslandsnachfrage etwas zum Wachstum bei; in Österreich und Belgien ging sie dagegen leicht zurück. Die Nachfrage in diesen drei Ländern und in geringerem Maße in Dänemark und Norwegen ist jedoch verhältnismäßig stark abhängig von den Ausfuhren nach Deutschland und deshalb potentiell anfällig, sollte dort die konjunkturelle Abkühlung anhalten. Zudem ist das Realzinsniveau in diesen Ländern ziemlich hoch und durch Wechselkursziele mitbestimmt. Die Teuerung blieb in den meisten Fällen recht moderat. Dänemarks Mitgliedschaft im EWS und strukturelle Reformen in den letzten Jahren scheinen

Konjunkturabkühlung in Ländern mit engen Handelsbeziehungen zu Deutschland

die Lohnentwicklung deutlich beeinflusst zu haben, denn der Lohnkostendruck hat sich weiter abgeschwächt. In den Niederlanden hat sich freilich der Lohnauftrieb in den vergangenen zwei Jahren merklich verstärkt, und der Verbraucherpreisanstieg hat sich 1991 auf fast 5% erhöht, wenngleich ein Teil dieser Beschleunigung das Ergebnis höherer Steuern für Benzin und einer Anhebung der Obergrenzen für Mieten sowie von Gebühren im Gesundheitswesen war. Die Löhne in Österreich beschleunigten sich ebenfalls spürbar.

Anhaltende
Wachstumsver-
langsamung in
Spanien

Auch in Spanien und Portugal lag das Wachstum 1991 über dem Durchschnitt der Industrieländer, war aber niedriger als 1990. In Spanien verloren die Unternehmensinvestitionen stark an Schwung, und die Zunahme des Verbrauchs flachte sich leicht ab. Die Wirtschaftstätigkeit hat sich seit 1988 schrittweise abgeschwächt, da die Impulse abgeklungen sind, die von der umfassenden Deregulierung des Finanzsektors in den späten achtziger Jahren auf die Wohnungsbau- und Konsumausgaben ausgegangen waren. Zudem sind die geldpolitischen Zügel in dem Bemühen, die Inflation zurückzuführen, seit 1990 gestrafft worden. Strukturelle Verbesserungen, insbesondere bei der Mobilität der Arbeitskräfte und der Lohnflexibilität, sind nach wie vor ein Schlüssel, um den Inflationsdruck nachhaltig zu verringern und das vergleichsweise hohe Wachstumspotential Spaniens voll auszuschöpfen. In Portugal erwies sich die Inlandsnachfrage 1991 weiterhin als vergleichsweise robust. Die nach wie vor hohe Inflation hat indes die Wettbewerbsfähigkeit des Landes stark untergraben und zu einem scharfen Rückgang des Exportwachstums geführt.

Finanzielle
Anspannungen
in mehreren nor-
dischen Ländern

Probleme im Bankensektor und andere Anspannungen finanzieller Art, in mancher Hinsicht jenen in den USA und Großbritannien ähnlich, traten auch in einigen der kleineren Volkswirtschaften auf. Hohe Verluste bei bedeutenden Banken in den nordischen Ländern führten dazu, daß in Norwegen der Staat das zweit- und das drittgrößte Institut übernahm und in Schweden und Finnland der Staat bei einer großen Bank intervenierte. Die Finanzprobleme scheinen die Ausgabenneigung nicht ernsthaft beeinträchtigt zu haben, wahrscheinlich, weil die Kreditnachfrage insbesondere in Schweden und Finnland ohnehin bereits schwach gewesen war. Die Investitionsgüternachfrage ist auch in Norwegen und bis zu einem gewissen Grad in Schweden durch Überkapazitäten und fallende Preise bei gewerblichen Immobilien und Wohnbauten erheblich geschwächt worden. Ähnliche Probleme resultierten in Australien aus dem Zusammenwirken der Liberalisierung des Finanzmarktes mit der in den achtziger Jahren über längere Zeit anhaltenden hohen Inflation. Wie in Großbritannien war die Anpassung an diese Ungleichgewichte ein bedeutender Faktor für die Verschärfung und Verlängerung der Rezession.

Weit verbreite-
te Bemühungen
um Haushalts-
konsolidierung

Viele der kleineren Länder begannen 1991 Schritte zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte oder setzten sie fort, was in mehreren Fällen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage erheblich dämpfte. In Griechenland sank das Defizit der öffentlichen Haushalte, machte aber noch immer fast ein Sechstel des Bruttosozialprodukts aus. Die Produktion erholte sich etwas; hingegen gab es praktisch keine Fortschritte bei der Reduzierung der außergewöhnlich hohen Inflation. In den Niederlanden, wo das Defizit der öffentlichen Haushalte um fast 1 Prozentpunkt des Sozialprodukts sank, waren Budgeteinsparungen eine wichtige Ursache für die Verlangsamung des realen Wirtschaftswachstums. Weitere,

aber nicht ganz so einschneidende Ausgabenkürzungen sind für das Haushaltsjahr 1992 als Teil langfristiger Bemühungen um Reduzierung der hohen öffentlichen Verschuldungsquote geplant, die inzwischen fast 80% des Bruttoinlandsprodukts ausmacht. Auch in Belgien, wo die öffentliche Verschuldung das Sozialprodukt übersteigt und die öffentliche Zinslast fast ein Fünftel der gesamten Staatsausgaben ausmacht, wurde der langfristige Konsolidierungsprozeß für den öffentlichen Haushalt fortgesetzt. In Schweden weitete sich das Haushaltsdefizit des Zentralstaats 1991 stark aus, und der öffentliche Gesamthaushalt, der im Jahr zuvor einen Rekordüberschuß von 3,9% des BIP aufgewiesen hatte, geriet erstmals seit 1986 ins Defizit. Die neue Regierung nahm indes Ausgabenkürzungen in Höhe von rund 1% der Gesamtausgaben vor, wobei allerdings die im ersten Jahr erzielten Einsparungen zu einem großen Teil durch eine befristete Erhöhung der Mittel für Arbeitsbeschaffungsprogramme und die Abschaffung oder Senkung mehrerer Steuern aufgezehrt wurden.

Auswirkungen finanzieller Anspannungen auf die Realwirtschaft

Finanzielle Anspannungen sind im gegenwärtigen Konjunkturzyklus ungewöhnlich deutlich zutage getreten. Es wurden Besorgnisse laut, daß besonders zwei Probleme die Wirtschaftstätigkeit in einer Reihe von Ländern beeinträchtigen könnten. Eine Sorge ist, daß Kreditversorgungsengpässe, ausgelöst durch eine starke Bonitätsverschlechterung der Forderungen und niedrige Rentabilität im Bankensektor, so nachfragehemmend wirkten, daß sie erheblich zur allgemeinen Schwäche der Wirtschaftstätigkeit beigetragen haben. Zu den Ländern, in denen die Bankbilanzen Schwachstellen aufweisen, gehören die USA, Japan, Großbritannien, Australien, Finnland, Norwegen und Schweden. Eine zweite Sorge geht dahin, daß höhere Schuldendienstbelastungen des privaten Sektors, die sich in einigen Fällen durch gesunkene Preise für Vermögenswerte verstärkt haben, eine die Ausgaben bremsende Umstrukturierung der Bilanzen in Gang gesetzt haben. Es stellen sich wichtige definitorische und statistische Fragen, will man herausfinden, in welchem Maße ein echter „credit crunch“ – also eine Situation, in der Banken oder andere Kreditgeber selbst kreditwürdigen Kunden mit soliden Projekten Kredite oder sonstige Finanzierungen zu aktuellen Zinssätzen verweigern – das Wachstum in einigen Ländern ernstlich behindert. Die verfügbaren Daten deuten insgesamt darauf hin, daß die eingeschränkte Verfügbarkeit von Krediten für die Wirtschaftsentwicklung im vergangenen Jahr eine vergleichsweise geringe Rolle gespielt hat, auch wenn Kreditangebotsbeschränkungen für das Wachstum in einigen Ländern nach wie vor ein potentiell Risiko darstellen. Es gibt mehr Hinweise, daß die hohe Verschuldung namentlich der privaten Haushalte zu der Wachstumsschwäche beigetragen hat, zumindest in den Vereinigten Staaten, Großbritannien und mehreren nordischen Ländern.

Hohe
Schuldenlast
bedeutsamer als
Kreditprobleme

Kreditversorgungsengpässe

In vielen Industrieländern unter Einschluß der USA, Kanadas, Japans und der Mehrzahl der nordeuropäischen Länder ging das Wachstum der Bankkredite an den privaten Sektor, das bereits vor 1991 stark nachgelassen hatte, im letzten Jahr entweder weiter zurück oder blieb gedämpft. Ein Großteil der Wachstums-

Unverändert
schwaches
Wachstum der
Bankkredite

verlangsamung läßt sich der allgemeinen Schwäche der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zuschreiben. Allerdings hat die Verschlechterung der Ertragslage der Banken und ihrer Bilanzen in einigen Ländern die Sorge aufkommen lassen, daß die Banken womöglich bei der Kreditvergabe sehr viel zurückhaltender waren und daß die daraus resultierende Kreditverknappung die Wirtschaftsflaute noch verstärkt hat.

Geringere Abhängigkeit vom Bankensektor

In mancher Hinsicht ist die Anfälligkeit der Wirtschaftstätigkeit gegenüber Kreditangebotsverknappungen erheblich geringer als in der Vergangenheit. Vorherige Einbrüche beim Kreditwachstum waren typischerweise das Ergebnis rascher Einlagenabzüge. So führte beispielsweise die Verschärfung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten in den sechziger Jahren wegen der aufgrund der Regulation Q geltenden Höchstzinssätze für Einlagen zu einem starken Rückgang der Bankeinlagen, was wiederum die Kreditvergabefähigkeit der Banken einschränkte. Durch die Liberalisierung auf den Finanzmärkten wurden diese Bestimmungen aufgehoben und der Wettbewerb unter den Finanzinstituten ebenso wie die Entwicklung neuer Finanzinstrumente gefördert. Dies hat zusammen mit der beträchtlichen Ausweitung der Commercial-paper- und Anleihenmärkte dazu geführt, daß einige – vor allem große – Unternehmen vom Bankensektor weniger abhängig wurden. Einiges deutet jedoch darauf hin, daß kleinen und mittleren Unternehmen der Zugang zu alternativen Finanzierungsquellen nicht so weit offen steht. Sie dürften daher von Engpässen bei der Kreditversorgung vergleichsweise empfindlicher getroffen werden.

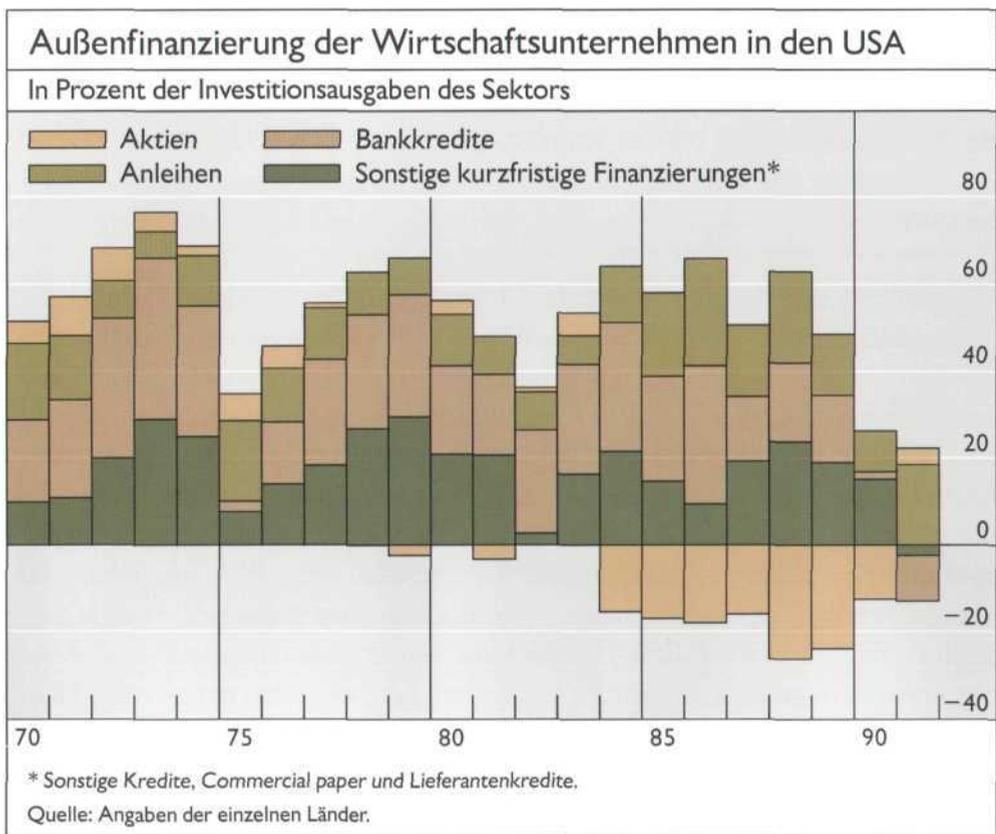
Trotz der insgesamt verbesserten Flexibilität im Finanzbereich läßt eine Reihe von Umständen darauf schließen, daß Beschränkungen bei den Bankkrediten in den USA und in einigen anderen Ländern zu einer ernsten Belastung für einige Schlüsselkomponenten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage geworden sind. Wie bereits weiter oben angemerkt, war in einer Reihe von Ländern die Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern sowie Wohngebäuden und gewerblichen Immobilien ungewöhnlich schwach. Die Zinsspanne der Banken ist größer geworden, allerdings ist dies nicht untypisch in Zeiten einer Rezession, wenn sich die Bonität von Schuldnern verschlechtern kann. In den Vereinigten Staaten deuten Erhebungen darauf hin, daß der Zugang zu Bankkrediten durch eine Verschärfung nichtpreislicher Kreditkonditionen erschwert wurde.

Härtere Kreditvergabebedingungen

Aber selbst in den USA scheint die Verknappung der Kredite, wenngleich sie in einigen Regionen und Sektoren womöglich bedeutsam war, insgesamt nur moderate Auswirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit gehabt zu haben. Insbesondere scheint die Flaute am Markt für gewerbliche Immobilien eine direkte Folge von Überkapazitäten, geringerer Nachfrage wegen der allgemeinen Wirtschaftsschwäche und hoher Verschuldung zu sein. Für diese Sichtweise spricht auch eine Untersuchung der Außenfinanzierung von US-Unternehmen.

Außenfinanzierung der Unternehmen in den USA

Die Mittelbeschaffung im Wege der Außenfinanzierung, die sich in den Vereinigten Staaten in der ersten Hälfte der achtziger Jahre auf rund 50% und in der zweiten Hälfte auf rund 30% der gesamten Investitionsausgaben belief, ging 1990 und erneut 1991 stark zurück. Ein Großteil dieses Rückgangs beruhte auf rückläufigen Bankkrediten. Diese Entwicklung steht freilich im Einklang sowohl mit einer geringeren Investitionsneigung als auch einem reduzierten Kreditangebot. Einigen Aufschluß über die relative Bedeutung dieser zwei



Bestimmungsgründe mag eine Untersuchung darüber geben, inwieweit die Unternehmen Außenfinanzierungsmöglichkeiten in Anspruch nahmen, die eine Alternative zu Bankkrediten darstellen. Im Gegensatz zu früheren Konjunkturzyklen scheinen auch andere kurzfristige Finanzierungsquellen einschließlich der Begebung von Commercial paper wenig beansprucht worden zu sein, was darauf hindeutet, daß nachfrageseitige Einflüsse von sehr großer Bedeutung sind. Hinzu kommt, daß interne und externe Finanzmittel in den achtziger Jahren bei weitem zur Deckung der Investitionsausgaben der Unternehmen ausreichen und die liquiden Mittel beträchtlich zunahm. Diese liquiden Aktiva stellen eine Reserve dar, auf die im Falle einer begrenzten Verfügbarkeit von Bankkrediten zurückgegriffen werden kann. Trotz der Abschwächung des Kreditwachstums blieb die Nettoveränderung liquider Aktiva weiter positiv. Der Trend bei Aktienemissionen hat sich umgekehrt (1991 war die Aktienaussage per saldo erstmals seit 1983 wieder positiv), und ein höherer Prozentsatz der Investitionen war anleihefinanziert. Beide Entwicklungen stehen in Einklang mit der weiter unten erörterten Umstrukturierung der Unternehmensbilanzen.

Ähnliche Überlegungen lassen darauf schließen, daß auch in Großbritannien und Japan Kreditangebotsverknappungen keinen bedeutenden Einfluß hatten. In Großbritannien waren die Probleme im Bankensektor nicht so groß, daß sie die Ausweitung der Kreditvergabe wirklich behindert hätten. Zwar gibt es Hinweise, daß die Banken ihre Kreditvergabekriterien verschärft haben, doch spricht wenig dafür, daß sie dies stärker getan haben, als angesichts der wirtschaftlichen Situation und Zukunftsperspektiven des Unternehmenssektors gerechtfertigt gewesen wäre. In Japan, wo Bankkredite traditionell eine wichtige Quelle der Außenfinanzierung des Unternehmenssektors waren, hat die Dere-

Wenig Hinweise auf einen „credit crunch“ in Großbritannien oder Japan

gulierung im Finanzsektor während der letzten Jahre die Palette der verfügbaren Finanzierungsinstrumente sowohl im Inland als auch an ausländischen Kapitalmärkten erweitert und damit die Abhängigkeit von den Banken verringert. Beispielsweise hat der 1987 gegründete Commercial-paper-Markt rasch expandiert. Das verhaltenere Kreditwachstum hat weder in Großbritannien noch in Japan eine außergewöhnliche Schwäche der Unternehmensausgaben nach sich gezogen, sieht man einmal vom Immobiliensektor ab. In Japan galt von Frühjahr 1990 bis Ende 1991 für die Ausweitung der Kreditvergabe an Immobilienfirmen eine Obergrenze, doch dürfte dies eher die bereits in Gang befindliche Anpassung beschleunigt haben, als daß dadurch die Flaute in diesem Sektor ausgelöst wurde.

Bankenprobleme sind ein ernstes Problem in mehreren nordischen Ländern...

In mehreren nordischen Ländern wogen die Probleme im Bankensektor schwerer. Die Auswirkungen des stark verringerten Wachstums der Bankkredite wurden indes durch mehrere Faktoren gemildert. Von größter Bedeutung waren der leichte Zugang großer Unternehmen zu ausländischen Finanzierungsquellen und die Bereitschaft des Staates, zur Gewährleistung einer kontinuierlichen Kreditversorgung zu intervenieren. In Norwegen etwa wurden öffentliche Mittel zur Stärkung des Eigenkapitals der Banken eingesetzt. Im Mai 1992 kündigte die schwedische Regierung Pläne zum Erwerb der sich noch im privaten Besitz befindenden Aktien der zweitgrößten staatlich kontrollierten Bank an.

... und bleiben in einigen Ländern ein Risiko für die Wirtschaftstätigkeit

Zusammenfassend ist festzustellen, daß die weitverbreitete Abnahme des Kreditwachstums offenbar eher mit der Nachfrageseite als mit dem Kreditangebot zusammenhängt. Zwar gingen in den USA vom Kreditangebot einige Einflüsse auf die Realwirtschaft aus, doch insgesamt waren sie nicht bedeutsam. Vielmehr war die Kreditnachfrage allgemein schwach. Gleichwohl könnten Kreditversorgungsengpässe eine Gefahr für die Konjunktur in einigen Ländern, insbesondere in Japan und einigen nordischen Ländern, darstellen, sollte sich die Investitionsneigung als stärker als gegenwärtig angenommen erweisen oder sollte der Preisrückgang bei Vermögenswerten anhalten und den Bankensektor weiter schwächen.

Schuldenlast des privaten Sektors

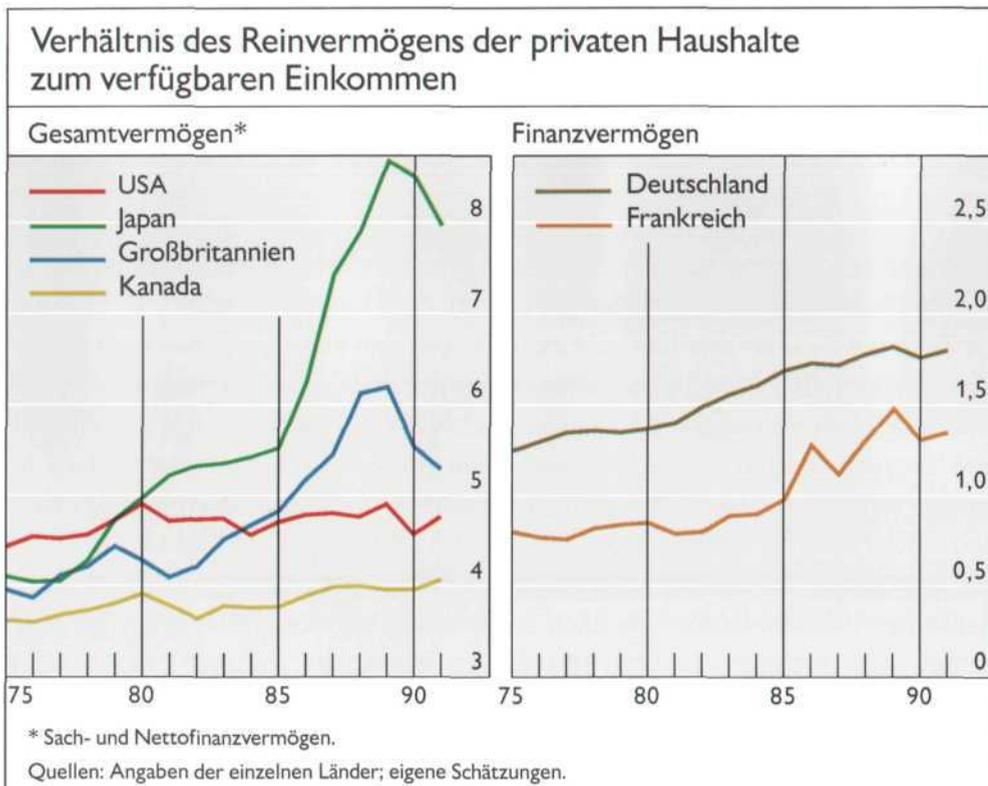
Verhaltene Ausgaben und Korrektur von Bilanzungleichgewichten

Die hohe Schuldenlast des privaten Sektors hat sich 1991 vielerorts als größerer Hemmschuh für die Realwirtschaft erwiesen. Zunehmende Liquiditätsprobleme im Zuge des Anwachsens der Verbindlichkeiten sind ein Aspekt dieser Entwicklung, vor allem dort, wo sich die Einkommen durch die Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit verringert haben, die Zinszahlungen real stark angestiegen sind und Vermögenswerteinbußen das Reinvermögen erheblich gemindert haben. In einigen Ländern haben diese Probleme zu einer Umstrukturierung der Bilanzen und einer Phase verhaltener Ausgaben geführt. Mancherorts erhöhten sich auch die Sparquoten. Die Verschuldung stieg während der achtziger Jahre in einer Reihe von Industrieländern deutlich an, aber die negativen Auswirkungen der daraus resultierenden höheren finanziellen Belastungen waren besonders in den Vereinigten Staaten, Großbritannien, Australien und mehreren nordischen Ländern zu spüren. Eine Konsolidierung der Finanzen fand sowohl bei den privaten Haushalten wie auch im Unternehmenssektor statt, doch scheint von

der Anpassung der privaten Haushalte der größte Einfluß auf die Realwirtschaft ausgegangen zu sein. Auch in Japan nahm die Verschuldung des privaten Sektors stark zu, allerdings gibt es bislang keine Anzeichen, daß dadurch das Wirtschaftswachstum gehemmt wurde.

Die privaten Haushalte waren am stärksten in Ländern wie beispielsweise den Vereinigten Staaten und Großbritannien betroffen, in denen die Zinszahlungen (oder der Zinsaufwand in Relation zum Einkommen) beträchtlich zugenommen haben und das Reinvermögen entweder keinen Zuwachs oder eine Abnahme verzeichnete. In den meisten kontinentaleuropäischen Ländern und Japan wurden die Ausgaben weniger berührt, weil entweder die Zinszahlungen nicht so hoch waren oder das Reinvermögen größer war. In den achtziger Jahren war vielerorts eine kräftige Ausweitung der – großenteils kreditfinanzierten – Käufe von langlebigen Konsumgütern sowie von Wohnungen und Häusern festzustellen. In einer Reihe von Ländern begünstigte ein erleichterter Zugang zur Wohnungsbaufinanzierung im Zusammenwirken mit einer steuerlichen Vorzugsbehandlung von Zinszahlungen eine kräftige Ausweitung der hypothekarischen Verschuldung. Die Wertsteigerung bei Vermögenswerten – insbesondere Aktien und Wohneigentum – übertraf indes im allgemeinen die Zunahme der Verbindlichkeiten. Folglich hat sich die Relation des Reinvermögens zum Einkommen in den großen Industrieländern mit Ausnahme der USA und Kanadas tendenziell erhöht. Diese Zunahme des Reinvermögens im Verhältnis zum Einkommen war in Japan am stärksten, aber ein geringerer Anstieg war auch in Großbritannien, Frankreich und Deutschland zu verzeichnen. In letzter Zeit ist das Verhältnis des Reinvermögens zum Einkommen verglichen mit Ende der achtziger Jahre zurückgefallen, aber ohne daß dadurch der Anstieg aus den vorangegangenen Jahren umgekehrt wurde. Gedämpfter waren die Ausgaben der

Reinvermögen
der privaten
Haushalte



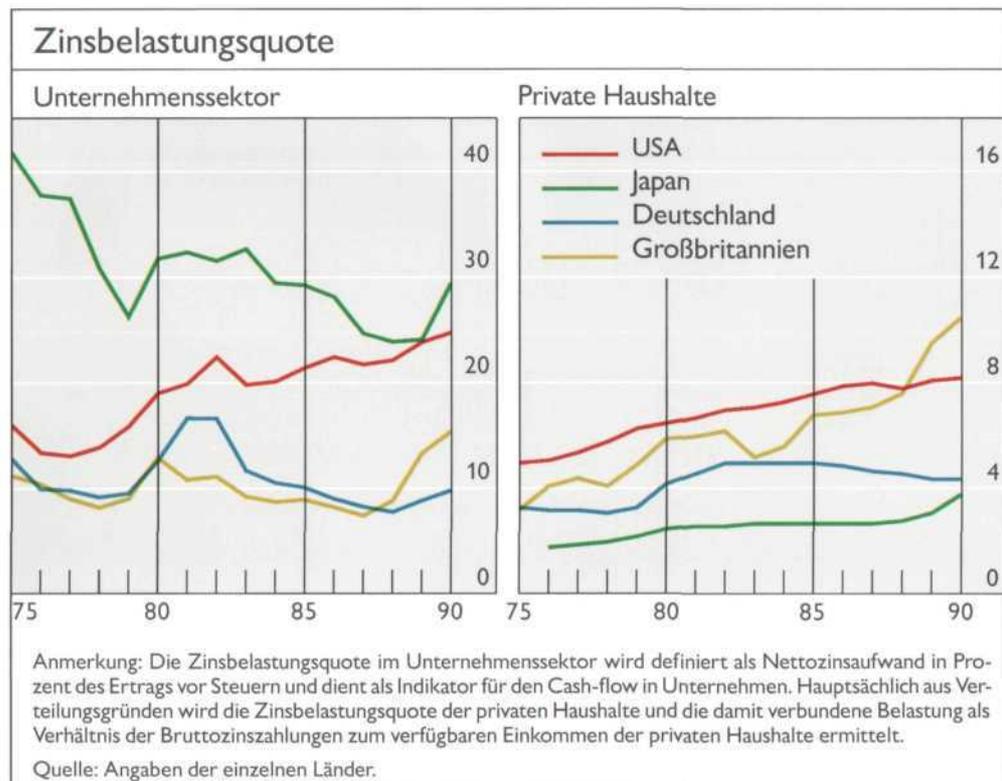
Verbraucher in Großbritannien, wo die Vermögenseinbußen groß waren, und in Nordamerika, wo das Verhältnis des Reinvermögens zum Einkommen während der gesamten Dekade im großen und ganzen konstant blieb.

Veränderungen der Zinsbelastungsquote der privaten Haushalte, ausgedrückt als Verhältnis der Bruttozinszahlungen zum verfügbaren Einkommen, haben das Bestreben nach Umstrukturierung der Bilanzen verstärkt. Im Zuge der Deregulierungen im Finanzbereich bildeten sich im Trend höhere relative Zinsbelastungen heraus, in manchen Ländern verstärkt durch eine Straffung der Geldpolitik als Reaktion auf den zunehmenden Inflationsdruck in den späten achtziger Jahren. Ein besonders hohes Niveau erreichte die relative Zinsbelastung der privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten und Großbritannien. Mit dem Rückgang der Zinsen seit 1990 sind die Belastungen aus dem Schuldendienst allmählich geringer geworden, ebenso die Tilgungszahlungen auf Verbraucherkredite. In Großbritannien hat sich die Sparquote, die zwischen 1985 und 1988 markant zurückgegangen war, wieder kräftig erhöht, ebenso in Schweden. In Norwegen wurde die Sparquote der privaten Haushalte 1989 erstmals seit Aufhebung der quantitativen Kreditbeschränkungen für private Banken von 1984 wieder positiv.

Geringere Schuldendienstbelastungen

Unternehmensumstrukturierungen insbesondere in den USA

Ähnliche Entwicklungen gab es im Unternehmenssektor dieser Länder. Vielfach ist argumentiert worden, daß die größere Verschuldungsbereitschaft des Unternehmenssektors durch die Steuergesetzgebung, ein verbessertes Risikomanagement oder die Aussichten auf höhere wirtschaftliche Effizienz verursacht wurde. Die Auswirkungen höherer Fremdfinanzierung hängen teilweise auch davon ab, ob die Veränderungen in Industriezweigen stattfanden, die gegenüber konjunkturellen Abschwüngen anfälliger sind, oder in zyklusunabhängigen Industriebereichen. Die Bedeutung höherer Verschuldung im



Unternehmenssektor läßt sich mit dem Verhältnis des Nettozinsaufwands zum Ertrag vor Steuern veranschaulichen. In Kanada, den USA und Großbritannien hat die relative Zinsbelastung zugenommen. Ein höherer Verschuldungsgrad hatte zur Folge, daß die Zinszahlungen relativ zum Ertrag höher waren als in früheren Konjunkturzyklen. In den USA waren finanzielle Umstrukturierungen in den Unternehmen besonders häufig, erleichtert durch niedrigere Anleihezinsen und haussierende Aktienmärkte, was das Wiederaufleben von Aktienemissionen begünstigte. Demgegenüber ist die Zinsbelastungsquote der Unternehmen in Japan und Deutschland im Verlauf des letzten Jahrzehnts zurückgegangen, wenngleich seit 1988 wieder ein kleiner Anstieg zu verzeichnen ist.

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß die Verlangsamung des Kreditwachstums in den meisten Ländern offenbar eher Ausdruck einer abnehmenden Nachfrage nach Krediten als einer übertriebenen Zurückhaltung der Banken bei der Kreditgewährung war. Ein hoher Verschuldungsstand des privaten Sektors ist der dominierendere finanzielle Einfluß auf die Realwirtschaft gewesen. Der Prozeß bilanzieller Umstrukturierung trug 1991 zur geringeren Nachfrage der privaten Haushalte und Unternehmen bei. Es ist nicht klar, inwieweit die Deregulierung im Finanzbereich sowie die Entwicklung neuer Finanzierungsinstrumente und Technologien in den vergangenen zehn Jahren auf Dauer eine höhere Verschuldung begünstigen. Es herrscht daher erhebliche Unsicherheit darüber, wie sich eine höhere private Verschuldung auf die konjunkturelle Erholung und ihren zeitlichen Verlauf auswirkt. Es besteht auch weiterhin eine gewisse Gefahr, daß die Kreditkonditionen in einigen Ländern die Wirtschaftstätigkeit ernstlich beeinträchtigen könnten, sofern sich die Investitionskonjunktur noch vor einer deutlichen Besserung im Bankensektor als robuster erweisen sollte, als gegenwärtig erwartet wird.

Finanzielle Faktoren erhöhen Unsicherheit

III. Entwicklung in den übrigen Ländern

Schwerpunkte

1991 wies das reale Produktionswachstum in Entwicklungsländern und jungen Industriestaaten von Land zu Land große Unterschiede auf, die je nachdem durch das geringe Wachstum in den Industriestaaten oder durch die eigene Wirtschaftsentwicklung und -politik in den betreffenden Ländern zu erklären sind. Die asiatischen Länder, die vom geringeren Welthandel nur wenig betroffen waren, erzielten ein hohes Produktionswachstum, und in Lateinamerika hat sich die Inlandsnachfrage kräftig erholt. Im Gegensatz dazu standen die negativen Auswirkungen des Golfkriegs auf die Staaten des Nahen Ostens und der Rückgang der realen Pro-Kopf-Einkommen in den afrikanischen Ländern südlich der Sahara im dritten aufeinanderfolgenden Jahr.

Auch die Inflationsraten, der Außenhandel, die Zahlungsbilanzen und die Auslandsverschuldung entwickelten sich regional oder länderweise stark unterschiedlich. Die Inflationsraten gingen in Lateinamerika drastisch zurück, während sie in anderen Entwicklungsländern zumeist hoch blieben oder sogar etwas stiegen. Insgesamt erhöhten sich die Leistungsbilanzdefizite der Entwicklungsländer stark, was auf große Transferzahlungen der Ölproduzenten des Nahen Ostens, ein starkes Wachstum der Importe in Lateinamerika und eine allgemeine Abschwächung der Exportnachfrage sowie eine Verschlechterung der Terms of trade zurückzuführen ist. Gleichzeitig haben sich die Finanzierungsbedingungen beträchtlich gelockert, und einige der am höchsten im Ausland verschuldeten Länder konnten die damit verbundene finanzielle Belastung vermindern.

1991 war ein schwieriges Jahr für Osteuropa. Der reale Produktionsrückgang beschleunigte sich im Jahresverlauf, und die Arbeitslosenquote erhöhte sich deutlich. Ein Grund für dieses schlechte Ergebnis war der große und unerwartete Rückgang der Exporte in die ehemalige Sowjetunion, der die Auswirkungen der Auflösung des RGW-Handelssystems noch verschärfte. In einigen Ländern wurden Produktion und Nachfrage auch noch durch den Zerfall der Produktions- und Vertriebssysteme negativ beeinflusst. Darüber hinaus wurden die Fiskal- und Geldpolitik auf einem restriktiven Kurs gehalten, um die Gefahr der Übernachfrage zu verringern.

Auch wenn die Aussichten für eine baldige Rückkehr auf den Wachstumspfad allgemein schlecht sind, so wurden auf einigen Gebieten doch Fortschritte erzielt. Trotz großer einmaliger Preiserhöhungen als Folge von Preisreformen und der Abschaffung von Subventionen sowie klarer Anzeichen eines kosteninduzierten Preisauftriebs gelang es den meisten Ländern, die Inflationsrate im Verlauf des vergangenen Jahres zu reduzieren. Darüber hinaus waren die Leistungsbilanzungleichgewichte, wie in Kapitel IV näher erörtert wird, im allgemeinen kleiner als vorhergesagt, was teilweise auf die deutlich höheren

Ausfuhren in westliche Staaten zurückzuführen war. Allerdings sind, um diesen Fortschritt aufrechterhalten zu können, Budgetreformen dringend notwendig, denn die zunehmenden Haushaltsungleichgewichte stellen ein beträchtliches Risiko für die Währungsstabilität und die langfristige Inflationsrate dar.

Reale Produktion, Inflation und Handel in den Entwicklungsländern und in den jungen Industrieländern

Trotz der Rezession in den industrialisierten Staaten und der Verlangsamung des Welthandels blieb 1991 das reale Produktionswachstum in den Entwicklungsländern und den jungen Industrieländern weitgehend unverändert. Es gab allerdings größere regionale Unterschiede beim durchschnittlichen Wirtschaftswachstum und bei den tieferen Ursachen und Problemen (s. die gegenüberstehende Tabelle). Der deutlichste Fortschritt war in Lateinamerika zu verzeichnen, wo sich die Inlandsnachfrage in mehreren Staaten, die ihre Haushaltsungleichgewichte und Inflationsraten reduziert hatten, beträchtlich belebte. Die Wirtschaftsentwicklung in den asiatischen Ländern war weiterhin günstiger als in anderen Regionen, aber innerhalb dieser Gruppe gab es diesmal größere Unterschiede als in früheren Jahren. Einige Länder gelangten bereits in die Frühphase eines zyklischen Aufschwungs, während das Wachstum anderer wegen antiinflationärer Maßnahmen oder abflauer Exporte geringer ausfiel. In Afrika war das Geschehen weiterhin von langsamem Wachstum und stagnierenden oder zurückgehenden Pro-Kopf-Einkommen geprägt, während sich viele Staaten im Nahen Osten infolge der Auswirkungen des Golfkriegs, von Ölpreisänderungen und verschiedener Erschütterungen im Finanzbereich mit ungewöhnlich schwierigen Problemen konfrontiert sahen.

Mit dem stetigen realen Gesamtwirtschaftswachstum ging ein deutlicher Rückgang der durchschnittlichen Inflationsrate einher. Dies ist allerdings ausschließlich auf Entwicklungen in Lateinamerika zurückzuführen. In Asien erhöhte sich die durchschnittliche Inflationsrate geringfügig, da einige Staaten mit Kapazitätsengpässen und angespannten Arbeitsmärkten zu kämpfen hatten. Die Inflation ist aufgrund laxer Fiskalpolitik und höherer Importpreise auch in Afrika und dem Nahen Osten gestiegen.

Im letzten Jahr spielte eine Reihe von Faktoren eine wichtige Rolle für die Handels- und Leistungsbilanzentwicklungen der jungen Industrie- und der Entwicklungsländer. Die beiden wichtigsten Faktoren – Exportmärkte und Rohstoffpreise – hatten größtenteils negative Vorzeichen. Die *Exportmärkte* gaben deutlich nach, da das reale Importwachstum der Industriestaaten auf weniger als die Hälfte der durchschnittlichen Rate des vergangenen Jahrzehnts zurückging ($5\frac{3}{4}\%$). Der Rückgang der Produktion in Osteuropa und der ehemaligen Sowjetunion war ein weiterer negativer Einflußfaktor. Obwohl die Inlandsnachfrage in den Entwicklungsländern an Dynamik gewann, reichte dieser Effekt nicht aus, um die Auswirkungen der Nachfrageschwäche in den Industriestaaten zu kompensieren. Die *Exportpreise* (in US-Dollar) der Entwicklungsländer gingen erneut zurück. Nach einem Rückgang von nahezu $7\frac{1}{2}\%$ im Jahr 1990 gaben die Rohstoffpreise (ohne Brennstoffe) 1991 um weitere $3\frac{1}{2}\%$ nach, wobei der Preisverfall bei den konjunktursensiblen Rohstoffen besonders stark war. Das

Unverändertes Produktionswachstum mit großen regionalen Unterschieden

Starker Inflationsrückgang

Negative äußere Einflüsse ...

Wachstum des BIP in den Entwicklungsländern und in den jungen Industrieländern								
Land/ Ländergruppe	BIP 1984–86 in Mrd. US- Dollar	1981–86 Durch- schnitt	1987	1988	1989	1990	1991	Pro-Kopf- Durch- schnitt 1981–91
Afrika	250	2,2	1,6	3,7	3,5	1,9	2,5	-0,6
Nigeria	62	0,2	1,8	9,8	6,1	5,2	4,2	-0,7
Länder südlich der Sahara	109	1,6	2,0	2,7	2,2	1,2	0,8	-1,5
Naher Osten	488	0,5	-0,2	0,7	2,5	4,5	0,4	-2,1
Ägypten ¹	55	7,1	6,4	4,0	3,0	2,6	2,3	3,0
Iran ²	173	4,5	-1,1	-6,5	4,3	10,1	9,5	0,2
Asien	950	6,6	7,8	8,9	5,5	5,4	5,5	5,0
China	237	10,5	10,2	11,1	3,8	4,8	7,0	7,3
Indien ¹	216	5,2	4,5	9,4	5,0	4,0	2,0	3,0
Indonesien	82	4,3	4,9	5,8	7,5	7,4	6,4	3,3
Malaysia	31	3,9	5,3	9,1	8,6	9,8	8,8	3,4
Philippinen	32	-1,3	4,8	6,2	5,9	2,4	-1,0	-0,9
Thailand	40	5,4	9,5	13,2	12,0	10,0	7,9	5,7
Junge Industrieländer	208	7,5	12,1	9,5	6,3	6,7	7,2	6,6
Lateinamerika	732	1,4	2,8	1,0	1,2	0,6	3,1	-0,8
Brasilien	236	3,7	3,6	-0,0	3,3	-4,0	1,2	-0,6
Mexiko	163	-0,7	1,7	1,4	3,4	4,4	3,6	-0,5
Argentinien	74	0,2	2,5	-2,7	-4,4	0,4	4,5	-2,0
Chile	17	-0,4	5,7	7,4	10,0	2,1	5,0	1,6
Peru	22	0,5	8,3	-8,3	-11,9	-4,6	2,0	-2,9
Venezuela	58	0,2	4,5	6,3	-7,8	5,3	9,2	-1,7
Länder insgesamt ³	2 420	3,4	4,0	4,3	3,4	3,4	3,5	1,2

¹ Finanzjahr. ² Berichtsjahr beginnt am 21. März. ³ Berechnet unter Verwendung der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1984–86.
Quellen: IMF, World Economic Outlook; UN, Commission for Latin America and the Caribbean; Angaben der einzelnen Länder.

Ende der Golfkrise ließ zudem die Ölpreise – mit einer kurzen Unterbrechung gegen Ende des Jahres 1991 – rasch bis fast auf das vor dem Golfkonflikt bestehende Niveau zurückgehen.

... aber auch
günstige
Faktoren

Es gab aber auch andere, günstigere Faktoren. Der wichtigste war vielleicht die *Erleichterung der Finanzierung* von Leistungsbilanztransaktionen. Insbesondere einige lateinamerikanische Länder kamen in den Genuß größerer Kapitalzuflüsse, die es ihnen ermöglichten, die Importe auszuweiten und Zinszahlungsrückstände zu reduzieren. In den Zuflüssen sind Direktinvestitionen aus dem Ausland, kurzfristige Gelder, Repatriierungen von Fluchtkapital und die Erlöse aus der noch bescheidenen Rückkehr dieser Länder an die internationalen Kapitalmärkte enthalten. Überdies verminderte der signifikante *weltweite Zinsrückgang*, insbesondere bei den kurzfristigen Sätzen in den Vereinigten Staaten, die

Zinszahlungen der Entwicklungsländer um mehr als \$ 5 Mrd. Höhere Zinsen in vielen Entwicklungsländern verstärkten noch die Kapitalzuflüsse, und die Wechselkurse kamen unter Aufwertungsdruck, was in einigen Fällen zu einer Abschwächung der Wettbewerbsfähigkeit führte. Wirtschaftsreformen einschließlich Handelsliberalisierung, Privatisierung und Deregulierung bewirkten eine verstärkte Öffnung zum Außenhandel und gegenüber ausländischen Investitionen. Kurzfristig verschlechterten sich die Handelsbilanzen, da die Maßnahmen hauptsächlich die Importe begünstigten. Längerfristig dürften diese Reformen aber Früchte tragen und zusätzliche Investitionsanreize sowie Exportchancen eröffnen.

Entwicklung in den jungen Industrieländern

Im vergangenen Jahr durchliefen die vier jungen Industrieländer unterschiedliche Phasen des Konjunkturzyklus. Südkorea und Singapur sahen sich aufgrund von Konsolidierungsmaßnahmen bzw. rückläufigen Exporten mit einem langsameren Wachstum konfrontiert, während sich Taiwan und Hongkong in der Frühphase eines Aufschwungs befanden. Die Hauptimpulse für *Taiwan* gingen von einer Trendumkehr bei den Anlageinvestitionen und verstärkten Exporten aus, worin sich niedrigere Nominallohnzuwächse, die Auswirkungen früherer Direktinvestitionen in ASEAN-Länder und die dynamische Wirtschaftsaktivität in Südchina niederschlugen. Für *Hongkong*, dessen verarbeitende Betriebe ca. 3 Millionen Arbeiter in Südchina beschäftigten, gegenüber weniger als 0,7 Millionen in Hongkong selbst, war dieser letzte Faktor noch bedeutender. Das Jahreswachstum des realen BSP dürfte daher während der letzten beiden Jahre dasjenige des realen BIP um rund 2 Prozentpunkte übertroffen haben.

In *Südkorea* trug ein wirtschaftspolitischer Prioritätenwechsel zugunsten der Inflationsbekämpfung und der Stärkung der außenwirtschaftlichen Position maßgeblich zu einem deutlichen Wachstumsrückgang bei den Anlageinvestitionen bei, insbesondere weil die Geldpolitik verschärft und Baugenehmigungen strikter kontrolliert wurden. Das reale Exportwachstum beschleunigte sich aufgrund eines Rückgangs des nominalen Wechselkurses und sinkender Lohnstückkosten leicht. Der Anteil der Nettoexporte am Bruttoinlandsprodukt war wegen des nur langsamen Nachlassens der Inlandsnachfrage wieder negativ, und das Leistungsbilanzdefizit weitete sich auf nahezu 3½% des BIP aus. In *Singapur* blieben die Maßnahmen zur Nachfragesteuerung praktisch unverändert, da die Inflationsrate auf niedrigem Niveau konstant blieb und der Leistungsbilanzüberschuß anstieg. Die Produktion verlangsamte sich wegen der schwächeren Nachfrage auf den wichtigsten Exportmärkten, was geringere Anlageinvestitionen zur Folge hatte. Darüber hinaus führten der Rückgang von Offshore-Bankaktivitäten und der geringere Umsatz auf dem Devisenmarkt – nach hohen Expansionsraten in den fünf Jahren davor – zu einem Rückgang im Finanzbereich.

Reale Produktion und Inflation in den Entwicklungsländern

In *Lateinamerika* stieg das reale Produktionswachstum 1991 auf 3%, trotz einer geringeren Exportnachfrage und einer Abschwächung der Terms of trade um mehr als 5%. Zum ersten Mal seit 1987 kam es nicht zu einem Rückgang des Pro-Kopf-Einkommens. Die durchschnittliche Inflationsrate verringerte sich deutlich

Erholung in
Taiwan und
Hongkong ...

... aber Wachstumsrückgang in
Südkorea ...

... und Singapur

In Lateinamerika
Erholung
und niedrigere
Inflation ...

Inflation in den Entwicklungsländern und in den jungen Industrieländern							
Land/ Ländergruppe	1980–85 Durch- schnitt	1986	1987	1988	1989	1990	1991
	Veränderung der Verbraucherpreise in Prozent						
Afrika und Naher Osten	11,5	11,5	16,5	19,0	17,5	14,0	18,5
Ägypten	14,0	23,9	19,7	17,6	21,3	16,8	19,8
Nigeria	18,7	5,4	10,2	38,3	51,0	7,1	15,0 ¹
Asien	7,5	12,4	12,5	18,5	13,5	9,0	9,5
China	4,1	7,0	8,8	20,7	16,3	2,1	3,4
Indien	9,3	8,7	8,8	9,4	6,2	9,0	12,0 ¹
Indonesien	9,7	5,9	9,2	8,0	6,4	7,5	9,5
Philippinen	20,5	0,8	3,8	8,8	10,5	12,7	18,0
Südkorea	7,1	2,8	3,0	7,1	5,8	8,6	9,5
Thailand	4,9	1,8	2,5	3,9	5,4	5,9	6,0
Lateinamerika	128,5	91,5	130,0	292,0	910,5	1 568	193,0
Argentinien	322,5	90,0	131,5	343,0	3 080	2 314	172,0
Brasilien	149,0	150,0	219,0	582,0	1 325	3 118	428,0
Mexiko	60,5	86,2	131,8	114,2	20,0	26,7	22,7
Peru	102,0	77,9	85,8	667,0	3 399	7 482	410,0
Länder insgesamt ²	45,0	35,5	49,5	101,0	286,0	482,0	67,5

¹ Geschätzt. ² Berechnet unter Verwendung der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1984–86.
Quellen: IMF, International Financial Statistics und World Economic Outlook; Angaben der einzelnen Länder.

von nahezu 1600% auf weniger als 200% (s. die obenstehende Tabelle). Mehrere Länder, die 1990 Teuerungsraten von 1000% oder mehr hatten, konnten die Hauptursachen der Inflation beseitigen oder zumindest zurückdrängen. Die Preissteigerungsrate konnte auch in jenen Ländern signifikant reduziert werden, die 1990 Inflationsraten in der Größenordnung zwischen 25% und 30% zu verzeichnen hatten.

... aufgrund von Reformen und strafferer Politik

Dieses günstige Ergebnis war größtenteils den Maßnahmen der vorangegangenen drei Jahre zu verdanken, als einige Länder Reformen durchführten, die bessere Voraussetzungen für ein beständiges Wirtschaftswachstum schaffen sollten. In der ganzen Region wurden die Geld- und die Finanzpolitik verschärft und Schritte unternommen, um die Rolle des öffentlichen Sektors zurückzudrängen, indem Staatsbetriebe privatisiert und öffentliche Eingriffe reduziert wurden. Der Finanzsektor wurde liberalisiert, und Zinssubventionen wurden gekürzt oder abgeschafft, so daß die Realverzinsung nunmehr in den meisten Ländern positiv ist. Schließlich gab es generelle Bestrebungen, das exportgestützte Wirtschaftswachstum durch die Einführung wettbewerbsfähigerer Wechselkurse und die teilweise Abschaffung von Exportsteuern und Importrestriktionen anzukurbeln.

Anfangs hohe Kosten ...

Diese Neuausrichtung der Wirtschaftsstrategie verursachte zu Beginn hohe wirtschaftliche und soziale Kosten, mit einem kumulierten Rückgang der Pro-Kopf-Einkommen um 3½% von 1988 bis 1990 und einem Anstieg der Arbeitslosenzahlen in der ganzen Region. Die neuen Maßnahmen scheinen aber

nach und nach das Vertrauen der internationalen und heimischen Wirtschaftsteilnehmer gestärkt zu haben. Die Nettokapitalzuflüsse haben sich 1991 nahezu verdoppelt, und zum ersten Mal seit 1981 gab es einen Nettoressourcentransfer nach Lateinamerika. Hinzu kommt, daß das Wiederaufleben der Inlandsnachfrage von den Anlageinvestitionen, die teilweise durch die Kapitalzuflüsse finanziert wurden, getragen war. Schließlich gab es erste Anzeichen für niedrigere Risikoprämien bei Finanzanlagen und für eine leichtere wirtschaftspolitische Steuerbarkeit.

... aber Vertrauenszuwachs

Diese positiven Anzeichen traten insbesondere in *Mexiko* und *Chile* in Erscheinung, die seit mehreren Jahren Konsolidierungs- und Umstrukturierungsschritte unternahmen. In Mexiko trug eine Kombination aus Einkommenspolitik und straffer Finanzpolitik zur Inflationssenkung und zu höheren Anlageinvestitionen bei. Auch unter Ausschluß der Zusatzeinkünfte aus den Privatisierungen ging das Haushaltsdefizit im letzten Jahr zurück, was bedeutet, daß die Zunahme der Auslandsverschuldung auf eine geringere private Ersparnis zurückzuführen ist. In Chile erholte sich das reale BIP-Wachstum im letzten Jahr aufgrund der durch die niedrige Inflation ermöglichten schrittweisen wirtschaftspolitischen Lockerung. Trotz eines Budgetüberschusses sah sich die nunmehr unabhängige Zentralbank beträchtlichen Problemen bei der Eindämmung des Geldmengenwachstums gegenüber und mußte schließlich den Peso aufwerten, um den Zufluß ausländischen Kapitals abzufangen. In *Venezuela* nahm das reale BIP noch stärker zu, was auf eine expansive Finanzpolitik und umfangreiche Investitionen in der Ölindustrie zurückzuführen ist. *Argentinien* verzeichnete die höchste Wachstumsrate seit 1986, da die Abschaffung der Lohnindexierung und die Einführung der Währungsconvertibilität sowie steuerlicher und geldpolitischer Reformen halfen, die Inflationserwartungen zu dämpfen. *Peru* verließ sich auf strikte geld- und fiskalpolitische Maßnahmen sowie auf strukturelle Reformen, um die Hyperinflation unter Kontrolle zu bringen.

Günstige Ergebnisse in Mexiko ...

... Chile ...

... und anderen Ländern ...

In *Brasilien* ist es noch immer nicht sicher, ob die zehnte größere Reform seit 1979 bleibenden Erfolg bei der Rückführung der Inflation und der Umkehr des Produktionsrückgangs haben wird. Das reale BIP-Wachstum betrug 1991 lediglich 1,2%, wobei die Wachstumsrate im Jahresverlauf abnahm. Der Finanzierungsüberschuß des öffentlichen Sektors (operatives Konzept) konnte anscheinend auch im letzten Jahr aufrechterhalten werden, aber die fiskalischen Zielvorgaben wurden wegen der überbordenden Ausgaben der Bundesstaaten und Gemeinden nicht erreicht. Wenngleich ein Deregulierungsprozeß und die Öffnung der Wirtschaft gegenüber ausländischem Wettbewerb begonnen wurde, hat der öffentliche Sektor immer noch großen Einfluß, und mehrere Privatisierungsprojekte schlugen fehl. Obwohl die Inflationsrate gegenüber 1990 deutlich zurückging, beschleunigten sich die monatlichen Preissteigerungen während des zweiten Halbjahres 1991; im ersten Quartal 1992 betrug sie im Durchschnitt 25%. Alles in allem scheinen die Behörden bei ihrem Vorhaben, die Finanz- und die Geldpolitik schrittweise zu verschärfen, Erfolg gehabt zu haben. Allerdings haben diese Maßnahmen – ohne politischen Konsens zugunsten von Strukturreformen und ohne einen klaren „Bruch“ bei den Inflationserwartungen – anfänglich hauptsächlich dazu geführt, daß die Produktion (in realer Rechnung) und die Beschäftigung abnahmen.

... aber noch nicht in Brasilien

Kurzfristige
Aussichten noch
unsicher

Insgesamt stellte die makroökonomische Entwicklung in den lateinamerikanischen Staaten 1991 eine beträchtliche Veränderung gegenüber den Jahren mit hoher Inflation und niedrigem oder negativem Produktionswachstum dar. Trotzdem sollten diese jüngsten Erfolge nicht einfach extrapoliert werden. Einige der früheren Reformen waren zwar in ihren Anfangsphasen erfolgreich, mußten aber später abgebrochen werden, da die fundamentalen Ungleichgewichte nicht beseitigt worden waren. Die niedrigeren Inflationsraten des vergangenen Jahres wurden auch durch zeitweilige Maßnahmen und/oder eine aufwertende Währung beeinflusst, und die Rückkehr auf den Wachstumspfad spiegelte teilweise Einmaleffekte niedrigerer Preise wider. Die Aussichten für ein Wirtschaftswachstum in naher Zukunft hängen daher davon ab, ob es gelingt, die Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung durch umfassende Stabilisierungsmaßnahmen abzusichern. Ferner gingen in vielen Fällen die Reformpolitik und die Absenkung der Inflation mit einem deutlichen Einkommensrückgang für die Lohnempfänger einher. In der Tat war das Ausmaß der Umverteilungseffekte so groß, daß ein Wiederaufleben von Forderungen nach Realloohnerhöhungen nicht länger ausgeschlossen werden kann. In Mexiko sind die Reallöhne bei einem Rückgang des realen Pro-Kopf-Einkommens um 5% seit 1980 um mehr als 20% gesunken. In Peru waren die Umverteilungseffekte noch ausgeprägter. Der Reallohneinkommensverlust von 60% seit 1980 macht mehr als das Doppelte des Rückgangs der Pro-Kopf-Einkommen aus. Schließlich waren die sozialen Kosten auch dort hoch, wo die Reformen am erfolgreichsten gewesen zu sein scheinen. Sie erhöhen das Risiko einer „Reformmüdigkeit“, noch ehe die Errungenschaften dauerhaft abgesichert werden können. In Chile konnte das Niveau des realen Pro-Kopf-Einkommens von 1981 erst 1989 wieder erreicht werden, und in Bolivien befindet es sich noch immer um mehr als 20% unter demjenigen von 1980.

Entwicklungen
im Nahen Osten
beeinflusst vom
Krieg ...

Im *Nahen Osten* war das Jahr 1991 hauptsächlich wegen der Auswirkungen des Golfkrieges von großen Unterschieden der makroökonomischen Entwicklung gekennzeichnet. Im *Iran* kam es während der letzten beiden Jahre zu einem starken wirtschaftlichen Aufschwung, der einerseits das Ergebnis vermehrter Einnahmen aus dem Ölgeschäft, andererseits aber auch das Resultat des Abbaus der Zentralverwaltungswirtschaft war. Auch in *Saudi-Arabien* gab es ein starkes Produktionswachstum, obwohl die kriegsbedingten Kosten ein Ausmaß von 40% des BIP erreicht haben könnten, von denen weniger als die Hälfte durch die zusätzlichen Öleinkünfte gedeckt werden konnte. Ein Problem, das beträchtliche Auswirkungen auf die *Golfstaaten* hatte, war die Schließung der Bank of Credit and Commerce International (BCCI). In anderen Staaten führten die großen Wanderungsbewegungen während und im Anschluß an die Kampfhandlungen zu ernststen Anpassungsschwierigkeiten. In *Jordanien* und *Jemen* stieg die Arbeitslosenquote aufgrund der Rückkehr ehemaliger Gastarbeiter auf über 25% an. Zusätzlich zu den dadurch entstandenen sozialen Kosten wird das Ausbleiben der Überweisungen von Gastarbeitern mittelfristig schwerwiegende Probleme verursachen, obwohl die Inlandsnachfrage und Produktion kurzfristig wahrscheinlich gefördert wurden. *Ägypten* dürfte wirtschaftlich am meisten vom Golfkrieg profitiert haben, obwohl die Rückkehr der Gastarbeiter die ohnehin große Zahl der Arbeitslosen noch weiter zunehmen ließ. Darüber hinaus

... von
Wanderungs-
bewegungen ...

verschärfte der Wegfall der Überweisungen dieser Arbeitnehmer den Rückgang der realen privaten Haushaltseinkommen. Die Transferzahlungen der Golfstaaten und die beträchtliche Erleichterung der Auslandsschuldenlast (s. S. 55 Mitte) halfen, die Zahlungsbilanz zu verbessern und das Budgetdefizit zu reduzieren. Durch eine deutliche Verschärfung der Kreditpolitik konnte zudem die Inflationsrate unter 20% gehalten werden. Darüber hinaus wurden 1991 Schritte zur Stärkung des Finanzsektors unternommen. Diese beinhalteten die Abschaffung von Zinsobergrenzen und gespaltenem Wechselkurssystem, die Einführung von Schatzwechsellauktionen und striktere Richtlinien für die Bewertung von Krediten.

... und von Reformen

Mehrere *afrikanische Staaten* waren ebenfalls vom Golfkrieg und von der Schließung der BCCI betroffen. Hinzu kommt, daß auf dem ganzen Kontinent soziale und politische Unruhen weit verbreitet waren, die sich stark auf Produktion und Außenhandel auswirkten. Diese Spannungen müssen vor dem Hintergrund eines Jahrzehnts rückläufiger Pro-Kopf-Einkommen (mehr als die Hälfte der Bevölkerung der afrikanischen Länder südlich der Sahara lebt nunmehr in „absoluter Armut“), steigender Arbeitslosenzahlen, niedriger und sinkender Investitionen und einer wachsenden Schuldenlast gesehen werden. Aus den zahlreichen Problemen der afrikanischen Länder stechen vier Haupthindernisse für rascheres Wachstum hervor: die mangelnde Diversifizierung der Exporte und große Empfindlichkeit gegenüber Änderungen der Terms of trade, ein Bevölkerungswachstum von nahezu 3% pro Jahr und eine noch schnellere Expansion des Arbeitskräfte-reservoirs, eine niedrige inländische Ersparnis sowie eine unzureichende Strukturpolitik und Nachfragesteuerung. Diese Probleme sind besonders in Ländern niedrigen Einkommens augenscheinlich, die auf den Export von Nichtölrohstoffen angewiesen sind. Sie werden aber auch durch die Entwicklungen in *Nigeria* veranschaulicht, wo die Öleinkünfte mehr als 95% der gesamten Exporterlöse ausmachen. Während der Periode 1980–87 gingen die realen Pro-Kopf-Einkommen um über 25% zurück, und ein großer Budgetüberschuß wandelte sich in ein Defizit. Im letzten Jahr schwächte sich das BIP-Wachstum infolge des Ölpreistrückgangs ab, und das steigende Budgetdefizit wurde überwiegend durch Bankkredite finanziert, wodurch die geplante Kreditaufnahme weit überschritten wurde. Auch beeinflusst durch die höheren inländischen Energiepreise stieg die Inflationsrate auf mehr als das Doppelte, wobei es zu Beginn dieses Jahres zu einer weiteren Beschleunigung kam.

In Afrika ungelöste Probleme

In mehreren *ASEAN-Ländern* war die jüngste Entwicklung durch ein von der inländischen Nachfrage und ausländischen Direktinvestitionen getragenes hohes Produktionswachstum gekennzeichnet. Im letzten Jahr kam es aber zu einigen Veränderungen in diesem Muster: Einige Länder mußten aufgrund von steigenden Zahlungsbilanzdefiziten, Facharbeitermangel, infrastrukturellen Engpässen und Inflationsdruck restriktive Maßnahmen ergreifen. In *Indonesien* wurden mit Hilfe einer strafferen Geldpolitik (die strengere Grenzwerte für Offshore-Mittelaufnahmen und Realzinsen von mehr als 15% einschloß) das Wachstum der Inlandsnachfrage gebremst und die Inflationsrate sowie das Zahlungsbilanzdefizit eingedämmt. Auch in *Malaysia* half eine restriktivere Geldpolitik, die Inflation trotz eines angespannten Arbeitsmarktes zu dämpfen. Trotzdem stiegen die Anlageinvestitionen erneut stark an und haben nunmehr während der letzten drei

Restriktive Politik in ASEAN-Ländern

Jahre nahezu 25% zum realen Bruttoinlandsprodukt hinzugefügt. Gleichzeitig erhöhte sich die Auslandsverschuldung aufgrund der wachsenden Finanzierungsungleichgewichte im privaten wie im öffentlichen Sektor auf 10% des BIP. Die niedrige inländische Ersparnis stellt auch in *Thailand* ein Problem dar. Das gleiche gilt für die *Philippinen*. Dort ist die nationale Sparquote mit 16% viel zu niedrig, um die Investitionen zu finanzieren, die notwendig sind, um das rasch steigende Arbeitskräftepotential aufnehmen zu können. Im vergangenen Jahr verzeichneten die Philippinen einen realen Produktionsrückgang, was teilweise auf eine Reihe von Naturkatastrophen zurückzuführen, aber auch das Ergebnis einer restriktiven Finanz- und Geldpolitik ist. Diese Maßnahmen führten zu einer Verminderung des Budget- und des Zahlungsbilanzdefizits; zu einem Sinken der Inflationsrate kam es erst gegen Jahresende.

In China starkes Produktionswachstum und in Indien Struktur-reformen

Die wirtschaftliche Entwicklung der zwei größten Länder Asiens nahm einen unterschiedlichen Verlauf, und einige ihrer langfristigen Probleme blieben ungelöst. In *China* beschleunigte sich das BIP-Wachstum im Sog einer kräftigen Steigerung der industriellen Produktion und sämtlicher Komponenten der Inlandsnachfrage. Im Gegensatz dazu verringerte sich in *Indien* das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts unter dem Einfluß des stagnierenden industriellen Sektors und einer restriktiveren Fiskalpolitik auf nur noch 2%. Eine weitere Stärke Chinas war seine Exportleistung (s. Kapitel IV), während in Indien ein beschleunigt ansteigendes Handelsbilanzdefizit und sinkende Währungsreserven die Regierung veranlaßten, im Juli eine Abwertung vorzunehmen und Anfang 1992 die teilweise Währungskonvertibilität einzuführen. Diese Maßnahmen waren Teil zweier Pakete, die die Öffnung der Wirtschaft gegenüber ausländischem Wettbewerb sowie die Deregulierung und Privatisierung der heimischen Wirtschaft zum Ziel haben. Bisher konnten die Reformen allerdings nur wenig am Übergewicht des öffentlichen Sektors ändern. Dies ist auch in China der Fall, wo unrentable Staatsbetriebe die Hauptursache für Budgetüberziehungen waren. Im Gegensatz zu Indien, wo die private Ersparnis stagnierte und ein großer Teil des Budgetdefizits durch Bankkredite finanziert wird, stellte das Haushaltsdefizit in China kein größeres Risiko für die Inflation oder die Zahlungsbilanz dar, da die private Ersparnis auf über 10% des BIP angestiegen ist.

Entwicklung des Handels und der Leistungsbilanzen in den Entwicklungsländern

Das gesamte Leistungsbilanzdefizit der Entwicklungsländer (ohne junge Industrieländer) vergrößerte sich im Verlauf des Jahres 1991 beträchtlich (s. die umstehende Tabelle). Die bedeutendsten Verschlechterungen gab es in der Handelsbilanz und beim traditionell großen Überschuß der Übertragungsbilanz, der um fast \$ 17 Mrd. schrumpfte.

Im Nahen Osten massive Verschlechterung ...

Die Gesamtentwicklung kann überwiegend mit den massiven Verschlechterungen im *Nahen Osten* erklärt werden. Diese standen in direktem Zusammenhang mit den Nachwehen des Golfkonflikts, die, zusätzlich zu den Auswirkungen niedrigerer Energiepreise, der Region unterbrochene Handelsbeziehungen, weitläufige Zerstörungen und die Notwendigkeit bescherten, die vollen Kosten des Krieges zu tragen, da diese Staaten nicht an der finanziellen Unterstützung durch Deutschland oder Japan beteiligt waren. Vermehrte Öllieferungen, hauptsächlich von Saudi-Arabien und dem Iran, konnten diese Verluste

Leistungsbilanzsalden der Entwicklungsländer ¹									
Ländergruppe	Leistungsbilanz			darunter					
				Handelsbilanz			Zinszahlungen		
	1989	1990	1991	1989	1990	1991	1989	1990	1991
Milliarden US-Dollar									
Entwicklungsländer	-45,9	-23,5	-90,8	21,0	51,4	9,3	79,6	80,9	75,2
Afrika	- 8,7	- 4,4	- 8,6	- 2,3	2,9	- 0,9	11,5	12,4	12,4
Asien	-23,9	-17,0	-17,1	-18,9	-12,9	-11,3	16,3	17,1	17,3
Nahe Osten	- 7,2	2,1	-45,7	12,9	31,6	9,7	12,1	12,6	9,9
Lateinamerika	- 6,1	- 4,2	-19,4	29,3	29,8	11,8	39,7	38,8	35,6
<i>Nachrichtlich:</i>									
<i>Primärenergie exportierende Entwicklungsländer²</i>	-11,2	4,6	-59,7	49,0	78,9	41,9	29,4	29,3	25,6
<i>Nicht Primärenergie exportierende Entwicklungsländer</i>	-34,9	-28,2	-31,0	-28,0	-27,5	-32,5	50,1	51,7	49,7
<i>Junge Industrieländer</i>	24,1	14,5	9,9	19,3	7,5	2,8	5,7	4,8	5,0

¹ Ohne junge Industrieländer. ² Länder, deren Primärenergieexporte 1984–86 mehr als 50% ihrer Waren- und Dienstleistungsexporte ausmachten.
Quellen: IMF, World Economic Outlook; Angaben der einzelnen Länder.

nicht ganz ausgleichen, und in anderen Ländern blieb das Exportwachstum gebremst. Hinzu kommt, daß der Wiederaufbau eine Ausweitung der Importe erforderte, während kriegsbedingte Zahlungen das Defizit der Übertragungsbilanz auf nahezu \$ 30 Mrd. anschwellen ließen. Allein in Saudi-Arabien hat der steile Anstieg der Importe und Transferzahlungen das Leistungsbilanzdefizit Schätzungen zufolge von gut \$ 4 Mrd. im Jahr 1990 auf über \$ 20 Mrd. im letzten Jahr vergrößert.

Obwohl der Golfkonflikt auch die Zahlungsbilanzen einer Reihe von Staaten in *Afrika* beeinflusste, wurde deren Lage hauptsächlich durch die ungünstigen Marktentwicklungen beeinträchtigt. Viele afrikanische Länder, die von konjunkturrempfindlichen Rohstoffexporten abhängen, sahen sich mit einer Verlangsamung des Exportwachstums und einer deutlichen Verschlechterung ihrer Terms of trade konfrontiert (s. die gegenüberstehende Tabelle).

In *Lateinamerika* vergrößerte sich im letzten Jahr das gesamte Leistungsbilanzdefizit aufgrund der geringeren Handelsüberschüsse deutlich auf über \$ 19 Mrd. Im Gegensatz dazu brachte der weltweite Zinsrückgang eine beträchtliche Erleichterung. Die Zinszahlungen verringerten sich auf etwas über 21% des Waren- und Dienstleistungsexportvolumens gegenüber etwa einem Drittel in den frühen achtziger Jahren.

Durch Überbewertung der Währungen und nicht durchgehaltene Stabilisierungsmaßnahmen geschwächt, erzielte Lateinamerika während der achtziger Jahre ein nur geringes Exportwachstum, während sich die Importe langsam von ihrem dramatischen Einbruch in der frühen Phase des Jahrzehnts erholten. Trotzdem ergriffen viele lateinamerikanische Staaten Maßnahmen, um ihre Exportleistungen zu steigern und die Effizienz ihrer Volkswirtschaften zu erhöhen. Diese Anstrengungen umfaßten Schritte zu wettbewerbsfähigeren Wechselkur-

... und in Afrika ungünstige Faktoren

Auch in Lateinamerika Verschlechterungen ...

... trotz handelsfördernder Maßnahmen

Indikatoren des Außenhandels der Entwicklungsländer ¹				
Ländergruppe	Zeitraum	Export- volumen	Import- volumen	Terms of trade
		durchschnittliche jährliche Veränderung in Prozent		
Entwicklungsländer	1985–89	8,6	0,7	– 7,4
	1990	5,3	3,8	4,7
	1991	3,9	8,0	– 5,3
Afrika	1985–89	3,6	0,9	–15,3
	1990	5,5	4,4	7,2
	1991	4,0	1,2	– 9,2
Asien	1985–89	11,1	1,4	– 4,1
	1990	11,0	4,2	– 1,2
	1991	11,3	8,5	– 0,1
Nahe Osten	1985–89	10,6	–3,8	–13,4
	1990	–0,5	1,1	16,3
	1991	–3,8	2,5	–10,0
Lateinamerika	1985–89	5,0	3,8	– 4,2
	1990	4,6	6,0	– 1,1
	1991	3,2	15,6	– 5,2
<i>Nachrichtlich: Primärenergie exportierende Entwicklungsländer²</i>	1985–89	9,0	–2,9	– 13,7
	1990	3,1	6,4	15,8
	1991	0,8	9,7	– 10,8
<i>Nicht Primärenergie exportierende Entwicklungsländer</i>	1985–89	8,2	3,2	– 3,4
	1990	6,9	1,9	– 3,2
	1991	6,2	6,7	– 1,2
<i>Junge Industrieländer</i>	1985–89	15,5	18,0	2,2
	1990	6,2	10,5	– 1,3
	1991	13,4	18,5	1,0

¹ Ohne junge Industrieländer. ² Länder, deren Primärenergieexporte in den Jahren 1984–86 mehr als 50% ihrer Waren- und Dienstleistungsexporte ausmachten.
Quellen: IMF, World Economic Outlook; Angaben der einzelnen Länder.

sen, den Abbau schützender Handelsbarrieren, eine größere Offenheit gegenüber exportorientierten ausländischen Investitionen und generell Bemühungen um Exportdiversifikation.

Der kräftige Importanstieg im letzten Jahr muß als Resultat dieser Reformbestrebungen und einer wiederauflebenden Inlandsnachfrage gesehen werden und nicht als eine Fortsetzung wirtschaftlicher Ungleichgewichte, die die frühen achtziger Jahre charakterisierten. Außerdem erklärt im wesentlichen die Schwäche des Hauptexportmarktes dieser Region, der Vereinigten Staaten, weshalb die Ausfuhren nur langsam wuchsen, obwohl auch die mangelnde Produktionskapazität – das Ergebnis der Jahre mit nur geringen Investitionen – eine Rolle spielte. Zusätzlich stimulierte der durch wachsende Kapitalzuflüsse verursachte Aufwärtsdruck auf die realen Wechselkurse das Wachstum der Importe und dämpfte gleichzeitig dasjenige der Exporte. Die schwache Exportnachfrage trug

Gründe der
Handelsbilanzab-
schwächung

darüber hinaus zu einem Rückgang der in Dollar ausgedrückten Exportpreise um 4½% bei, was zu einer Abschwächung der Terms of trade im siebten aufeinanderfolgenden Jahr führte.

Dieses Muster war im letzten Jahr in den meisten lateinamerikanischen Staaten erkennbar, wobei Argentinien, Mexiko und Venezuela ein besonders starkes Importwachstum registrierten. In Brasilien und Chile ergab sich im Gegensatz dazu ein etwas anderes Bild. In Brasilien nahmen sowohl die Exporte wie die Importe leicht zu, während in Chile – hauptsächlich wegen der verzögerten Auswirkungen früherer Anpassungsschritte – das Importwachstum schwach war.

Obwohl sich die Leistungsbilanzposition Asiens insgesamt (ohne die jungen Industrieländer) im letzten Jahr nur wenig änderte, nahm die Entwicklung in den einzelnen Ländern einen unterschiedlichen Verlauf. Große und steigende Defizite in Thailand, Indonesien und Malaysia standen im Gegensatz zur Abnahme des Defizits in Indien und einem hohen Überschuß in China. Viele asiatische Länder zeigten sich überraschend widerstandsfähig gegenüber der Rezession in den angelsächsischen Ländern und der Wachstumsverlangsamung in anderen Industriestaaten, da der Handel innerhalb der Region weiter kräftig expandierte. Das Gesamtwachstum in Asien verlangsamte sich kaum und bot so den asiatischen Exporteuren aufnahmefähige Märkte in den Nachbarstaaten, die teilweise die geringere Expansion anderswo aufwiegen konnten. Das Exportvolumen weitete sich wie in den Vorjahren um rund 11% aus. Das rasche, andauernde Wachstum bedeutete allerdings auch, daß sich die Importe beschleunigten.

Gute Beispiele für Länder mit fortgesetztem robusten Wachstum sowohl der Exporte als auch der Importe sind Thailand und Malaysia. Die Exporte, hauptsächlich Industriegüter, wurden größtenteils von exportorientierten ausländischen Direktinvestitionen getragen. Zusammen mit der regen Inlandsnachfrage führten solche Zuflüsse allerdings zu einer starken Importausweitung; die Leistungsbilanzdefizite vergrößerten sich auf 8–10% des BIP. Auch in China verstärkten sich die Handelsströme kräftig. Sowohl die Exporte wie die Importe stiegen – zu jeweiligen Dollarwerten gerechnet – um nahezu 20% (s. Kapitel IV). Andernorts zwangen innere und äußere Ungleichgewichte Länder wie die Philippinen, Indien und Indonesien, die Importnachfrage durch restriktive interne Maßnahmen oder mittels Importbeschränkungen zu dämpfen. Da die Exporte dieser Länder nur langsam wuchsen, zeigten deren Handels- und Leistungsbilanzpositionen nur geringe Verbesserungen.

Auslandsverschuldung der Entwicklungsländer

1991 machten eine Reihe hochverschuldeter Entwicklungsländer mittleren Einkommens große Fortschritte bei ihrem Bemühen, eine bleibende Lösung für ihre großen Außenverschuldungsprobleme, die sie seit nahezu einer Dekade plagten, zu erzielen. Vielen der ärmsten Länder gelang es aber nicht, näher an den Pfad dauerhaften Wirtschaftswachstums heranzukommen, und einige andere Nationen, insbesondere solche der ehemaligen Sowjetunion und Osteuropas (s. S. 71 ff.), hatten erhebliche Schwierigkeiten, ihrem Schuldendienst nachzukommen, für die keine rasche Lösung in Sicht ist.

Für die Entwicklungsländer insgesamt wuchs die Gesamtauslandsverschul-

Asiens außenwirtschaftliche Lage ...

... geprägt von regionalem Wachstum ...

... und Unterschieden zwischen den Ländern

Wenig Veränderung der Gesamtschuldenlast

derung auf Dollarbasis leicht an. Beim Verhältnis des Schuldenstands zu den Exporterlösen hat sich allerdings nichts geändert. Einige Verbesserungen gab es in der geographischen Verteilung der Schulden. Einige dynamische Entwicklungsländer – insbesondere jene in Asien, die in der Lage sind, weiteren Zahlungsverpflichtungen nachzukommen – weiteten ihre Auslandsverschuldung aus. Dagegen waren die hochverschuldeten Länder mittleren Einkommens – insbesondere jene, die kohärente Anpassungsprogramme durchführen – in der Lage, ihren Auslandsschuldenstand geringfügig zu reduzieren. Eine andere positive Entwicklung war der bedeutende marktmäßige Zufluß von Kapital zu mehreren Schuldner insbesondere in Lateinamerika, die früher mit ihren Rückzahlungen Probleme hatten. Wegen dieser Zuflüsse nahm die Notwendigkeit für Umschuldungsmaßnahmen und die Zusammenstellung von Finanzierungspaketen zur Mobilisierung neuer Mittel als Quelle für die Auslandsfinanzierung ab.

Große Zuflüsse in Mexiko ...

Mexiko, das erste Land, das ein öffentlich unterstütztes Programm zur Schuldenreduktion durchführte, konnte ausländisches Kapital in verschiedenen Formen anziehen und seine Fremdwährungsreserven beträchtlich erhöhen. Seine internationalen Wertpapieremissionen betrugen \$ 9 Mrd., und die Zuflüsse im Rahmen von Direkt- und Portfolioinvestitionen erreichten insgesamt ein Volumen von ungefähr \$ 12 Mrd. Die Repatriierung von Fluchtkapital dürfte sich auf über \$ 5 Mrd. belaufen haben.

... und Fortschritte in Argentinien ...

Argentinien und Brasilien konnten bei ihren Verschuldungsproblemen Fortschritte erzielen und wie Mexiko umfangreiche Direktinvestitionen aus dem Ausland anziehen. Im April dieses Jahres einigte sich Argentinien mit seinen Gläubigerbanken über ein Rahmenabkommen, das \$ 11 Mrd. an mittel- und langfristigen Schulden sowie \$ 8 Mrd. an Rückständen betraf. Diese Übereinkunft sieht eine Palette von Möglichkeiten vor, die denen früherer Programme der Brady-Initiative ähnlich sind. Die Mittel zur Absicherung dieses Programms werden vom IWF und anderen öffentlichen Gläubigern zur Verfügung gestellt.

... und Brasilien

Brasilien, das ausländischen Kreditgebern mehr als jedes andere Entwicklungsland schuldet, versucht seine mittel- und langfristigen Schulden gegenüber öffentlichen und privaten Gläubigern umzustrukturieren. Im Februar dieses Jahres konnte mit dem Pariser Club prinzipielles Übereinkommen über die Umschuldung von \$ 23 Mrd., die das Land öffentlichen Kreditgebern bilateral schuldet, erzielt werden. Kurz vorher hatte der Währungsfonds einen Beistandskredit in Höhe von \$ 2,1 Mrd. genehmigt, der zum Teil der Rückzahlung von Bankschulden und der Verminderung des Schuldendienstes dienen soll.

Rasches Handeln in Indien ...

Die jüngsten Erfahrungen Indiens zeigen, wie eine rechtzeitige und koordinierte Aktion der nationalen Behörden und der internationalen Finanzinstitutionen eine Liquiditätskrise verhindern und es einem Land ermöglichen kann, seinen externen Zahlungsverpflichtungen laufend nachzukommen. Während des ersten Halbjahrs 1991 kam es aufgrund von Befürchtungen über die politische Stabilität und die wachsende Auslandsschuldenlast sowie von Zweifeln an der Entschlossenheit der Behörden, eine der Lage angemessene Wirtschaftspolitik durchzuführen, zu einer Umkehr der zuvor stetigen Zuflüsse von Bankmitteln. Das Land mußte in bedeutendem Ausmaß auf seine internationalen Reserven zurückgreifen, die im August nur noch für die Finanzierung der Importe von drei Wochen ausreichten. Indien verkündete daraufhin eine radikale

Änderung seiner Entwicklungsstrategie und gab seinen nach innen orientierten Ansatz zugunsten einer schrittweisen Liberalisierung und des allmählichen Rückzugs des Staates aus Handel und Industrie auf. Um diese Strategie zu unterstützen und der Zahlungskrise Herr zu werden, stellten der IWF und die Weltbank Mittel zur Verfügung. In der Folge stiegen die Reserven wieder an und erreichten im März dieses Jahres ein befriedigenderes Niveau. Allerdings ist Indiens Auslandsverschuldung in den letzten Jahren stetig gewachsen und beträgt nun deutlich mehr als \$ 70 Mrd., wodurch das Land zu einem der größten Schuldner unter den Entwicklungsländern geworden ist. Hinzu kommt, daß die Schuldendienstlast gestiegen ist, da die meisten der neu aufgenommenen Mittel nicht zu Vorzugskonditionen gewährt worden sind.

Andernorts waren die Anstrengungen, der Verschuldungsprobleme Herr zu werden, recht mühsam. Als erstes Land konnten die Philippinen im Sommer 1991 ein vorläufiges Übereinkommen über ein zweites Schuldenerleichterungspaket im Rahmen der Brady-Initiative erreichen. Die Ziele des IWF-Programms, die diesem Übereinkommen zugrunde lagen, konnten aber nicht eingehalten werden, was dazu führte, daß mit den Banken über ein neues Abkommen verhandelt werden mußte. Das Übereinkommen wurde im Februar 1992 geschlossen und betrifft praktisch den gesamten Rest von \$ 5 Mrd. der zur Verhandlung stehenden Bankschulden. Die Gläubiger können zwischen einem Barrückkauf, der Umwandlung von Krediten in niedrig verzinsten gesicherte Anleihen und der Bereitstellung neuer Mittel wählen.

Die Verhandlungen zwischen Nigeria und seinen Gläubigerbanken über Schulden in Höhe von mehr als \$ 5 Mrd. waren ebenfalls langwierig. Ein endgültiges Übereinkommen wurde erst im Dezember 1991 erreicht, nachdem alle Zinsrückstände durch Barzahlungen abgedeckt worden waren. Das Land erhielt nicht in ausreichendem Maße öffentliche Mittel für sein Schuldenreduktionsprogramm. Statt dessen plant es, seine eigenen Mittel heranzuziehen. Die offiziellen Reserven betragen Ende 1991 \$ 4,4 Mrd., was Handelsimporten von über einem halben Jahr entspricht. Die mit den Banken ausgearbeitete grundsätzliche Übereinkunft sieht Rückkäufe mit einem 60prozentigen Abschlag, die Umwandlung von Schulden zu ihrem Nominalwert in gesicherte Anleihen oder die Bereitstellung neuer Mittel vor. Die Option der neuen Mittel wurde von den Banken jedoch nicht gewählt.

Die bisherigen Erfahrungen zeigen, daß Schulden- und Schuldendienstleistungen eine nützliche Ergänzung zu umfassenden und dauerhaften Strukturanpassungs- und makroökonomischen Stabilisierungsprogrammen sein können. Einige der möglichen Probleme, die erwartet worden waren, als Schuldenerleichterungen zum ersten Mal vorgeschlagen wurden, stellten sich als nicht unüberwindlich heraus. Das „Trittbrettfahrer“-Problem z.B., das auftritt, wenn ein Gläubiger sich weigert, an einem Programm teilzunehmen, aber in den Vorteil der verbesserten Kreditwürdigkeit des Schuldners kommt, wurde dadurch minimiert, daß man die Sekundärmarktpreise berücksichtigte und darüber hinaus darauf achtete, daß ausreichend Optionen zur Verfügung standen, um den unterschiedlichen Anforderungen der einzelnen Kreditgeber zu entsprechen. Darüber hinaus waren die Gläubiger durchaus bereit, spontane Neukredite an Länder mit bereits laufenden Entschuldungsprogrammen zu geben.

... aber zähe Verhandlungen auf den Philippinen ...

... und in Nigeria

Schuldennachlaß als Ergänzung zu Stabilisierungsmaßnahmen

Dafür gibt es drei Hauptgründe. Erstens reduzieren solche Programme das Transferrisiko, indem sie die Einführung von administrativen Hemmnissen unwahrscheinlicher machen. Zweitens hat die Schuldenreduktion in Verbindung mit Privatisierungsprogrammen dazu beigetragen, die Haushaltsdefizite und die mit einer übermäßigen Verstaatlichung verbundenen Verzerrungen zu vermindern. Drittens, und das ist am wichtigsten, wurden die Schuldenerleichterungen im Zusammenhang mit mittelfristigen Maßnahmen gewährt, die die grundlegende wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der Schuldnerländer verbesserten.

Ausdehnung auf
Schulden von
Staaten mittleren
Einkommens
gegenüber
öffentlichen
Gläubigern ...

Ein Zeichen des Erfolges von Schuldenerleichterungsprogrammen ist ihre Ausdehnung auf die Verbindlichkeiten ausgewählter Länder niedrigen mittleren Einkommens gegenüber öffentlichen Gläubigern im Jahr 1991. Obwohl öffentliche Gläubiger Problemschuldern in der Vergangenheit selbst dann noch Mittel zur Verfügung stellten, wenn die kommerziellen Kreditgeber schon nicht mehr bereit waren, sich weiteren Risiken auszusetzen, wollten die im Pariser Club zusammengeschlossenen öffentlichen bilateralen Gläubiger lange Zeit lediglich den ärmsten und mit den ärgsten Schwierigkeiten kämpfenden Schuldnerländern Erleichterungen in Form von Schuldennachlässen gewähren. Im Frühjahr des Jahres 1991 kam es zu grundsätzlichen Übereinkünften über Schulden- und Schuldendienstnachlässe mit zwei Ländern der mittleren Einkommenskategorie, Ägypten und Polen. Der Hauptunterschied zu den früheren Abkommen mit dem Pariser Club ist, daß der Gesamtbestand der in Frage kommenden Außenstände abgedeckt wird und Verringerungen von bis zu 50% des gegenwärtigen Nettowerts der bilateralen Schulden dieser Länder bei öffentlichen Kreditgebern vorgesehen werden. Die Schuldenerleichterungen sollen sich über mehrere Jahre erstrecken und hängen vom Abschluß eines mehrjährigen Übereinkommens ab, das mit dem Währungsfonds ausgearbeitet und von diesem kontrolliert werden wird. Zudem erhielt Ägypten als Kompensation für seinen Beitrag zum Golfkrieg weitere Schuldenerleichterungen auf \$ 14 Mrd., die es öffentlichen Gläubigern aus den USA und einigen Nahost-Staaten bilateral schuldet.

... und weitere
Erleichterung für
die ärmsten
Länder

Eine weitere Entwicklung auf diesem Gebiet war der Aufruf während des Londoner Gipfels im Jahr 1991, den ärmsten und am höchsten verschuldeten Staaten fallweise noch weitere Schuldenerleichterungen zu gewähren. Obwohl diesen Staaten, wie im Jahr 1988 in Toronto vereinbart, Konzessionen gemacht worden waren, waren die erzielten Erleichterungen bisher nur gering; zudem können die meisten dieser Länder im Gegensatz zu vielen Schuldnerländern mittleren Einkommens zum gegenwärtigen Zeitpunkt ihre Schuldenlast nicht in den Griff bekommen. Weitere Hilfe in Form von substantiellen Schulden- oder Schuldendienstnachlässen auf bilaterale Verbindlichkeiten gegenüber öffentlichen Gläubigern wird solchen Ländern gewährt werden, die von Währungsfonds und Weltbank unterstützte Anpassungsprogramme durchführen.

Entwicklungen in Osteuropa

Verschlechterung des
Wirtschaftsergebnisses
durch ...

1991 war für die osteuropäischen Länder ein viel schwierigeres Jahr als erwartet. Der Rückgang der realen Produktion verstärkte sich, wobei der kumulative Einbruch seit 1989 in einigen Ländern eine Größenordnung von 30–35% erreichte

und die Aussichten für eine baldige Rückkehr zum Wachstum schlecht sind (s. die untenstehende Tabelle). Trotz der anhaltenden personellen Überbesetzung ging der Produktionsrückgang mit einem starken Anstieg der Arbeitslosenzahlen einher, wobei es innerhalb jedes Landes große regionale und sektorale Unterschiede gab. Auch für diejenigen, die noch Arbeit hatten, gab es starke Einbußen im Lebensstandard, da die Preisfreigaben des letzten Jahres sehr starke einmalige Preisanpassungen auslösten, die Einkommenspolitik aber den Anstieg der Nominallöhne zurückhielt. Vor diesem Hintergrund gab es klare Anzeichen für Reformmüdigkeit und wachsende soziale Spannungen, die in einigen Fällen sogar die Form von bewaffneten Konflikten annahmen.

Es gab vier Hauptgründe für die schlechte und enttäuschende Entwicklung. Zunächst einmal kam es nicht zu den erhofften Angebotsausweitungen, vor allem wegen der Verzögerungen bei den Strukturreformen, der unzureichenden Infrastruktur, der Engpässe bei Rohmaterialien und Devisen sowie des Zusammenbruchs des Produktions- und Verteilungssystems mangels Reformen oder als Ergebnis sozialer Unruhen oder regelrechter Bürgerkriege. Zweitens wurden diese Faktoren in den Ländern außerhalb der ehemaligen Sowjetunion noch durch die externen Schocks verstärkt (s. Kapitel IV), die sich aus dem unerwarteten Zusammenbruch ihres größten Exportmarkts und der starken Verschlechterung ihrer Terms of trade aufgrund der Abschaffung des Handels- und Zahlungssystems des Rats für gegenseitige Wirtschaftshilfe (RGW) ergeben hatten. Die direkten aggregierten Auswirkungen waren bedeutend, sind aber schwierig zu quantifizieren. Ein beträchtlicher Teil der Industrie wurde wegen der Abhängigkeit von Exporten in die ehemalige Sowjetunion und billigen Energiequellen unrentabel. Drittens wurde die Finanz- und Geldpolitik erheblich gestrafft bzw. restriktiv gehalten, um dem Risiko einer Lohn-Preis-Spirale zu begegnen, und die Inlandsnachfrage wurde durch eine Einkommenspolitik, die

... ausbleibendes Angebot ...

... Zusammenbruch des Exportmarkts ...

Entwicklung des realen BIP ¹						
Land	1981–86	1987	1988	1989	1990	1991 ²
	durchschnittliche jährliche Veränderung in Prozent					
Polen	-0,8	2,0	4,8	0,3	-11,6	- 9,0 (-12,0)
Tschechoslowakei	2,3	2,4	2,6	1,4	- 0,4	-16,0 (-23,0)
Ungarn	1,5	4,1	-0,1	-0,2	- 3,3	- 8,0 (-19,0)
Albanien	3,4	2,0	2,0	2,0	-10,0	-21,0 (-50,0)
Bulgarien	3,7	6,1	2,6	-1,9	-11,8	-23,0 (-28,0)
Jugoslawien ³	1,1	-1,1	-1,7	0,6	- 8,5	-15,0 (-20,0)
Rumänien	3,6	0,7	-0,5	-5,9	- 7,4	-13,5 (-22,0)
Sowjetunion ⁴	3,0	1,6	4,4	2,5	- 2,3	-17,0 (- 8,0)
Durchschnitt ⁵	3,0	1,8	3,7	1,7	- 4,1	-16,8 (-11,0)
OECD-Länder	2,7	3,3	4,4	3,3	2,6	0,9 (- 0,5)

¹ Für die Sowjetunion bis 1989: Veränderung der materiellen Produktion (netto). ² Vorläufig oder geschätzt; die Zahlen in Klammern beziehen sich auf die Industrieproduktion. ³ Einschl. Kroatien, Slowenien und Bosnien-Herzegowina. ⁴ Die Daten von 1981–90 beziehen sich auf die ehemalige Sowjetunion, diejenigen von 1991 auf die GUS. ⁵ Gewogener Durchschnitt auf Basis der Produktion und der nichtkommerziellen Wechselkurse von 1984–86.

Quellen: OECD, Economic Outlook and Main Economic Indicators; UN Economic Commission for Europe; Wiener Institut für internationale Wirtschaftsvergleiche; IMF, International Financial Statistics.

... und Kosten-
druckfaktoren

das Nominal- und Reallohnwachstum zu begrenzen suchte, noch weiter gebremst. Schließlich hielten verschiedene Kostendruckfaktoren die Inflation auf relativ hohem Niveau, obwohl die Preissteigerungsrate im Verlauf der letzten zwölf Monate deutlich abnahm (s. die umstehende Tabelle). Die nur langsame Anpassung des Beschäftigtenstands an den Produktionsrückgang führte zu einer starken Einbuße bei der Arbeitsproduktivität, und der Anstieg der Lohnstückkosten beschleunigte sich trotz Mäßigung bei den Nominallöhnen. Zusätzlicher Kostendruck ging von den höheren Importpreisen insbesondere für Energie aus, und das wenig wettbewerbsorientierte Verhalten der Staatsunternehmen war eine weitere Ursache der Inflation.

Starkes Export-
wachstum in ei-
nigen Ländern ...

Die einzelnen Länder wurden hiervon und insbesondere von den externen Schocks allerdings sehr unterschiedlich betroffen. Die mit der Abschaffung des RGW-Handelssystems verbundenen großen Änderungen der relativen Preise machen eine genaue Berechnung der externen Schocks schwierig, aber ein Eindruck von ihrer relativen Größe und den daraus resultierenden Anpassungsmaßnahmen der einzelnen Länder kann anhand der (in US-Dollar gemessenen) Export- und Importentwicklung gewonnen werden. Auf dieser Basis scheinen zwei der Länder, die in ihrem Umwandlungsprozeß am weitesten fortgeschritten sind (Tschechoslowakei und Ungarn), in der Lage gewesen zu sein, die Auswirkungen des Zusammenbruchs des RGW-Handels zumindest teilweise durch vermehrte Exporte in die westliche Welt abzufangen. Polen verzeichnete 1990 ein ähnliches Wachstum, wogegen im vergangenen Jahr ein starker Anstieg der Importe, hauptsächlich aus westlichen Ländern, das hervorstechendste Merkmal war.

... aber
ungünstige
Bedingungen in
anderen

In einer zweiten Gruppe von Ländern – Bulgarien, Rumänien und später Albanien –, die den Reformprozeß erst im letzten Jahr begonnen haben, wirkten sich alle vier belastenden Faktoren aus. Ihre Anpassung an die internen und externen Nachfrageschocks wurde durch Engpässe bei Rohmaterialien und Zwischenprodukten sowie den Zusammenbruch der zentralen Planwirtschaft, bevor eine Alternative an ihre Stelle getreten war, stark behindert. Weil diese Länder nur geringe Devisenreserven und begrenzten Zugang zu Auslandskrediten hatten, mußten sie auf Exporterlöseinbußen mit Importkürzungen reagieren und vermehrten dadurch die Engpässe. In Teilen der ehemaligen Sowjetunion und in Jugoslawien dominierten politische und wirtschaftliche Zerfallserscheinungen, insbesondere während der zweiten Jahreshälfte, als interne Unruhen zum offenen Krieg eskalierten.

Entwicklungen in den Ländern in fortgeschrittenem Übergangsstadium

In Ungarn
einige positive
Aspekte ...

Ungarn war das erste osteuropäische Land, das Reformmaßnahmen ergriffen hatte. Obwohl die jüngsten makroökonomischen Indikatoren eine graduelle Verschlechterung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit vermuten lassen, gab es doch Fortschritte auf einigen Gebieten. Trotz des Zusammenbruchs des RGW-Handels und einer starken Verschlechterung der Terms of trade stieg der Leistungsbilanzüberschuß weiter. Dies war hauptsächlich das Ergebnis vermehrter Exporte in westliche Länder und weist auf eine erfolgreiche Anpassung der relativen Preise an die Weltmarktbedingungen hin. Darüber hinaus sind die ausländischen Direktinvestitionen fortlaufend gestiegen, und die Gesamtzuflüsse an

Kapital machten im letzten Jahr fast 5% des BIP aus. Die Devisenreserven stiegen daher stark und setzten ihr Wachstum auch während der ersten Monate von 1992 fort. Gleichzeitig ging die Nettoauslandsverschuldung stark zurück.

Nach einer allmählichen Beschleunigung der Jahresinflationsrate bis 1991 haben die Inflationsbekämpfungsmaßnahmen nunmehr ein positives Ergebnis gezeigt. Die inflationären Effekte, die im Zusammenhang mit der Anpassung der inländischen Preise an das Weltmarktniveau und der Streichung von Subventionen auftraten, konnten durch eine restriktive Geldpolitik und Zurückhaltung bei den Löhnen deutlich abgeschwächt werden. In der Tat konzentrierten sich die Preiserhöhungen im letzten Jahr hauptsächlich auf das erste Quartal, als es zu den Subventionsstreichungen kam; während des restlichen Jahres betrug die monatlichen Inflationsraten lediglich 1–1½%.

Große Fortschritte wurden bei der Reform und Stärkung des Finanzsektors erzielt, und die Palette der geldpolitischen Instrumente wurde erweitert. Staatsgarantien halfen, das von notleidenden Bankausleihungen ausgehende Risiko teilweise zu reduzieren, und Höchstsätze für die Dividendenzahlungen der Banken sorgten für eine Stärkung der Eigenkapitalbasis. Trotz der steigenden Geldnachfrage des privaten Sektors, die hauptsächlich auf die Zerschlagung von Großunternehmen zurückzuführen ist, gelang es der Zentralbank, das Wachstum der Geldbestände unter dem des nominalen BIP zu halten. Schließlich haben die privaten Unternehmen als direkte Folge der Reformpolitik etwa die Hälfte der von den Staatsbetrieben freigesetzten Beschäftigten aufgenommen. Die Produktion der privaten Unternehmen nimmt ebenfalls zu, spiegelt sich in der amtlichen BIP-Statistik aber nur teilweise wider.

Zu den Schwierigkeiten, mit denen man sich 1991 konfrontiert sah, zählen

Entwicklung der Verbraucherpreise (VP) und der Nominallöhne (L)									
Land		1980– 85	1986	1987	1988	1989	1990	1991 ¹	1992 ^{1,2}
		Jahresrate in Prozent							
Bulgarien	VP	1,0	2,6	2,7	2,4	6,4	26,3	480,0	73,3
	L	3,3	5,1	4,3	7,7	8,8	36,0	150,0	–
Jugoslawien	VP	47,5	89,8	121,0	194,1	1240	583,0	118,0	303,0
	L	42,5	105,0	112,5	170,5	1586	421,0	81,0	–
Polen	VP	32,5	17,7	25,2	60,2	251,1	585,0	70,4	38,1
	L	28,2	21,1	21,5	84,0	283,0	365,0	76,5	–
Rumänien	VP	5,0	2,0	0,5	2,9	0,6	4,7	165,0	265,0
	L	4,8	1,0	0,5	2,5	4,0	10,6	122,0	–
Sowjetunion	VP	1,0	2,0	1,3	0,6	2,0	4,7	95,0	–
	L	2,4	3,0	3,6	8,4	9,5	14,2	70,0	–
Tschechoslowakei	VP	2,0	0,5	0,1	0,1	1,5	10,0	58,0	10,8
	L	1,8	1,5	2,0	2,3	2,3	3,7	16,5	–
Ungarn	VP	6,7	5,3	8,2	16,5	17,0	28,3	35,0	24,7
	L	7,1	7,4	8,9	11,0	17,0	20,0	23,5	–

¹ Vorläufig. ² Veränderung März gegen März des Vorjahrs.
 Quellen: IMF, International Financial Statistics; UN, Economic Commission for Europe; Wiener Institut für internationale Wirtschaftsvergleiche; Angaben der einzelnen Länder.

... aber auch Schwierigkeiten

die Verzögerungen im Privatisierungsprozeß aufgrund legislativer Probleme und der Inflationsdruck, der aufgrund des nur wenig wettbewerbsorientierten Verhaltens der Staatsbetriebe entstand. Weitere negative Aspekte stellen der Rückgang der Anlageinvestitionen und der rasche Anstieg der Arbeitslosigkeit dar. Die budgetäre Situation verschlechterte sich ebenfalls, da die Einnahmen zusammen mit der Wirtschaftstätigkeit zurückgingen, während die Ausgaben stiegen. Die Verschlechterung scheint sich zudem im ersten Quartal dieses Jahres noch verstärkt zu haben. Schließlich geriet man mit der Strategie, die internationale Wettbewerbsfähigkeit mit Hilfe variabler Wechselkursanpassungen aufrechtzuerhalten, immer mehr in ein Dilemma: Einerseits war es schwierig, bei einem jährlichen Preisanstieg von 35% einen festen nominalen Wechselkurs lange aufrechtzuerhalten; andererseits riskierte man mit der laufenden Anpassung des nominalen Wechselkurses zur Stabilisierung des realen gewogenen Wechselkurses, die Inflation und Inflationserwartungen anzuheizen.

In Polen außenwirtschaftliche Ungleichgewichte ...

Auch *Polen* hatte 1991 Wechselkursprobleme. Seit dem Reformprogramm des Jahres 1990 war der feste Wechselkurs zum US-Dollar einer der Eckpfeiler zur Eindämmung der Inflationserwartungen. Die Aufrechterhaltung eines festen nominalen Wechselkurses wurde aber immer schwieriger, da sich die Inflationsrate weit über derjenigen der wichtigsten Handelspartner Polens bewegte. Wie in Kapitel IV erörtert wird, kam es zu mehreren Abwertungen. Trotz dieser Anpassung verschlechterte sich die Leistungsbilanz im vergangenen Jahr stark, da die Exporte zurückgingen, während das Importvolumen – von einem Erstarren des privaten Verbrauchs begünstigt – um über 40% zunahm.

... und Verschlechterung der Lage bei Staatsbetrieben

Die wachsenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte waren aber nicht die einzigen Anzeichen, daß Preisfreigaben und Stabilisierungsprogramme nicht ausreichen, um ehemalige zentralwirtschaftliche Systeme in Marktwirtschaften zu verwandeln. Die finanzielle Lage der Staatsbetriebe verschlechterte sich drastisch, und die Zahl der nicht kreditwürdigen Firmen stieg im Verlauf des Jahres 1991 von weniger als 600 auf nahezu 3000. Darüber hinaus erhöhte sich die Arbeitslosenquote auf nahezu 12% (s. die umstehende Tabelle), obwohl die staatlichen Unternehmen ihren Personalstand nur zögerlich dem Produktionsrückgang anpaßten und ungefähr ein Viertel der von ihnen freigesetzten Beschäftigten im Privatsektor Arbeit fand. Infolge geringerer Unternehmenserträge, fehlender anderer Einkunftsquellen und steigender Ausgaben, insbesondere für die Sozialversicherung, verschlechterte sich der Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte beträchtlich, und Bankkredite für die öffentliche Hand erhöhten die Geldmenge um nahezu 50% (s. die Tabelle auf S. 61). Ein weiteres Problem war, daß die auf Steuern basierende Einkommenspolitik immer weniger effektiv wurde, weil die Staatsbetriebe überdurchschnittliche Lohnerhöhungen vornahmen, ohne aber den ihnen daraus erwachsenden Verpflichtungen zu erhöhter Steuerabführung nachzukommen. Aus diesem Grund stiegen die Real-löhne 1991 um 2–3%, was zusammen mit dem Produktivitätsrückgang den Preisdruck verschärfte und die Unternehmensgewinne weiter sinken ließ. Schließlich ging als weiteres Resultat der sich verschlechternden Ertragsituation und möglicherweise auch aufgrund gewisser Verdrängungseffekte im Zuge der vermehrten Vergabe von Bankkrediten an den Staat das Verhältnis der Anlageinvestitionen zum BIP – nach einem Anstieg im Jahr 1990 – auf 18% zurück.

Arbeitslosenquoten							
Jahr	Bulgarien	Jugoslawien	Polen	Rumänien	Sowjetunion	Tschechoslowakei	Ungarn
	registrierte Arbeitslose in Prozent aller Beschäftigten ¹ , Periodenende						
1989	0,0	15,4	0,1	0,0	n.v.	0,0	0,6
1990	1,5	17,8	6,1	0,4	n.v.	1,0	1,7
1991	10,1	20,5	11,5	3,1	0,8	6,6	7,5
1992 1.Q.	12,5	20,8 ²	11,9	4,6	n.v.	6,5	8,9

¹ Rumänien, die ehemalige Sowjetunion und, bis September 1991, Bulgarien sowie Ungarn: Prozent der abhängig Beschäftigten. ² Januar.
Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

Als Reaktion auf die infolge der Enttäuschungen des letzten Jahres wachsende interne Kritik schlug die Regierung im Februar Abänderungen im Reformprogramm vor, vermochte dafür aber keine Mehrheit im Parlament zu finden. Für dieses Jahr wurde im Parlament ein Sparbudget eingebracht, das höhere, staatlich kontrollierte Preise und umfangreiche Subventionskürzungen vorsieht. Ein Defizit, das auf 5% des BIP begrenzt und zu rund einem Drittel von der Nationalbank finanziert wird, wird als Schlüsselgröße der Stabilisierungspolitik betrachtet. Allerdings haben zwei im Mai vom Parlament beschlossene Maßnahmen die Ausgaben erhöht und die Aussichten beträchtlich verschlechtert, daß das Budgetziel und somit die Bedingungen für weitere Schuldenerleichterungen eingehalten werden können.

Die Tschechoslowakei nahm Anfang des Jahres 1991 eine größere Preisreform in Angriff. Die gesetzgeberischen Maßnahmen, die dafür Voraussetzung sind, waren bereits früher beschlossen und der grenzüberschreitende Handel war schon 1990 teilweise liberalisiert worden. Die Preisreform ging mit Stabilisierungsmaßnahmen einher, die zwei Hauptziele hatten: die Eindämmung des Inflationsdrucks und die Absicherung der Zahlungsbilanzsituation. Zudem verwendeten die Behörden einen fixen nominalen Wechselkurs, um die Inflationserwartungen hintanzuhalten; ein dreiseitiges Übereinkommen mit dem Ziel, die Reallöhne um 10% zu reduzieren, begrenzte darüber hinaus das Risiko einer Lohn-Preis-Spirale.

Dieses Ergebnis muß vor dem Hintergrund der Ausgangsbedingungen gesehen werden, die von denen in Polen und Ungarn abwichen. Einerseits war die Notwendigkeit für Maßnahmen zur Korrektur geerbter Finanzungleichgewichte wegen des niedrigen Stands der Auslandsschulden und der bisherigen stabilen Finanz- und Geldpolitik gering. Andererseits gab es praktisch keinen privaten Sektor, und die Industrie, von gestützten Energiepreisen und Exporten in ehemalige RGW-Länder äußerst abhängig, war sehr exponiert und anfällig für Änderungen der relativen Preise und Handelsströme. Nach einer einmaligen Anpassung zu Beginn des Jahres schwächte sich die Preissteigerung dann rasch ab. Trotz der Verschlechterung der Terms of trade und eines starken Rückgangs der Exporte schloß die Leistungsbilanz mit einem kleinen Überschuß ab.

Die Kosten dafür waren jedoch mit einem Rückgang des realen BIP um 16% hoch, und der Zahlungsbilanzüberschuß war hauptsächlich das Ergebnis der schwachen Inlandsnachfrage und geringerer Importe. Aufgrund der großen

Reformmaßnahmen der Tschechoslowakei

Ausgangslage ...

Veränderung der Inlandskredite und der preisbereinigten Geldmenge ¹					
Land/Position	1980–85 ²	1988	1989	1990	1991 ³
	in Prozent der Geldmenge in breiter Abgrenzung, Jahresdurchschnitt				
Polen					
Gesamtstaat	6,0	10,4	48,0	-13,9	21,6
Staatsunternehmen	17,2	37,8	70,0	94,6	27,0
Privater Sektor	2,4	4,9	7,3	20,4	14,5
Inlandskredite insgesamt	25,6	53,1	125,3	101,2	50,0 ⁵
Preisbereinigte Geldmenge	-6,4	- 3,7	-6,0	-32,5	- 7,0
Tschechoslowakei					
Gesamtstaat	-1,1	3,0	13,7	8,8	- 4,6
Staatsunternehmen	5,2	2,9	-1,8	0,3	26,0
Privater Sektor	0,4	0,8	0,3	0,6	0,6
Inlandskredite insgesamt	4,5	6,7	12,2	9,7	22,0
Preisbereinigte Geldmenge	4,6	11,0	3,1	-16,2	-16,5
Ungarn					
Zentralstaat	0,8	6,8	15,6	0,5	6,2
Staatsunternehmen	} 8,7	4,3	11,1	12,6	21,1
Privater Sektor ⁴		0,3	9,0	10,3	1,5
Inlandskredite insgesamt	9,5	11,4	35,7	23,4	28,8
Preisbereinigte Geldmenge	-1,0	-10,2	-2,6	- 3,1	- 6,8

¹ Veränderungen der Geldmenge in breiter Abgrenzung abzüglich Veränderung der Konsumentenpreise (viertes Quartal gegen viertes Quartal). ² Ungarn: 1982–85. ³ Vorläufig. ⁴ Einschl. Kommunen. ⁵ Einschl. Ausgleichsposten.

Quellen: IMF, International Financial Statistics; Angaben der einzelnen Länder.

... und End-
ergebnis

regionalen Unterschiede in der industriellen Struktur war auch der Anstieg der Arbeitslosenzahlen ungleich verteilt, was die sozialen und politischen Spannungen erhöhte. Darüber hinaus ist der Prozeß der Umstrukturierung der Industrie noch nicht recht in Gang gekommen. In der Tat waren die geringsten Produktionsrückgänge in den energieintensiven Sektoren zu verzeichnen, weil die Energiesubventionen teilweise aufrechterhalten wurden; dadurch stieg auch der Energieverbrauch pro produzierter Einheit weiter. Schließlich ging die Relation der Anlageinvestitionen zum BIP auf nur noch 10½% zurück, was kaum für die Ersatzinvestitionen ausreicht. Diese besonders schlechte Investitionsentwicklung dürfte auch Ausdruck von Unsicherheiten im Zusammenhang mit den für dieses Jahr in Aussicht genommenen umfangreichen Privatisierungen sein. Eine gewisse Kreditverknappung dürfte mit eine Rolle gespielt haben. Auch nachdem budgetäre Maßnahmen ergriffen worden waren, um die Banken teilweise von ihren notleidenden Krediten zu befreien und ihre Eigenkapitalausstattung zu verbessern, blieben diese bei ihrer Kreditvergabepolitik sehr vorsichtig. Dies ist auch aus dem starken Anwachsen der zwischenbetrieblichen Kredite während der ersten Monate nach der Preisreform ableitbar.

Der Reformprozeß in diesen drei Ländern war von einer höheren Ersparnis

Entwicklung der Ersparnis der privaten Haushalte ¹							
Land	1982	1985	1987	1988	1989	1990	1991 ²
	in Prozent des nominalen BIP						
Polen	3,6	3,7	2,6	4,6	4,2	5,3	6,6
Tschechoslowakei	2,2	2,2	2,4	1,9	1,7	-0,6	1,6
Ungarn	1,8	3,7	3,3	3,5	2,2	6,2	6,6
G7-Länder	8,0	7,1	6,4	6,2	6,2	6,8	7,0

¹ Geschätzt als Veränderung der Guthaben der privaten Haushalte und Unternehmen einschl. Fremdwährungseinlagen (wechsellkursbereinigt). Ungarn: einschl. Änderungen bei den Wertpapierdepots; Länder der Siebenergruppe: Ersparnis als Bruttoersparnis der Haushalte laut Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung. ² Teilweise geschätzt.

Quellen: UN, Economic Commission for Europe; OECD, National Accounts; Angaben der einzelnen Länder.

der privaten Haushalte begleitet, was bedeutende Auswirkungen auf ihre Fähigkeit zur Finanzierung künftiger Investitionen haben könnte (s. die obenstehende Tabelle). Die Trendumkehr bei der Ersparnis der privaten Haushalte war in Ungarn besonders ausgeprägt und wäre noch größer, wenn die Ersparnis als Veränderung der Nettovermögenswerte dargestellt würde, da die privaten Haushalte die Vorteile einer steuerlichen Maßnahme zur Erleichterung der Rückzahlung von Hypothekarschulden in Anspruch nahmen. Der Anstieg der geschätzten Sparquote könnte Ausdruck einer Verunsicherung angesichts steigender Arbeitslosigkeit sein, könnte aber auch mit der größeren Palette finanzieller Anlagemöglichkeiten zusammenhängen. So haben in Ungarn die Wertpapierkäufe der privaten Haushalte einen starken Aufschwung genommen. Das langsamere Ansteigen der Ersparnis in der Tschechoslowakei muß im Zusammenhang mit dem starken Rückgang des Realeinkommens der privaten Haushalte gesehen werden und scheint einen Aufbau von Vorsorgeguthaben widerzuspiegeln.

In Polen reichte der Anstieg der Ersparnis der privaten Haushalte nicht aus, um für das sich ausweitende Budgetdefizit und die sich verschlechternde finanzielle Lage der Unternehmen einen Ausgleich zu schaffen. Trotzdem sind die Vorgänge in Polen besonders bemerkenswert. Vor dem Reformprozeß gab es die weitverbreitete Angst vor einem beträchtlichen Geldüberhang. Die Tatsache, daß die Ersparnis der privaten Haushalte 1990 positiv war und auch im letzten Jahr stieg, scheint nun darauf hinzuweisen, daß dieser Überhang beseitigt worden ist. Hinzu kommt, daß zum Jahresende 1989 nahezu 60% der Einlagen der privaten Haushalte auf Fremdwährungen lauteten und eine potentielle Gefahr für die Finanzstabilität darstellten. Ende letzten Jahres betrug der Anteil solcher Einlagen indes nur noch 40%, was auf eine Zunahme des Vertrauens in die heimische Währung und die weitere Preisentwicklung schließen läßt.

Länder in einem frühen Übergangsstadium

In *Bulgarien* begann der Reformprozeß erst spät. Weil er unter extrem schlechten externen und internen Bedingungen stattfand, waren seine Kosten in Form von Produktionsrückgängen und steigender Arbeitslosigkeit besonders hoch. Unter dem Einfluß von Devisenengpässen und der raschen Auflösung des alten zentralwirtschaftlichen Systems sank die wirtschaftliche Leistung bereits 1990

Steigende private Ersparnis, insbesondere in Ungarn ...

... aber auch in der Tschechoslowakei ...

... und in Polen

In Bulgarien ungünstige Bedingungen ...

stark. Die Produktion ging zurück, die offene Inflation beschleunigte sich und die versteckte Inflation stieg noch stärker. Eine kräftige Ausweitung des Budgetdefizits, hauptsächlich durch Zentralbankkredite finanziert, ließ im Verein mit Preiskontrollen und Verbrauchsgüterengpässen das Geldvermögen der privaten Haushalte beträchtlich anwachsen. Darüber hinaus wurde Bulgarien, dessen Exporte zu 80% in ehemalige RGW-Länder und zu 60% in die ehemalige Sowjetunion gingen, vom Zerfall des RGW-Handelssystems und vom Zusammenbruch des sowjetischen Marktes hart getroffen. Die direkten Auswirkungen der Terms-of-trade-Verluste und sinkenden Exporte könnten für rund die Hälfte des BIP-Rückgangs im letzten Jahr verantwortlich sein und wurden durch die andauernde Devisenknappheit noch verschärft, die die Behörden zwang, als Ausgleich für die Exporteinnahmefälle die Importe zu drosseln. 1991 wurden eine Preisreform und begleitende Stabilisierungsmaßnahmen beschlossen, und eine Finanzreform ist gerade im Gange, aber erst im April dieses Jahres verabschiedete das Parlament einen Plan für weitere strukturelle Maßnahmen.

... aber Reformmaßnahmen im letzten Jahr

Das zu Beginn des letzten Jahres begonnene Reformprogramm ist im großen und ganzen demjenigen der Tschechoslowakei und Polens sehr ähnlich: Abschaffung von praktisch allen Preiskontrollen und Subventionen, restriktive Finanz- und Geldpolitik und ein dreiseitiges Übereinkommen zur Begrenzung der Lohnsteigerungen. Die kurzfristigen Ergebnisse waren ebenfalls ähnlich, aber prononcierter: starker anfänglicher Preisanstieg gefolgt von einem kräftigen Rückgang der Inflationsrate, einschneidende Kürzung der Reallöhne sowie Beseitigung des Nachfrage- und des Geldüberhangs. In einem wichtigen Aspekt unterschied sich dieses Reformprogramm aber von dem anderer Länder, da Bulgarien freie Wechselkurse einfuhrte, die von einem Interbankdevisenmarkt bestimmt werden. Nach anfänglicher Volatilität stabilisierte sich der Wechselkurs bei rund Leva 18–20 je US-Dollar gegenüber einem Durchschnittskurs von 2,65 im Jahr 1990.

In Rumänien schrittweise Preisliberalisierung

Rumänien liberalisierte die Preise ab November 1990 in drei Stufen. Eine restriktive Geldpolitik als Hauptanker half, die Auswirkungen der Preisfreigabe in Grenzen zu halten. Weil aber noch keine Strukturreformen beschlossen worden sind und wahrscheinlich auch aufgrund der schrittweisen Preisfreigabe sowie des Fehlens einer Einkommenspolitik zur Begrenzung des Nominallohnwachstums blieb die monatliche Inflationsrate bei über 5%. Darüber hinaus führte der Reallohnrückgang des letzten Jahres zu beträchtlichen sozialen Spannungen und häufigen Arbeitsunterbrechungen. Als Teil des Reformprozesses wurden die Staatsausgaben stark reduziert, aber die Einsparungen betrafen im Gegensatz zu den meisten anderen Ländern hauptsächlich die staatlichen Investitionen. Ein anderer Aspekt der Finanzpolitik in Rumänien war das Fehlen größerer Ungleichgewichte in der Vergangenheit. In der Tat wurden die notleidenden Bankkredite größtenteils mit Hilfe von Abschreibungen staatlicher Nettoforderungen an die Banken ausgeglichen.

Länder in verschiedenen Auflösungsphasen

Die Anzeichen eines irreparablen Systems und einer Verschlechterung der Wirtschaftsleistung waren in der ehemaligen *Sowjetunion* seit 1985 augenscheinlich, aber die Situation verschlimmerte sich im letzten Jahr dramatisch. Die

gesamte reale Produktion dürfte um rund 17% zurückgegangen sein. Der Abschwung war praktisch in allen Republiken spürbar (s. die untenstehende Tabelle). Die Engpässe bei Endprodukten, Vorleistungen und Rohmaterialien waren weitreichend, da Nahrungsmittel dem staatlichen Verteilungssystem vorenthalten wurden. Die Importe wurden eingeschränkt, um die Devisenreserven zu schonen, und der Rubel verlor nach und nach seine Tauschmittelfunktion. Hinzu kam, daß die Unternehmen gegen künftige Preisanstiege Vorkehrungen trafen, indem sie die Lager für Zwischenerzeugnisse auffüllten, statt diese an die weiterverarbeitenden Produzenten zu liefern. Eine partielle Preisfreigabe zog eine Verdoppelung der Einzelhandelspreise nach sich. Mit dem zunehmenden Verlust der finanziellen und monetären Kontrolle unter von weitreichenden Engpässen geprägten Rahmenbedingungen dürfte die versteckte Inflation sogar noch stärker gewachsen sein. Teilweise aufgrund der vermehrten Subventionen, um die sich öffnende „Schere“ zwischen Großhandels- und Einzelhandelspreisen zu schließen, hauptsächlich aber als Ergebnis der größeren Steuerautonomie der Republiken, stieg das Defizit des Gesamtstaates auf rund 20% des BIP. Der größte Teil der Deckungslücke wurde von der Zentralbank finanziert, und da zudem die Kredite an Staatsbetriebe massiv erhöht wurden, expandierte das Volumen der inländischen Kredite um rund 100%. Als weiterer Beweis für die Verschlechterung der finanziellen Ungleichgewichte erhöhten sich die Spareinlagen der priva-

In der ehemaligen Sowjetunion Verschlechterung der Bedingungen ...

... aufgrund von Engpässen ...

... und des Verlustes der Kontrolle über die Finanzen

Sowjetrepubliken: grundlegende Wirtschaftsindikatoren (Daten von 1988)								
Republik	Bevölkerung	Pro-Kopf-Einkommen	Produktionsleistung je Beschäftigten	Monatslohn	Lohnanteil je Produktionseinheit	Steuerumverteilung ¹	Nachrichtlich	
							Produktion ²	Preise
	% der Gesamtbevölkerung	Index, Durchschnitt = 100				Verhältnis	Veränderung in Prozent 1990–91 ³	
Armenien	1,1	79	83	91	109	1,55	-12,0	84,0
Aserbaidschan	2,5	71	92	79	86	1,05	-0,5	86,5
Estland ⁴	0,6	117	111	117	105	1,35	-11,0	212,0
Georgien ⁴	1,9	86	83	84	101	1,10	-23,0	59,0
Kasachstan	5,8	74	80	99	123	1,40	-10,0	83,0
Kirgistan	1,5	53	71	84	117	1,50	-2,0	88,0
Lettland ⁴	0,9	119	107	106	99	1,20	-8,0	172,0
Litauen ⁴	1,3	110	100	103	102	1,20	-13,0	245,0
Moldau	1,5	81	84	83	99	1,15	-12,0	97,5
Rußland	51,4	119	111	108	97	0,90	-9,0	90,0
Tadschikistan	1,8	43	70	80	115	1,35	-9,0	103,0
Turkmenistan	1,2	61	80	92	115	1,30	-6,0	84,5
Ukraine	18,0	90	87	90	103	0,95	-9,5	84,0
Usbekistan	6,9	48	69	82	117	1,40	-1,0	83,0
Weißrußland	3,6	117	107	95	89	1,10	-3,0	80,0

¹ Gemessen als Anteile der Republiken an den Steuereinnahmen im Verhältnis zu ihren Anteilen an der materiellen Produktion (netto). ² Reales BIP oder reale materielle Produktion (netto). ³ Vorläufig. ⁴ Nicht-GUS-Mitglieder.

Quellen: Kommission der Europäischen Gemeinschaften; IWF; OECD; Weltbank, Sonderberichte.

ten Haushalte um rund 175%, wodurch der bereits große Geldüberhang noch verschlimmert wurde.

Weiterer
Zerfall ...

Im Laufe des Jahres 1990 erklärten alle fünfzehn Republiken ihre Unabhängigkeit, und den verschiedenen Versuchen, sich auf einen neuen Unionsvertrag zu einigen, war wenig Erfolg beschieden. Nach dem fehlgeschlagenen Putsch im August vergangenen Jahres beschleunigte sich der politische und wirtschaftliche Auflösungsprozeß. Gegen Jahresende gründeten drei der größten Republiken die Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS), in die später acht weitere Republiken eintraten. Im Dezember hörte die Sowjetunion formell auf zu bestehen, aber bisher ist noch keine formelle Übereinkunft zwischen den Mitgliedern der GUS über das Ausmaß ihrer Kooperation und politischen Koordinierung zustande gekommen, was erhebliche Unsicherheit über die Zukunft des Reformprozesses und die kurzfristige Wirtschaftsentwicklung zur Folge hat. Bisher war der bedeutendste Schritt die Liberalisierung der meisten Preise in Rußland im Januar dieses Jahres, der die anderen Staaten zögernd folgten. Dies führte zu einem Preissprung von 300–400% und beseitigte den Geldüberhang, half jedoch den Engpässen nicht sofort ab. Tatsächlich scheint ein weiterer Rückgang der Produktion den ersten Reformmaßnahmen vorausgegangen zu sein. In einem Versuch, die Wirtschaftssituation zu stabilisieren, wurde eine vorläufige Einigung über das Budget für das erste Quartal erzielt, das Steuererhöhungen und große Ausgabenkürzungen vorsah. Nachfolgende Steuererleichterungen und Ausgabenerhöhungen haben aber die Finanzkraft des Staates stark geschwächt. In ähnlicher Weise folgte auf eine anfängliche Straffung der Kreditvergabebedingungen der Zentralbank eine signifikante Ausweitung der Mittelvergabe an die staatlichen Unternehmen. Dies geschah, um das Problem der Kredite zwischen den Unternehmen zu entschärfen, die innerhalb von nur vier Monaten von weniger als Rbl 50 Mrd. auf nahezu Rbl 900 Mrd. angewachsen sind.

... mündet in der
Gründung der
GUS

Reform in
Rußland ...

... aber Notwen-
digkeit von
Stabilisierung ...

Die Stabilisierung der Situation in Rußland ist wegen dessen Größe von essentieller Bedeutung, wenn die Verschlechterung der Finanzlage der GUS zum Stoppen gebracht werden soll. Stabilisierungsmaßnahmen müssen auch in anderen GUS-Staaten ergriffen werden, aber einige von diesen haben weniger günstige Voraussetzungen, um die notwendigen Schritte zu unternehmen und die damit verbundenen Kosten zu tragen. Das gilt vor allem für Staaten mit niedrigem Pro-Kopf-Einkommen, die in der Vergangenheit von der Einkommensumverteilung im Wege des Unionsbudgets und von den subventionierten Energie- und Rohstoffimporten profitiert haben. Wie in Kapitel IV erörtert wird, ist es ferner dringend notwendig, den Zusammenbruch des Handels innerhalb der GUS zu verhindern. Der hohe Grad der Arbeitsteilung zwischen den Republiken, der den früheren Handelsströmen zugrunde lag, macht es in der Tat unerlässlich, Reformmaßnahmen und die Wirtschaftspolitik zu koordinieren.

... und Koordi-
nierung

Entwicklung
separater
Währungen

Bislang konnte jedoch praktisch nicht einmal über die wichtigsten Reformschritte Einigung erzielt werden. Tatsächlich haben einzelne Staaten sowie Großbetriebe infolge der generellen Desintegration mit der Ausgabe von Kupons experimentiert, und einige Nachfolgestaaten haben ihre Absicht bekundet, eigene nationale Währungen zu schaffen. Im Fall der Ukraine wurde die Entscheidung, Kupons auszugeben, durch die schwerwiegenden Störungen in der

Produktion und Verteilung von Banknoten sowie durch die rascher eingeleitete Preisliberalisierung in Rußland (die Russen bewog, in der Ukraine einzukaufen) herbeigeführt. Zu Beginn konnten Kupons nur gemeinsam mit Rubel verwendet werden, aber später wurden mehrfach verwendbare Kupons ausgegeben und als einziges Zahlungsmittel eingeführt. Im März dieses Jahres billigte das Parlament einen Plan, der die Einführung einer eigenen ukrainischen Währung vorsieht.

Während die Politik die Wirtschaftsentwicklung in der ehemaligen Sowjetunion dominierte, lähmte sie buchstäblich jene in *Jugoslawien*. Schon vor Beginn der Kampfhandlungen war der Handel zwischen den Republiken schwer gestört; im zweiten Halbjahr 1991 kam er praktisch zum Erliegen. Darüber hinaus gab es wegen des starken Rückgangs der Exporterlöse, niedriger Devisenreserven und der Verhängung von Handelssanktionen keine Möglichkeit, inländische Rohstoffe und Zwischenprodukte durch Importe zu ersetzen. Die daraus resultierenden Engpässe waren zusammen mit einem Zusammenbruch des Verkehrs- und Nachrichtenwesens die Hauptursache für den Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion um 15%. Der Einbruch war damit zwar nicht stärker als in anderen osteuropäischen Staaten, langfristig gesehen aber schwerwiegender, da Teile der Infrastruktur und zahlreiche Wohnhäuser zerstört worden sind. Hinzu kommt, daß dieser jüngste Abschwung der Wirtschaftsschwäche der achtziger Jahre folgt und das reale Pro-Kopf-Einkommen in Jugoslawien nunmehr auf den Stand von 1972 zurückgefallen ist.

Mit der Unabhängigkeit Sloweniens und Kroatiens im Oktober 1991 und Bosnien-Herzegowinas im April dieses Jahres hörte Jugoslawien auf, in seiner früheren Form zu existieren, aber das Endergebnis ist noch immer ungewiß. Die kurzfristigen Aussichten sind trüb, insbesondere in den Gebieten, in denen der Dinar noch als Währung verwendet wird. Nachdem Slowenien und Kroatien im Oktober bzw. Dezember ihre eigene Währung eingeführt hatten, kam es in anderen Republiken, insbesondere in Serbien, zu großen Dinarzuflüssen. Weil die Staatsausgaben im letzten Jahr praktisch vollständig durch Notenbankkredite finanziert wurden, beschleunigte sich darüber hinaus die Inflation im zweiten Halbjahr 1991 kräftig und könnte wieder die dreistellige Rate von vor drei Jahren erreichen. In allen Nachfolgestaaten ist die Gefahr von Lebensmittel-

In Jugoslawien Verschlechterung der Wirtschaftsleistung ...

... nach einer langen Abstiegsphase

Trüber Ausblick ...

... mit dem Risiko galoppierender Inflation ...

Jugoslawische Republiken: grundlegende Wirtschaftsindikatoren (Daten von 1990)									
Republik	Bevölkerung	Exporte in westliche Länder	Pro-Kopf-Einkommen	Durchschnittslohn	Nachrichtlich				
					Industrielle Produktion	Reales BIP	Preise	Reallohn	Arbeitslosigkeit
					Veränderung in Prozent 1990/91				Prozent Ende 1991
in Prozent des Gesamtstaates		Index, Durchschnitt = 100							
Kroatien	19,7	20,9	132	112	-28,5	-23,5	123,0	-21,5	18,0
Slowenien	8,2	35,1	241	133	-12,5	-13,0	118,0	-9,0	11,5
Bosnien-Herzegowina	19,0	12,5	68	80	-24,0	-21,0	116,0	-16,5	22,1
Serbien und Sonstige	53,1	31,5	83	92	-17,5				

Quelle: Wiener Institut für internationale Wirtschaftsvergleiche.

... und Bedarf an Handelsbelebung

engpässen groß. Die Kapitalverknappung könnte zudem gemeinsam mit den Kriegszerstörungen und einem 30prozentigen Rückgang der Anlageinvestitionen die Arbeitslosigkeit über die 20-Prozent-Marke von 1991 treiben. Die zukünftigen Handelsströme zwischen den Republiken werden ebenfalls einen großen Einfluß auf die gesamte Wirtschaftsentwicklung haben. Obwohl die Arbeitsteilung zwischen den Republiken weniger ausgeprägt ist als in der ehemaligen Sowjetunion, macht der Binnenhandel in allen Fällen doch einen größeren Anteil der Produktion aus als der Handel mit anderen Staaten. Die Lösung dieses Problems ist von überragender Bedeutung für Kroatien (s. die vorstehende Tabelle), das nicht nur schwer unter den Kriegsschäden und einem bedeutenden Ausfall bei den Tourismuseinnahmen zu leiden hatte, sondern das zudem noch stark vom Handel mit den ehemaligen RGW-Ländern abhängig war.

Gemeinsame Trends und offene Fragen

Gemeinsame Aspekte umfassen ...

... Begrenzung von Preisschocks ...

... aber Investitionsrückgang ...

... und Finanzungleichgewichte

Trotz der Unterschiede in der Ausgangslage und in Art und Ablauf des Reformprozesses konnten im letzten Jahr doch einige gemeinsame Trends bei den osteuropäischen Ländern beobachtet werden. Erstens ist die Inflationsrate in den meisten Ländern noch ziemlich hoch, was hauptsächlich auf den Kostendruck und das nicht wettbewerbsorientierte Verhalten der Staatsbetriebe zurückzuführen ist. Die Preisreformen scheinen keine Lohn-Preis-Spiralen ausgelöst zu haben – größtenteils wegen der restriktiven Finanz- und Geldpolitik. In der Tat ging typischerweise etwa sechs Monate nach dem Wirksamwerden der Preisreform die Inflation zurück, der Kurs wurde korrigiert, und die Maßnahmen wurden insgesamt gelockert. Zweitens sind die Anlageinvestitionen in den Ländern außerhalb der ehemaligen Sowjetunion seit 1988 um nahezu 40% zurückgegangen. In den meisten Fällen kann dieser Einbruch auf die Verschlechterung der Gewinnsituation, Kreditversorgungsschwierigkeiten und Unsicherheiten über die zukünftige Entwicklung und Politik zurückgeführt werden, obwohl auch die staatlichen Investitionen gekürzt worden sind. Drittens kam es nach einer anfänglichen budgetären Verbesserung in allen Staaten zu einem raschen Anstieg der staatlichen Kreditaufnahme. Das war hauptsächlich das Ergebnis eines starken Anstiegs der Sozialausgaben zusammen mit sinkenden Einnahmen, die sich aus einem Steuersystem ergeben, das äußerst abhängig von den Gewinnen der geschwächten Staatsbetriebe und/oder nicht mit Marktpreisen kompatibel ist (s. weiter unten). Schließlich sind die Finanzmärkte trotz der Fortschritte bei der Reform des Finanzsektors und der Errichtung von unabhängigen Zentralbanken noch nicht weit genug entwickelt, um große Budgetlöcher stopfen zu können. Daher gab es in allen Reformländern einen Anstieg der Bankkredite an den öffentlichen Sektor und als Ergebnis entweder ein verstärktes Geldmengenwachstum oder eine Verdrängung der Kredite an den Privatsektor.

Insgesamt können alle diese Entwicklungstendenzen auf zwei Bereiche zurückgeführt werden, in denen Reformmaßnahmen bisher noch nicht in Angriff genommen wurden oder großen Verzögerungen ausgesetzt waren: die Umstrukturierung oder Privatisierung der Staatsunternehmen und die Reform der Höhe und Struktur der Staatseinnahmen und -ausgaben. Die meisten Länder haben Privatisierungspläne angenommen oder vorgeschlagen, aber ihre Durchführung wird Zeit brauchen. Steuerreformpläne wurden ebenfalls akzeptiert

Gebiete mit dringendem Reformbedarf

oder unterbreitet. Hier sind aber wegen des starken Anstiegs der Budgetdefizite im letzten Jahr und des daraus resultierenden Risikos für die Antiinflationpolitik rasche Fortschritte dringend notwendig.

Die Notwendigkeit von Steuerreformen

Planwirtschaftliche Budgetpolitik. Unter dem alten zentralwirtschaftlichen System war die Budgetpolitik hauptsächlich darauf gerichtet, Verteilungs- und Allokationsaufgaben zu erfüllen. Der Stabilisierung wurde nur geringe Aufmerksamkeit geschenkt, außer um Engpässe bei bestimmten Gütern oder die Auswirkungen von angebotsseitigen Schocks zu beseitigen. Ein großer Teil der Ausgaben war der Subventionierung wichtiger Konsumgüter und unrentabler Staatsbetriebe gewidmet, während der Anteil der sozialen Transferleistungen verhältnismäßig klein war, weil die meisten Sozialleistungen von den Unternehmen erbracht wurden (s. die Tabelle auf S. 70/71). Auf der Einnahmenseite waren Gewinn-, Lohnsummen- und Umsatzsteuern die Hauptquellen, wohingegen die Einkommensteuern sehr niedrig oder überhaupt nicht vorhanden waren. Das Steuersystem hatte zahlreiche leistungshemmende Aspekte und verzerrte die Preise stark. Weitere Hauptmerkmale waren seine Undurchsichtigkeit und nicht im voraus festgelegte Steuersätze. In der Tat wurde die Gewinnsteuer oft zwischen den einzelnen Staatsbetrieben und der Zentralbehörde ausgehandelt. Hinzu kam, daß die Umsatzsteuer im Grunde genommen den Unterschied zwischen Produzenten- und Einzelhandelspreis darstellte und Anpassungen der spezifischen Steuersätze verwendet wurden, um zu versuchen, die Märkte zu räumen. Weil die meisten Steuern von den Staatsunternehmen zu leisten waren, war ihre Eintreibung einfach, und es gab selten Steuerrückstände und -hinterziehungen. In den meisten Staaten hatten die lokalen Gebietskörperschaften wenig Autonomie, und die Budgets waren im allgemeinen ausgeglichen. Im Gegensatz dazu hatten die Staatsbetriebe oft große Defizite und nahmen insbesondere in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre den Löwenanteil der Bankausleihungen in Anspruch.

Hauptmerkmale der planwirtschaftlichen Budgetstruktur und -politik

Wichtigste Herausforderungen der Finanzreform. Praktisch alle Länder benötigen dringend eine Budgetreform, wobei die schwierigste Aufgabe darin besteht, nicht nur die Haushaltsdefizite, sondern auch das Gewicht des öffentlichen Sektors im Verhältnis zum BIP zu reduzieren. Hinzu kommt, daß Stabilisierungsinstrumente, inklusive ein Markt für die Staatsschulden, entwickelt und die Finanzbeziehungen zwischen den innerstaatlichen Behörden angesichts der Privatisierung der Staatsunternehmen und der Ausstattung der lokalen Gebietskörperschaften mit mehr Autonomie neu organisiert werden müssen. Schließlich ist es auch wichtig, wann die verschiedenen Reformen begonnen werden, da die Gefahr besteht, daß ein wachsender Ausgabenbedarf mit einem Einnahmerückgang zusammenfällt oder ihm vorangeht.

Reformprinzipien:

Selbst wenn man die Staatsbetriebe außer acht läßt, lagen die Staatsausgaben im Verhältnis zum BIP in den meisten osteuropäischen Ländern deutlich höher als in den europäischen OECD-Ländern. Wenn man das verhältnismäßig niedrige Niveau der Pro-Kopf-Einkommen in Rechnung stellt, sind Ausgabenkürzungen notwendig, wenn man allzu hohe Steuersätze vermeiden will. Wie die jüngsten Entwicklungen gezeigt haben, bedeutet die Kürzung von Subven-

– Ausgaben-
kürzung bei
steigendem
Ausgabenbedarf

tionen zwar große einmalige Einsparungen, reicht aber allein nicht aus, da in anderen Bereichen Ausgabensteigerungen notwendig sein werden. Die Sozialausgaben werden in dem Maße steigen, in dem sich die Arbeitslosigkeit erhöht und Leistungen, die bisher von den Unternehmen erbracht wurden, auf den Zentralstaat oder die Kommunen übergehen. Die Ausgaben für Löhne, Gehälter und Pensionen werden sich wohl ebenfalls erhöhen, wenn die Realeinkommen verbessert und der wachsende Abstand zu den Löhnen des Privatsektors wieder verkürzt werden sollen. Hinzu kommt, daß Schuldenausweitungen der öffentlichen Hand in Zukunft zu Marktzinsen finanziert werden müssen, während in der Vergangenheit der Hauptteil der öffentlichen Schulden niedrig verzinst oder zinslos von den Zentralbanken gehalten worden ist. Darüber hinaus werden die Investitionsausgaben erhöht werden müssen, damit die Probleme einer unterentwickelten Infrastruktur und von Umweltschäden gelöst werden können. Schließlich muß die Belastung durch notleidende Kredite, die sich noch im Bankensystem befinden und/oder zwischen den Unternehmen bestehen, womöglich mit Hilfe des Budgets erleichtert werden. Mehrere Länder haben bereits Schritte in diese Richtung getan und eine Verschlechterung der Finanzierungsposition des Staatssektors in Kauf genommen.

– Umstruk-
turierung der
Steuern

Zwei der schwerwiegendsten Schwachstellen der derzeitigen Steuersysteme sind ihre große Abhängigkeit von den Unternehmensgewinnen und, wie sich am Beispiel der Umsatzsteuer zeigt, ihre Unvereinbarkeit mit Marktpreisen. Um das zweite Problem zu lösen, planen die meisten Länder, die Umsatzsteuer durch eine Mehrwertsteuer zu ersetzen, aber bisher hat lediglich Ungarn (1988) diesen Plan umgesetzt. Die Abhängigkeit von den Unternehmenserträgen zu reduzieren, dürfte sich als noch schwieriger herausstellen. So ist nicht nur eine Umschichtung der Steuerbelastung von den Unternehmen auf die privaten Haushalte, sondern auch eine Ausweitung der Steuerverwaltung auf die Haushalte und die Privatunternehmen notwendig, wobei eine eindeutige Definition des Begriffs „Gewinn“ sowie Rechnungslegungsvorschriften für Abschreibungen und für die Abzugsfähigkeit von Zinszahlungen geschaffen werden müssen. Zudem sollte auch die Abhängigkeit von den Sozialversicherungsbeiträgen vermindert werden. Aufgrund ihrer wachsenden Ausgaben haben mehrere Länder vor kurzem die Beitragssätze auf 50% oder mehr erhöht, was die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen aufgrund des damit verbundenen Anstiegs der Lohnstückkosten geschwächt hat.

– Aufrecht-
erhaltung der
Finanzkontrolle
unter föderalen
Strukturen ...

Um die Leistungsfähigkeit der öffentlichen Dienste im Gleichschritt mit den Bestrebungen, ein marktwirtschaftliches System aufzubauen, zu verbessern, müssen die Beziehungen der innerstaatlichen Haushalte zueinander neu organisiert werden. Damit die allgemeine Finanzstabilität erhalten bleibt, ist gleichzeitig darauf zu achten, daß ein größerer Grad an Haushaltsautonomie für nachgeordnete Gebietskörperschaften nicht zu einem Verlust der Kontrolle über die Geldpolitik führt. In Ländern mit einer *föderativen* Struktur ist die Verteilung der Ausgaben und Einnahmen zwischen der Zentralregierung und den Behörden der einzelnen Republiken oder Länder die wichtigste Frage. In der ehemaligen Sowjetunion wurde der Verlust der Kontrolle über die Finanzen im Jahre 1991 dadurch hervorgerufen, daß mehrere Republiken große Defizite aufbauten, ohne sich um die inflationären Konsequenzen zu kümmern. Gleichzeitig wurden

Indikatoren der Budgetentwicklung ¹									
Position	Bulgarien			Polen			Rumänien		
	1988	1990	1991	1988	1990	1991	1988	1990	1991
	in Prozent des BIP								
Gesamtausgaben	58,4	71,3	45,9	48,2	35,2	46,5	39,0	42,0	31,0
Subventionen	17,6	16,1	3,5	16,0	7,5	5,5	0,5	7,5	5,7
Sozialversicherung	10,1	13,0	12,1	11,2	n.v.	n.v.	7,9	8,6	7,3
Investitionen	5,4	4,3	n.v.	7,0	4,0	3,0	16,8	8,4	3,2
Gesamteinkünfte	56,9	57,6	32,4	46,9	39,0	43,0	44,9	41,7	29,0
Einkommen und Gewinne	25,2	22,5	15,0	14,8	17,0	11,2	5,5	n.v.	n.v.
Waren und Dienstleistungen	11,6	9,7	5,7	13,1	6,5	6,9	17,4	n.v.	n.v.
Sozialversicherung	9,5	9,6	n.v.	6,9	11,2	20,1	6,3	n.v.	n.v.
Nettoausleihungen	-1,5	-13,7	-13,5	-1,3	3,8	-3,5	5,9	-0,3	-2,0

Zu den Fußnoten und Quellenangaben s. gegenüberstehende Tabelle.

der Zentralregierung Steuerleistungen vorenthalten, wodurch dieser als einzige Finanzierungsquelle nur Bankkredite blieben. Die Entwicklungen des letzten Jahres in der Tschechoslowakei illustrieren ebenfalls das Problem, eine insgesamt restriktive Finanzpolitik in einem föderativen Rahmen aufrechtzuerhalten: Das unerwartete Defizit war ausschließlich das Ergebnis der vermehrten Ausgaben der Regierungen der beiden Teilrepubliken, während die Budgets der Zentralregierung und der Kommunen Überschüsse erzielten. In Ländern *ohne föderative* Struktur betrifft das Hauptproblem die Aufteilung der Ausgaben zwischen dem zentralen Haushalt und den nachgeordneten Haushalten. Dies sollte nach dem Kriterium der größten Effizienz entschieden werden. Das Risiko, die Kontrolle insgesamt zu verlieren, ist geringer als in der oben erwähnten Ländergruppe. Ein letztes Problem betrifft die Beziehungen zwischen Regierung und Staatsbetrieben. In der Vergangenheit haben die Staatsunternehmen viele öffentliche Dienstleistungen erbracht, und es gab keine klare Unterscheidung zwischen Gewinnsteuern und Einkommenstransfers an den Staat oder zwischen dem Bruttoertrag und dem Ertrag abzüglich der Wiederbeschaffungskosten. In Zukunft wird der Gesamtstaat für zusätzliche Ausgaben aufkommen und zu ihrer Finanzierung alternative Einkommensquellen erschließen müssen.

Zeitpunkt der Ausgaben- und Steuerreformen. Die Frage des Zeitpunkts ist der wahrscheinlich wichtigste Aspekt beim Reformprozeß. Obwohl sich der staatliche Finanzierungssaldo auch sonst in Rezessionsperioden verschlechtert, deutet doch der Umfang der Zunahme des öffentlichen Finanzierungsbedarfs in der Periode 1990/91 darauf hin, daß diese Verschlechterung nicht nur zyklisch ist. Subventionskürzungen und vermehrte Einnahmen aus der Gewinnsteuer halfen, die Budgets während der Anfangsphase der Reformen zu stabilisieren. Dies waren aber hauptsächlich einmalige Verbesserungen. In den nächsten Jahren dürften die Ausgaben wahrscheinlich rascher wachsen, als die Einnahmenseite reorganisiert werden kann, so daß zusätzliche Kreditaufnahmen unvermeidbar scheinen. Daraus ergibt sich, daß es wichtig ist, während dieser Periode

... wie unter nichtföderalen Strukturen

– Begrenzung der kurzfristigen Defizite ...

Indikatoren der Budgetentwicklung ¹ (Forts.)							
Position	Tschechoslowakei			Ungarn			OECD-Europa ²
	1988	1990	1991	1988	1990	1991	1989
	in Prozent des BIP						
Gesamtausgaben	60,1	58,3	47,0	63,3	58,2	61,1	47,6
Subventionen	13,0	14,0	4,2	11,8	8,9	8,2	2,0
Sozialversicherung	11,7	12,0	15,0	15,4	17,5	24,0	19,0
Investitionen	8,6	5,5	5,0	7,7	4,1	4,7	3,0
Gesamteinkünfte	57,7	58,9	45,9	63,3	58,0	56,7	45,4
Einkommen und Gewinne	25,2	20,5	18,1	9,9	8,7	10,4	16,0
Waren und Dienstleistungen	16,8	17,5	13,2	21,9	16,3	14,2	14,5
Sozialversicherung	6,7	14,3	11,2	13,7	19,8	20,0	12,2
Nettoausleihungen	-2,4	0,6	-1,1	0,0	-0,2	-4,3	-2,2

¹ Für einige Länder sind aufgrund substantieller Änderungen der Definitionen und der Budgetposten die Zahlen nicht mit denjenigen der früheren Jahre vergleichbar. ² Geschätzt.
Quellen: IMF, International Financial Statistics sowie Government Finance Statistics; OECD, Länderberichte über die Tschechoslowakei und Ungarn, Economic Outlook, National Accounts; Angaben der einzelnen Länder.

Märkte für die Staatsschulden zu schaffen, damit die Budgetdefizite nicht geldpolitische Ziele gefährden und den Inflationsdruck erhöhen.

Mittelfristig sind die Begrenzung des öffentlichen Finanzierungsbedarfs und eine Erhöhung der Ersparnis notwendig. Die Erfahrung der Industriestaaten und der meisten Entwicklungsländer zeigt, daß Stabilisierungsmaßnahmen, die nicht von einer vernünftigen Haushaltspolitik begleitet werden, letztlich zum Scheitern verurteilt sind. Hinzu kommt, daß in allen osteuropäischen Ländern die Investitionsquote steigen muß, um den Kapitalstock modernisieren und ausweiten zu können. Ein Teil der dafür benötigten Mittel kann zwar durch Kapitalimporte aufgebracht werden, für die Aufrechterhaltung der Finanzstabilität ist es aber hilfreich, wenn 80–90% der Investitionen aus der inländischen Ersparnis finanziert werden können. Obwohl die Sparquoten Osteuropas im internationalen Vergleich nicht niedrig waren, ging die Ersparnis zum größten Teil auf den öffentlichen Sektor bzw. auf das Zwangssparen der privaten Haushalte zurück. Mit dem Übergang zur Marktwirtschaft wird die Ersparnis des privaten Sektors nunmehr von Anreizen abhängen. Die jüngste Entwicklung in Polen, Ungarn und der Tschechoslowakei ist ermutigend, aber nur wenig ist darüber bekannt, wie die einbehaltenen Gewinne verwendet werden, die in den meisten Industriestaaten den größten Teil der nationalen Ersparnis ausmachen. Es ist daher von großer Bedeutung, daß die Einnahmen-/Ausgabenströme in ein besseres Gleichgewicht gebracht werden und die öffentliche Hand einen substantiellen Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Ersparnis leistet.

Auslandsverschuldung der ehemaligen Sowjetunion und Osteuropas

Mit dem allmählichen Verlust an zentraler Kontrolle haben schwerwiegende Produktionsstörungen und eine starke Verschlechterung der Leistungsbilanz der

... und Erhöhung
der langfristigen
staatlichen
Ersparnis

Sowjetunion im Verlauf des Jahres 1990 Schuldendienstprobleme beschert. Es kam immer mehr zu Zahlungsrückständen gegenüber Lieferanten und Banken, die daher nur äußerst zögernd neue Kredite vergaben. Um seinen Liquiditätserfordernissen Rechnung zu tragen, kürzte das Land 1991 die Importe, war aber dennoch nicht in der Lage, seinen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen. Zum Jahreswechsel 1991/92 stimmten sowohl die öffentlichen Kreditgeber als auch die Gläubigerbanken einem Aufschub der Kapitalrückzahlungen bis März zu, der später erneuert wurde.

In der ehemaligen Sowjetunion wachsende Schuldendienstprobleme

Eine weitere ungelöste Frage war, wie man die Auslandsschulden der ehemaligen Sowjetunion in konvertiblen Währungen in Höhe von \$ 65 Mrd. unter den Nachfolgestaaten aufteilen soll. In Verhandlungen mit den wichtigsten westlichen Gläubigern erklärten sich Rußland und sieben der kleineren Republiken im Herbst 1991 bereit, als Gesamtschuldner für die Schulden der ehemaligen Sowjetunion zu haften. Mit anderen Worten: Jede Vertragspartei verpflichtete sich, die Gesamtschuld zu bedienen, selbst wenn ein oder mehrere andere Staaten dazu nicht mehr in der Lage sind. Die übrigen Republiken wollten diese schriftliche Vereinbarung zunächst nicht unterzeichnen, weil sie eine Klausel enthielt, die besagte, daß die Schuldendienstzahlungen durch eine Organisation unter russischer Kontrolle getätigt werden sollen. Erst als diese Bestimmung abgeändert worden war, akzeptierte die Ukraine, die zweitgrößte Republik, die Bedingungen dieses Übereinkommens. Die baltischen Staaten erklärten, daß sie niemals rechtmäßig in die Sowjetunion eingegliedert worden und daher auch nicht für deren Schulden verantwortlich seien.

Aufteilung der konvertiblen Auslandsschulden ...

Die Nachfolgestaaten der Sowjetunion sehen sich auch dem Problem gegenüber, wie sie mit ihren Schulden und Forderungen in nichtkonvertiblen Währungen verfahren sollen. Die meisten der Schulden der Sowjetunion in nichtkonvertiblen Währungen ergaben sich aus den früheren RGW-Handelsbeziehungen, die es mehreren der kleineren Mitglieder dieses Blocks ermöglichten, beträchtliche Transferrubelguthaben aufzubauen. Es läßt sich nicht genau feststellen, wie groß diese Guthaben tatsächlich sind. Schätzungen von \$ 15 Mrd. bis \$ 20 Mrd. für die nichtkonvertiblen Schuldverpflichtungen der ehemaligen Sowjetunion stellen höchstens Anhaltspunkte dar. Darüber hinaus haben die komplexen politischen und wirtschaftlichen Beziehungen der Länder Osteuropas zu einer ganzen Reihe von Gegenforderungen geführt.

... und Ausgleich der nichtkonvertiblen Salden

Im übrigen Osteuropa haben Bulgarien und Polen versucht, ihre Schuldendienstprobleme zu lösen. Weil Bulgarien sich einem Rückgang seiner in konvertiblen Währungen denominierten Exporte von nahezu einem Fünftel gegenübersah und besonders hart durch den Zusammenbruch des RGW-Handels und den Konflikt im Nahen Osten getroffen wurde, hat es bereits im März 1990 ein Moratorium für die Kapitalrückzahlungen erlassen, das später auch auf den Zinsendienst ausgedehnt wurde. Seither ist die Schuldenlast größer geworden, weil die Rückstände immer weiter zunahmen und auch das reale BIP gesunken ist. Das Land war aber in der Lage, die Zielvorgaben des IWF einzuhalten, und versuchte, zu seinen Gläubigern wieder normale Beziehungen herzustellen. 1991 stimmte der Pariser Club einer Umschuldung von \$ 0,6 Mrd. an öffentlichen bilateralen Krediten zu, und zur Zeit werden Verhandlungen über ein

In Bulgarien Schuldendienstschwierigkeiten ...

Übereinkommen geführt, das die Außenstände gegenüber Banken im Gesamtbetrag von nahezu \$ 10 Mrd. betrifft.

... und für Polen
Schuldennachlaß

Im Gegensatz zu Bulgarien besteht der Großteil der polnischen Schulden in Höhe von \$ 47 Mrd. gegenüber öffentlichen Gläubigern. Aus diesem Grund würden Bankschuldenerleichterungen die Belastung des Landes nicht deutlich vermindern, so daß die öffentlichen Gläubiger prinzipiell darin übereinstimmen, daß unter diesen außergewöhnlichen Umständen beträchtliche Konzessionen gerechtfertigt sind. Eine Bedingung für solche Konzessionen ist allerdings, daß Polen und seine Gläubigerbanken übereinkommen, wie mit den Bankschulden von \$ 11 Mrd. zu verfahren sei. Die Verhandlungen darüber sind langwierig, weil einerseits im Land bereits Zeichen von Reformmüdigkeit auftauchen und andererseits die Banken keine neuen Präzedenzfälle schaffen wollen.

Im Gegensatz zur Schuldenkrise der Entwicklungsländer von vor zehn Jahren stellen die Schuldenprobleme der osteuropäischen Staaten und der Nachfolgestaaten der ehemaligen Sowjetunion keine ernste Gefahr für das internationale Finanzsystem dar. Ein großer Teil dieser Bankforderungen ist staatlich garantiert, und es wurden bereits Rückstellungen vorgenommen. Die offenen Positionen sind daher im Verhältnis zum Kapital und den Reserven der Banken nicht groß. Zudem sind die Kreditrisiken nicht stark konzentriert, obwohl es beträchtliche Unterschiede zwischen den Ländern hinsichtlich des Volumens der Bankforderungen gibt, wobei die europäischen Banken einen erheblichen Anteil halten.

IV. Internationaler Handels- und Zahlungsverkehr

Schwerpunkte

Die Entwicklung des Welthandels wurde im vergangenen Jahr geprägt durch das stark verlangsamte Wachstum in den Industrieländern und die Auswirkungen marktorientierter Reformen in einigen anderen Teilen der Welt. In den USA und Großbritannien trug die Rezession dazu bei, die zuvor im internationalen Vergleich höchsten Leistungsbilanzdefizite zu vermindern, während sich in Deutschland der vormals höchste Leistungsbilanzüberschuß unter dem Einfluß der noch bis etwa zur Jahresmitte andauernden Hochkonjunktur in ein Defizit umkehrte.

Auch Veränderungen der realen Wechselkurse haben die Leistungsbilanzpositionen beeinflusst. Daß sich der reale Dollarkurs seit mehreren Jahren auf einem niedrigen Niveau bewegt, schlug bei der stetigen Reduzierung des Defizits in den USA deutlich zu Buche. Dagegen setzte sich beim Yen die von Anfang 1985 bis Ende 1987 verzeichnete starke reale Aufwertung nicht fort, was auch dazu beitrug, daß sich das Vordringen der Importe am japanischen Markt deutlich verlangsamte. Ferner scheint die beträchtliche reale Aufwertung in einer Reihe europäischer Länder, Kanada und Südkorea die Ausweitung der Leistungsbilanzdefizite in den letzten Jahren begünstigt zu haben.

In Lateinamerika haben die Wirtschaftsreformen im allgemeinen und insbesondere die Liberalisierung des Handels zu größeren Kapitalzuflüssen aus dem Ausland geführt und zur beträchtlichen Erhöhung der Einkommen und der Einfuhren beigetragen. In den asiatischen Ländern wurde die Liberalisierung der Importe weiter vorangetrieben, und von hier gingen weiterhin in hohem Maße dynamische Impulse auf den Welthandel aus. Die Integration Chinas in die Weltwirtschaft hat rasche Fortschritte gemacht und auf eindrucksvolle Weise bewiesen, wie stimulierend der Außenhandel wirken kann.

In den osteuropäischen Ländern galt es, den Tauschhandel aus den Zeiten der Kommandowirtschaft durch einen marktwirtschaftlichen Handel zu ersetzen. Dabei sind bereits beträchtliche Fortschritte zu verzeichnen, wobei die Länder mit wettbewerbsfähigen Wechselkursen am besten abschnitten. Die Reformen in Rußland und einigen anderen Staaten der ehemaligen Sowjetunion zielen in dieselbe Richtung; diese Länder stehen vor der enormen Aufgabe, effiziente Handels- und Zahlungsverkehrssysteme aufzubauen, um den Handel untereinander sowie die Eingliederung in die Weltwirtschaft zu erleichtern.

Daß so viele Entwicklungsländer jetzt die Vorteile des freien Handels entdecken und für sich erschließen wollen, ist für die Industrieländer eine ganz besondere Verpflichtung zur Öffnung ihrer Märkte. Doch die Handelspolitik vieler Industrieländer ist in den letzten Jahren in vielerlei Hinsicht restriktiver geworden. Bis Anfang Mai war in der Uruguay-Runde noch immer nicht die längst überfällige Einigung erzielt worden.

Die Kapitalbewegungen sind nach wie vor sehr umfangreich, wobei die grenzüberschreitenden Anlagen in Auslandsaktien neue Rekordhöhen erreichten. Ein Hauptmerkmal des Geschehens im vergangenen Jahr war dabei der massive Erwerb japanischer Aktien durch Ausländer. Der in die Entwicklungsländer fließende Anteil an den weltweiten Direktinvestitionen stieg erneut an, da die Investitionen in Asien und Lateinamerika stark ausgeweitet wurden, in den Industrieländern jedoch zurückgingen. Viele Entwicklungsländer hatten außerdem wieder besseren Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten; sie emittierten Anleihen und gewannen Ausländer für Anlagen an ihren heimischen Aktienmärkten.

Zudem stockten die Entwicklungsländer ihre Währungsreserven erheblich auf. In den Ländern der Zehnergruppe dagegen gingen die Währungsreserven beträchtlich zurück, da eine große Transaktion außerhalb der Märkte Reserven zum Verschwinden brachte. Tendenziell wurde ein höherer Anteil in Dollarinstrumenten angelegt.

Welthandel

Entwicklungen

Abschwächung
des Handels ...

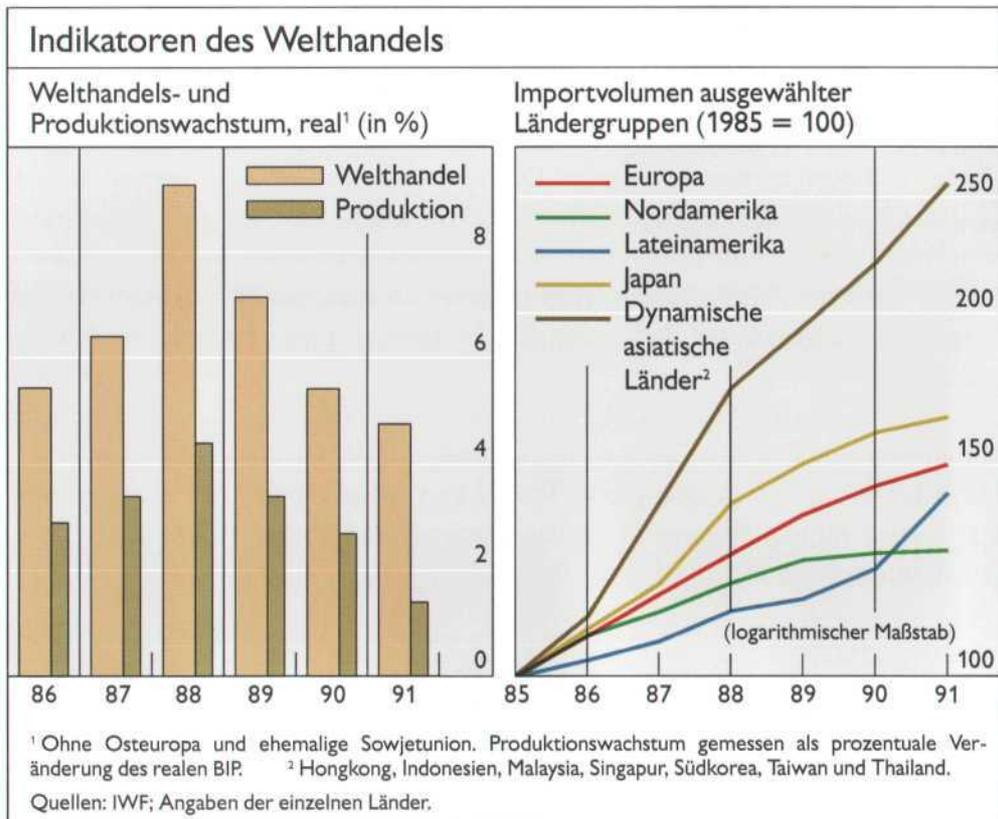
In Dollar gerechnet stieg der Welthandel im letzten Jahr um weniger als 2%, verglichen mit 13% im Jahr 1990. Die reale Wachstumsrate ging ebenfalls zurück, aber bei weitem nicht so stark wie die der Gesamtproduktion. Die Konjunkturabschwächung in Westeuropa und Japan und die Rezession in den angelsächsischen Ländern hatten zur Folge, daß sich die Einfuhrmengen der Industrieländer nach einem Zuwachs von 4½% im Jahr 1990 im vergangenen Jahr insgesamt nur noch um knapp 2½% ausweiteten. Gleichzeitig sank der Import der ehemaligen RGW-Staaten bedingt durch das Ende der besonderen Tauschhandelsvereinbarungen real betrachtet um fast ein Fünftel.

... aber nicht in
den Entwick-
lungsländern

In auffallendem Gegensatz hierzu steht die verstärkte Ausweitung des Außenhandels in den Entwicklungsländern; in Asien und Lateinamerika stiegen die Einfuhren mengenmäßig um rund 15%. Wie in Kapitel III näher ausgeführt, ging die größte Dynamik weiterhin von Asien aus, während in mehreren lateinamerikanischen Ländern umfassende Liberalisierungsmaßnahmen ein rasches Einfuhrwachstum ermöglichten, da die Realeinkommen im Gefolge der Wirtschaftsreformen und des sinkenden Gewichts des Schuldendienstes gegenüber dem Ausland wieder anstiegen.

Schwache
Rohstoffpreise

Durch den Konjunkturabschwung in den Industrieländern und die gleichzeitig bei einigen Rohstoffen unverändert hohe Produktion entstanden Angebotsüberschüsse, die die Dollarpreise der Rohstoffe (ohne Öl) um 5% drückten. Die Ölpreisentwicklung verlief ebenfalls gedämpft, was vor allem darauf zurückzuführen war, daß die Kapazitätsverluste im Irak und in Kuwait durch eine Erhöhung der Förderung in anderen Ländern rasch ausgeglichen wurden. So erreichte die OPEC-Produktion Ende 1991 und Anfang 1992 sogar ihren höchsten Stand seit über einem Jahrzehnt, und die Ölpreise gerieten erheblich unter Druck. Um die Preise zu stützen, vereinbarte die OPEC Mitte Februar 1992 eine Kürzung der Fördermengen um 5%. Auch die durchschnittlichen Dollarausfuhrpreise von Fertigwaren stabilisierten sich 1991. Unter dem Strich führte dies zu



einer leichten Verschlechterung der Terms of trade der Entwicklungsländer insgesamt (ohne Osteuropa und die ehemalige Sowjetunion); die Verluste der ölexportierenden Länder waren etwas höher.

Dank ihres spektakulären Außenhandelswachstums konnten die asiatischen Entwicklungsländer ihren Weltmarktanteil von knapp 9% im Jahr 1980 auf 15½% 1991 erhöhen. Damit gingen auch erhebliche Verschiebungen im Handel der Industrieländer einher. In den USA z.B. übersteigen die Importe aus den asiatischen Entwicklungsländern inzwischen jene aus Kanada, Westeuropa oder Japan, womit sich die Situation von 1980 auf bemerkenswerte Weise umgekehrt hat. Auch ihren Anteil am Handel der Europäischen Gemeinschaft konnten die Entwicklungsländer Asiens in nur zehn Jahren verdoppeln; zusammen mit Japan stellen sie nun die wichtigste Quelle der EG für Importe aus Drittländern dar, und an sie geht ein beinahe genauso großer Teil der Exporte wie an die USA.

Asiens Dynamik

Handelspolitik

In den letzten Jahren haben viele nicht zur industrialisierten Welt zählende Länder ihren Außenhandel radikal liberalisiert. Durch die sichtbaren Erfolge derjenigen Länder, die die Möglichkeiten des Weltmarkts optimal zu nutzen suchten, und das Scheitern der Länder, die statt dessen eine auf Autarkie gerichtete Importsubstitution betrieben, war die Stimmung eindeutig zugunsten der Liberalisierung umgeschlagen. Wettbewerbsfähigere Wechselkurse, eine größere Öffnung für ausländische Direktinvestitionen und geringerer Protektionismus waren die Hauptbestandteile dieser Neuorientierung. In den letzten fünf Jahren haben nicht weniger als siebzehn lateinamerikanische Länder einseitige Maßnahmen zur Handelsliberalisierung ergriffen. Nirgends war der Kurswechsel radika-

Handelsliberalisierung in den Entwicklungsländern ...

ler als in Osteuropa und Rußland, wo der Außenhandel jahrzehntelang starren autarkieorientierten Kontrollen unterlegen hatte. Auch eine Anzahl asiatischer Länder hat ihre Importe liberalisiert. Insgesamt haben nicht weniger als einundfünfzig Entwicklungsländer in den letzten fünf Jahren einseitige und oftmals weitreichende Maßnahmen zur Handelsliberalisierung angekündigt.

Diese Reformen, die von den Industrieländern ausdrücklich ermutigt wurden, können nur dann wirklich zum Erfolg führen, wenn die Industrieländer selbst ihre Märkte stärker für die Exporte aus den Entwicklungsländern öffnen; je rascher dies geschieht, desto geringer ist die Gefahr, daß der Reformkurs wieder aufgegeben wird. Zur Zeit gehören viele potentielle Exportgüter der Entwicklungsländer zu den Produkten, gegen die sich die Industrieländer besonders stark abschotten – landwirtschaftliche Erzeugnisse, verschiedene Halbfabrikate, Bekleidung und Textilien.

... aber stärkerer
Protektionismus
in den Industrie-
ländern

In den letzten Jahren hat sich die Politik vieler Industrieländer zunehmend von dem Ideal des Freihandels entfernt, das hinter der fortschreitenden multilateralen Handelsliberalisierung während langer Phasen der Nachkriegszeit stand und durch Jahrzehnte beispiellosen Wohlstandsgewinns belohnt wurde. Vier Aspekte waren in diesem Zusammenhang von Bedeutung: die Liberalisierung erfolgte immer weniger auf globaler als vielmehr auf regionaler Ebene, bei den landwirtschaftlichen Erzeugnissen gerieten komparative Vorteile in Produktion und Handel immer mehr aus dem Blickfeld, der Handel mit Industrieprodukten wurde mehr und mehr durch verschiedene wettbewerbsbegrenzende und die Auswahl des Verbrauchers einschränkende Maßnahmen „administriert“, und der wachsende Dienstleistungsverkehr wurde nicht in die GATT-Regelungen einbezogen.

Handelsblöcke

Die wichtigsten regionalen Handelsvereinbarungen sind das Binnenmarktprogramm der Europäischen Gemeinschaft und die geplante Nordamerikanische Freihandelszone (NAFTA). Solche Vereinbarungen können für den Verbraucher Vorteile bringen, da sie den Wettbewerb innerhalb des jeweiligen Handelsblocks erhöhen und die Ausnutzung von Größenvorteilen ermöglichen. Gleichzeitig haben sie aber die Tendenz, die Nachfrage von effizienteren Produzenten außerhalb ihres Geltungsbereichs fernzuhalten, sofern sie nicht von entschlossenen Maßnahmen zum Abbau von Handelsschranken gegenüber Drittländern begleitet werden. Welche Rolle dieser Handel mit Drittländern in einer Anzahl von Regionen spielt, die oft als potentielle Handelsblöcke bezeichnet werden, geht aus den in der umstehenden Tabelle dargestellten Handelsbeziehungen hervor. Der Handel zwischen diesen Regionen ist nicht nur umfangreich, sondern ist vielfach sogar schneller gewachsen als der Handel innerhalb der Regionen. Daß die Handelsströme von sich aus im allgemeinen *nicht* regional konzentriert sind, läßt darauf schließen, daß die Kräfte komparativer Kostenvorteile viel globaler verwurzelt sind.

Wenn innerhalb eines regionalen Blocks Handelsschranken abgebaut werden, wächst möglicherweise die Versuchung, die Barrieren für Einfuhren aus Drittländern zu erhöhen, um so den größeren Wettbewerbsdruck auszugleichen, dem die Unternehmen innerhalb des betreffenden Blocks nun ausgesetzt sind. Dies zeigt, wie notwendig es ist, daß durch regionale Handelsvereinbarungen der freiere Marktzugang so weit wie möglich ausgedehnt wird. Viele der im

Handelsströme im Jahr 1990 (Zahlen für 1975 in Klammern) ¹					
Berichtsgebiet	Anteil am Gesamthandel des Berichtsgebiets in Prozent ²				
	EG	EFTA	NAFTA	Ostasien	Übrige Welt
EG	59,2(51,4)	10,0 (9,4)	8,4 (8,7)	7,3 (3,6)	15,1(26,9)
EFTA	59,4(51,7)	13,3(17,0)	7,9 (7,0)	7,7 (3,9)	11,8(20,4)
NAFTA	18,3(18,6)	2,8 (2,5)	37,6(36,2)	26,7(15,6)	14,6(27,1)
Ostasien	16,0(12,0)	2,6 (1,9)	26,9(24,8)	37,6(28,0)	16,8(33,3)
<i>Nachrichtlich:</i>	jahresdurchschnittliches Handelswachstum in Prozent ³				
EG	11,4	10,8	10,1	15,6	6,2
EFTA		8,1	11,0	16,1	6,0
NAFTA			10,4	14,1	5,7
Ostasien				16,0	8,6

¹ Die geplante Nordamerikanische Freihandelszone (NAFTA) soll aus Kanada, Mexiko und den USA bestehen. Zu Ostasien zählen die ASEAN-Länder (außer Brunei), China, Hongkong, Japan, Südkorea und Taiwan. Daten über den direkten Handel Taiwans mit China und Mexiko liegen nicht vor. ² Der Gesamthandel entspricht der Summe des Warenexports und -imports. ³ 1975–90.
Quellen: IMF, Direction of Trade Statistics; Angaben der einzelnen Länder.

Rahmen des Binnenmarktprogramms verabschiedeten Richtlinien verfolgen eben diesen Zweck. Doch in einer jüngst getroffenen Vereinbarung zwischen der Europäischen Gemeinschaft und Japan wurden „vorübergehende“ Beschränkungen für die Ausfuhr japanischer Kraftfahrzeuge nach Europa bis 1999 verlängert und womöglich auch stillschweigend Übereinkunft über weitere Wettbewerbsbehinderungen erzielt.

In den meisten Industrieländern schirmt die Agrarpolitik die Inlandsmärkte vom Einfluß der Weltmarktpreise ab. Die heutige Politik geht auf die unmittelbare Nachkriegszeit zurück, als die Erinnerung an Nahrungsmittelknappheit lebendig und ein großer Teil der Bevölkerung noch in der Landwirtschaft beschäftigt war. Seither hat sich die Situation radikal verändert, da die Produktivität in der Landwirtschaft über viele Jahre hinweg stetig gestiegen ist, der Verbrauch aber nur sehr langsam zugenommen hat. Die Vollzeitbeschäftigung in der Landwirtschaft ist drastisch zurückgegangen und jetzt nur noch vergleichsweise gering; an die Stelle der früheren Engpässe sind Produktionsüberschüsse und überquellende Lager getreten, und die Länder, die früher per saldo wichtige Gruppen von Agrarerzeugnissen einfuhrten, sind zu Nettoexporteuren geworden. Die Europäische Gemeinschaft hat sich ihrer Überschüsse durch die Subventionierung von Agrarexporten in Drittländer zu entledigen versucht, woraufhin die USA mit Vergeltungsmaßnahmen in Form verstärkter Subventionierung ihrer eigenen Exporte auf ausgewählten Märkten reagierte. Durch solche Konflikte erhöhte sich der Abwärtsdruck auf die Nahrungsmittelpreise an den Weltmärkten, die seither stark gedrückt sind (real sind sie jetzt etwa halb so hoch wie in den siebziger Jahren). Diese Maßnahmen haben nicht nur die eigentlichen Nahrungsmittelexporteure (darunter eine Anzahl armer Entwicklungsländer) arg in Bedrängnis gebracht, sondern sind für die Industrieländer auch immer teurer geworden. Nach OECD-Berechnungen betragen die Gesamtkosten für die Unterstützung der Landwirtschaft – die an die Erzeu-

Agrarpolitik

ger gezahlten Subventionen und die impliziten Kosten für die Verbraucher (die höhere Preise zahlen müssen, als es dem Weltmarktniveau entspricht) – im vergangenen Jahr etwa \$ 320 Mrd. oder beinahe 2% des Bruttoinlandsprodukts aller OECD-Länder.

„Administrierter“ Handel

In den vergangenen Jahren war bei den Industrieerzeugnissen eine stetige Tendenz zum „administrierten“ Handel zu beobachten, der oftmals auf rein bilateraler Basis stattfand. Derartige Maßnahmen nehmen verschiedene Formen an. Hinter Antidumpingmaßnahmen verbergen sich oft Versuche, inländische Produzenten vor effizienteren ausländischen Konkurrenten zu schützen. Beim GATT wurden beinahe doppelt so viele Antidumpingverfahren angestrengt wie im vorangegangenen Berichtsjahr; in vielen Fällen wird die formelle Verhängung von Antidumpingzöllen durch bilaterale Vereinbarungen zur Exportbeschränkung überflüssig. Der Handel mit Textilien, Bekleidung und Stahl unterliegt ungefähr zur Hälfte expliziten Marktaufteilungsvereinbarungen. Durch „freiwillige“ Selbstbeschränkungen werden – vor allem die japanischen – Ausfuhren von Personenkraftwagen und elektronischen Gütern begrenzt. Verschiedene – formelle wie informelle – Mindestpreisvereinbarungen behindern den Handel mit Speicherchips. In jüngerer Zeit wurden besondere „Einfuhrziele“ vereinbart: Japan sagte im Januar dieses Jahres zu, seine jährlichen Importe von Teilen für die Pkw-Produktion aus den USA bis 1994/95 zu verdoppeln; in einer kürzlich geschlossenen Vereinbarung ist ein Auslandsanteil am japanischen Markt für Computerchips in Höhe von 20% vorgesehen.

Solche Maßnahmen engen die Konsumwahl ein, blähen die Kosten auf und treiben die Preise in die Höhe. Da einige Unternehmen sich auf diese Weise keine Gedanken mehr über ihre eigene Ineffizienz zu machen brauchen, fehlt ein wichtiger Antrieb für die mittelfristige Steigerung der Produktivität. Entgegen einem verbreiteten Irrglauben sind diese Maßnahmen der Förderung von Produktion und Beschäftigung im Inland insgesamt kaum zuträglich, denn eine Branche zu schützen bedeutet unweigerlich, durch höhere Wechselkurse und Kosteninflation andere zu schädigen. Eine Beschränkung der japanischen Exporte, um das wichtigste Beispiel zu nennen, trägt zur Unterbewertung des Yen bei; diese erschwert es den nicht auf diese Weise geschützten Produzenten, mit japanischen Erzeugnissen zu konkurrieren, schützt letztlich einige japanische Produzenten und vermindert den japanischen Leistungsbilanzüberschuß unter dem Strich allenfalls geringfügig.

Das Ausmaß, in dem solche Maßnahmen das multilaterale Handelssystem untergraben, die Ressourcenallokation verzerren, die Investitionstätigkeit schwächen und das weltwirtschaftliche Wachstum hemmen, kann kaum zu hoch eingeschätzt werden. Große Länder und Großunternehmen können sich für ihre eigenen Güter diskriminierende Vorzugsbedingungen zu Lasten anderer sichern. Weil die neueren Formen des Protektionismus wenig durchschaubar sind, ist es besonders schwer, die Verbraucher und Wähler, die indirekt dafür bezahlen müssen, dagegen zu mobilisieren. Außerdem wird der Wirkungsbe- reich internationaler Schlichtungsverfahren eingeschränkt.

Dienstleistungen

Der Handel mit Dienstleistungen macht inzwischen ein Fünftel der Leistungsbilanztransaktionen aus, bleibt jedoch von den GATT-Regelungen ausgenommen. Der in den letzten Jahren zu beobachtende Trend zur

Dienstleistungsgesellschaft und der rasche technologische Fortschritt in einigen Bereichen haben den möglichen Nutzen eines freieren Handels beträchtlich erhöht, und das vor allem deshalb, weil zahlreiche Dienstleistungsbereiche (z.B. Luftverkehr und Telekommunikation) in vielen Ländern noch von inländischen Monopolen und mitunter internationalen Produzentenverbänden beherrscht werden, die die Preise hochzuhalten und den Wettbewerb zu begrenzen suchen.

Die Uruguay-Runde der GATT-Verhandlungen, die im September 1986 begann, hatte einen ungewöhnlich ehrgeizigen und umfassenden Plan, durch den für viele dieser Probleme eine gerechte Lösung gefunden werden sollte. Leider hat sich diese Runde als schwieriger und umstrittener als jede andere der bisherigen GATT-Runden erwiesen. Sie sollte ursprünglich im Dezember 1990 abgeschlossen werden; bis dahin war jedoch noch keine Einigung erzielt worden. Im Dezember 1991 gerieten die Hauptbeteiligten wiederum in eine Sackgasse; Ursache für das Stocken der Verhandlungen war offensichtlich die Agrarpolitik. Anscheinend konnten jedoch in einigen Bereichen gewisse Fortschritte in Gestalt vorläufiger Vereinbarungen erzielt werden: Lockerung der Beschränkungen im Handel mit Textilien und Bekleidung, Verschärfung der GATT-Regeln über Schutzmaßnahmen in der Grauzone (Antidumping, Subventionen usw.), Schutz geistigen Eigentums und Schlichtungsverfahren. Der Generaldirektor des GATT schlug vor, prinzipiell alle nichttarifären Beschränkungen in der Landwirtschaft in Zölle umzuwandeln und diese dann nach und nach zu senken. Ferner regte er Kürzungen der Subventionen für Agrarexporte sowie der inländischen Stützpreise an. Anfang Mai waren die Verhandlungen noch im Gange.

Uruguay-Runde

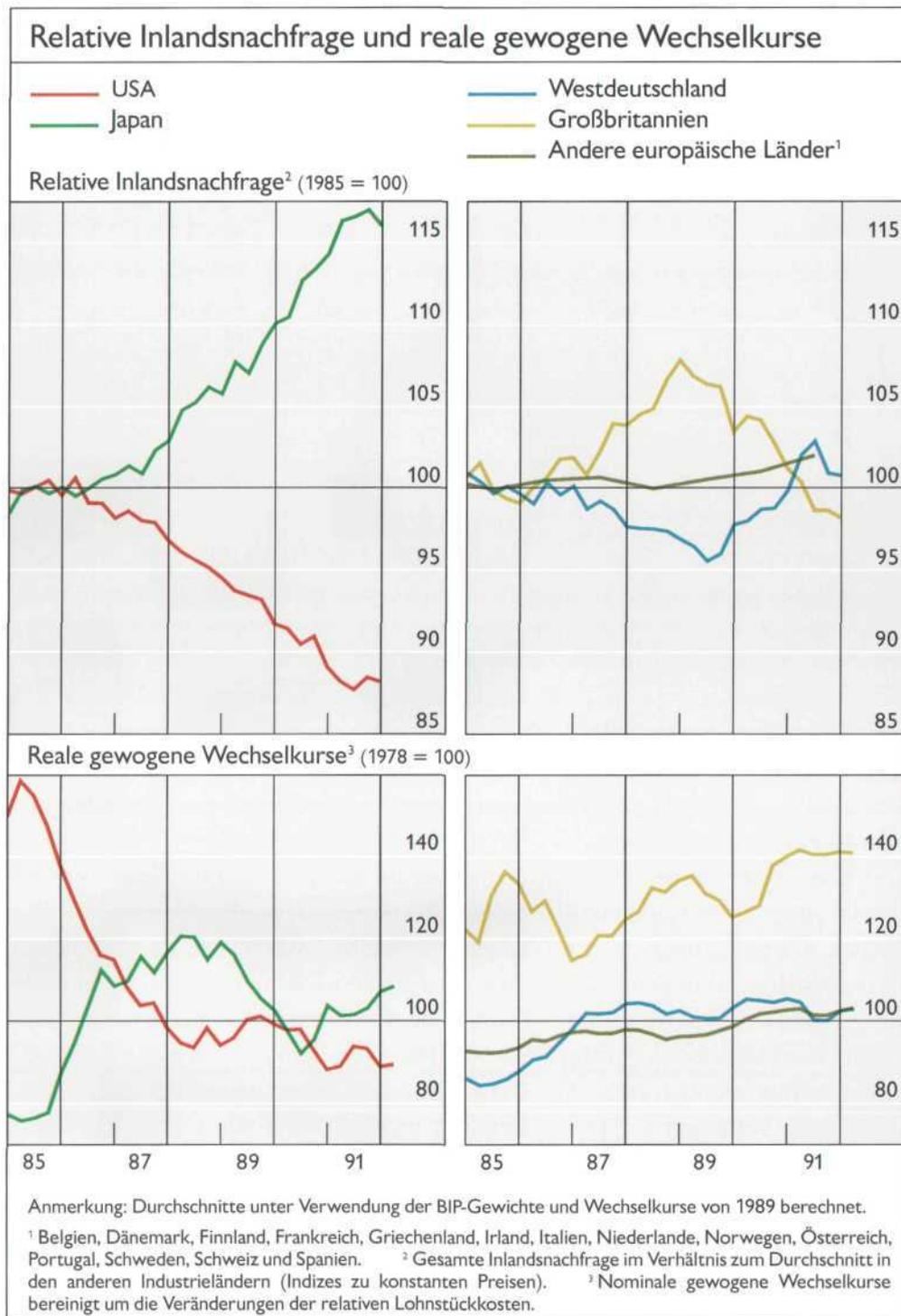
Leistungsbilanzen der Industrieländer und der asiatischen Schwellenländer

Im vergangenen Jahr stand die Handels- und Leistungsbilanzentwicklung in den Industrieländern erneut stark unter dem Einfluß konjunktureller Faktoren. Die Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit erfaßte beinahe alle Länder, war jedoch sehr unterschiedlich ausgeprägt. Viele Defizitländer, namentlich die angelsächsischen Länder und Schweden, befanden sich über weite Strecken des Jahres in der Rezession; dagegen blieb die Inlandsnachfrage in Deutschland und Japan bis zur Jahresmitte verhältnismäßig lebhaft.

Obgleich auch einige Sonderfaktoren hinzukamen, hat doch die verbesserte Wettbewerbsposition der USA erheblich zu der beträchtlichen Verringerung des US-Außenhandelsdefizits beigetragen. Angesichts einer stark rückläufigen Inlandsnachfrage verlieh sie ferner der Wirtschaftstätigkeit in den USA eine gewisse Stütze. In anderen Ländern dürfte dagegen die geringe oder nachlassende internationale Wettbewerbsfähigkeit den Abbau der Defizite behindert haben: Finnland, Großbritannien, Italien, Kanada, Schweden und Südkorea haben in den letzten Jahren beträchtlich an Wettbewerbsfähigkeit verloren.

Vereinigte Staaten

Zum Teil bedingt durch einige besonders günstige vorübergehende Einflüsse verringerte sich das Leistungsbilanzdefizit der USA im vergangenen Jahr drastisch bis auf nahezu null. Als größter einzelner Faktor schlug der Beitrag



Drastischer Rückgang des US-Defizits zum Teil vorübergehend ...

Kuwait, Deutschlands, Japans und einiger anderer Länder zu den Kosten des Golfkriegs in Höhe von \$ 42,5 Mrd. zu Buche. Hinzu kam, daß das Defizit im Außenhandel 1991 so deutlich wie nie zuvor schrumpfte, nämlich um fast \$ 35 Mrd.; diese Tendenz setzte sich in den ersten Monaten des Jahres 1992 weiter fort. Ferner stieg der bereits 1990 hoch ausgefallene Überschuß bei den nicht faktorgebundenen Dienstleistungen weiter an (s. die umstehende Tabelle).

Wenngleich der – sowohl preis- als auch nachfragebedingte – Rückgang der Ölimporte um \$ 11 Mrd. ebenfalls zur Verringerung des Außenhandelsdefizits beitrug, war der entscheidende Faktor doch der weitere Rückgang des Defizits

Die Leistungsbilanz der USA						
Position	1987	1988	1989	1990	1991	
					Jahr	4. Q. ¹
Milliarden US-Dollar						
Leistungsbilanz	-160,2	-126,2	-106,3	- 92,1	- 8,6	-41,2
Handelsbilanz	-159,5	-127,0	-115,9	-108,1	-73,6	-74,6
Nettokapitalerträge	7,6	5,3	2,7	11,9	9,4	0,9
Sonstige Dienstleistungen	6,3	10,4	22,4	26,4	35,9	38,3
Übertragungen	- 14,7	- 14,9	- 15,5	- 22,3	19,7	- 5,6
<i>Nachrichtlich:</i>						
Ölimporte	42,9	39,6	50,9	62,1	51,4	48,8
Handelsbilanz (ohne Öl) ²	-114,1	- 76,4	- 55,2	- 37,7	-13,9	-17,0
Veränderung in Prozent						
Ausfuhrvolumen	10,0	19,3	11,8	7,4	7,6	9,0 ³
Einfuhrvolumen	4,2	4,0	4,4	1,8	0,3	5,2 ³
Terms of trade	- 3,2	1,3	- 1,0	- 3,0	1,0	6,0 ³

¹ Auf Jahreswerte hochgerechnet, saisonbereinigt. ² Durchschnittswerte im Außenhandel auf der Basis von 1987. ³ Veränderung gegen viertes Quartal 1990.

in der Handelsbilanz (ohne Öl). Bei weitgehend unveränderten Terms of trade (ohne Öl) waren für diese Verringerung ausschließlich Mengeneffekte verantwortlich; die Nichtölimporte stagnierten praktisch, während das Wachstum der Nichtölexporten hoch blieb.

Das Volumen der Exporte (ohne landwirtschaftliche Produkte) weitete sich im vergangenen Jahr mit 8½% deutlich stärker aus als die Weltmärkte. Die jüngste kräftige Zunahme der US-Exporte, die viel stärker ist als in früheren Rezessionsphasen in den USA, ist zu einem großen Teil auf die anhaltende reale Abwertung des Dollars zurückzuführen. Die durch den hohen nominalen Wertverlust des Dollars von Anfang 1985 bis Ende 1987 bedingte verbesserte Wettbewerbsfähigkeit blieb in den vier darauffolgenden Jahren im wesentlichen erhalten (s. die Grafik auf S. 81). Schätzungen zufolge waren die Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe in den USA zum Ende des Jahrzehnts beträchtlich niedriger als in Japan und Deutschland. Dieser deutliche Wettbewerbsvorteil hat den USA geholfen, ihre Weltmarktanteile in den letzten Jahren erheblich auszuweiten. Besonders kräftig stiegen die Investitionsgüterexporte, auf die jetzt der Rekordanteil von 45% der US-Exporte (ohne landwirtschaftliche Produkte) entfällt. Die Exporte in die OPEC-Länder, nach Lateinamerika und in die Schwellenländer Asiens übertrafen die Ausfuhren in die Industrieländer bei weitem.

Aufgrund der schleppenden Inlandsnachfrage blieb das Wachstum des Importvolumens (ohne Öl) in den USA im vergangenen Jahr unter 1%. Die Importe reagierten sehr empfindlich auf die Nachfragesituation; sie gingen zunächst beträchtlich zurück und zogen dann in der Jahresmitte kräftig an, als sich die Nachfrage in den USA zögernd erholte und die Lagerbestände an Konsumgütern (ohne Fahrzeuge) wieder aufgestockt wurden. Die Pkw-Importe waren rückläufig. Mittelfristig ist von einiger Bedeutung, daß die japanischen Automobilhersteller immer mehr in den USA produzieren; im vergangenen Jahr

... aber auch Spiegelbild einer starken Exportentwicklung ...

... und stagnierender Importmengen

fertigten sie dort rund 1,4 Mio. Fahrzeuge, während wenig mehr als 2 Mio. von Japan in die USA exportiert wurden.

Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit spielte auch beim Anstieg des Überschusses aus nicht faktorgebundenen Dienstleistungen eine Rolle. Die Einnahmen aus Dienstleistungstransaktionen weiteten sich nach einem jährlichen Wachstum von durchschnittlich fast 15% in den vorangegangenen fünf Jahren im letzten Jahr wiederum um 8½% aus, wobei die Einnahmen aus dem Reiseverkehr sogar um 12% stiegen. Gleichzeitig blieben die Dienstleistungsimporte in etwa konstant.

Japan

Überschuß
Japans
wächst ...

Die allmähliche Reduzierung des japanischen Leistungsbilanzüberschusses, der die Jahre von 1987 bis 1990 gekennzeichnet hatte, kehrte sich im vergangenen Jahr abrupt um. Der Außenhandelsüberschuß erreichte mit über \$ 100 Mrd. einen neuen Spitzenwert, wobei die bilateralen Überschüsse gegenüber den EG-Ländern und Südostasien jeweils um rund \$ 9 Mrd. anstiegen. Das höhere Defizit in der Übertragungsbilanz – das teilweise auf die Beiträge an die USA im Zusammenhang mit dem Golfkrieg zurückzuführen war – konnte den wachsenden Überschuß nur zum Teil und nur vorübergehend ausgleichen. Im ersten Quartal 1992 betrug der Leistungsbilanzüberschuß auf Jahresrate hochgerechnet nahezu \$ 115 Mrd. und damit rund 3% des BSP.

... durch Verbesserung der
Terms of
trade ...

Für die Ausweitung des Außenhandelsüberschusses waren zwei Faktoren maßgeblich. Zum einen verbesserten sich die Terms of trade um 8½%, da die japanischen Exporteure mit der Aufwertung des Yen die Dollarpreise anhoben, anstatt sie – wie bei früheren Gelegenheiten – stabil zu halten. Die Dollarimportpreise veränderten sich dagegen kaum, was insbesondere darauf zurückzuführen war, daß die Preise für Öl und andere Rohstoffe, die etwa ein

Die japanische Leistungsbilanz						
Position	1987	1988	1989	1990	1991	
					Jahr	4. Q. ¹
Milliarden US-Dollar						
Leistungsbilanz	87,0	79,6	57,2	35,8	72,9	91,4 ²
Handelsbilanz	96,4	95,0	76,9	63,5	103,0	118,8 ²
Nettokapitalerträge	16,7	21,0	23,4	23,2	26,7	21,8
Sonstige Dienstleistungen	-22,4	-32,3	-38,9	-45,4	-44,3	-45,5
Übertragungen	- 3,7	- 4,1	- 4,2	- 5,5	-12,5	- 3,7 ²
<i>Nachrichtlich:</i>						
Ölimporte	27,4	25,8	29,8	41,3	37,8	40,0
Handelsbilanz (ohne Öl) ³	63,0	49,0	44,8	46,4	45,9	53,6
Veränderung in Prozent						
Ausfuhrvolumen	0,3	5,1	3,8	5,5	3,0	2,3 ⁴
Einfuhrvolumen	9,3	16,7	7,8	5,8	3,0	1,8 ⁴
Terms of trade	2,2	2,3	- 4,2	- 6,1	8,5	19,1 ⁴

¹ Auf Jahreswerte hochgerechnet. ² Saisonbereinigt. ³ Durchschnittswerte im Außenhandel auf der Basis von 1985. ⁴ Veränderung gegen viertes Quartal 1990.

Drittel der japanischen Importe ausmachen, 1991 sanken. Zum anderen war in den Einfuhrdaten der Zahlungsbilanzstatistik für 1991 ein geschätzter Rückgang der Goldimporte um \$ 15 Mrd. enthalten, der im wesentlichen eine drastische Verringerung der Goldanlagen japanischer Gebietsansässiger darstellt. Nach der Zollstatistik, die Gold nur so weit erfaßt, wie es tatsächlich versandt wird, nahmen die Einfuhren (ohne Öl) real um 4% zu; damit stiegen sie geringfügig stärker als die Ausfuhren, und die Handelsbilanz blieb, zu konstanten Preisen gerechnet, weitgehend unverändert.

Angesichts des verlangsamten Wachstums der Realeinkommen und der geringeren Investitionsausgaben gingen die Importe von stark einkommenselastischen Gütern (Luxusgüter und Personenwagen) und von Maschinen und Ausrüstungen deutlich zurück. Hiervon waren insbesondere die Exporte der EG-Länder nach Japan betroffen, die Einbußen von fast 10% hinnehmen mußten. Daß das Importvolumen schon im zweiten Jahr in Folge beinahe parallel zur Ausweitung der Inlandsnachfrage gewachsen ist, nachdem es im Zeitraum 1986–89 doppelt so schnell angestiegen war, deutet darauf hin, daß die Wirkungen der damaligen Yen-Aufwertung aufgehört haben.

Bedingt durch die Konjunkturabschwächung in den meisten Industrieländern und die Produktionsverlagerung zu den Tochtergesellschaften japanischer Unternehmen im Ausland ist das Exportwachstum zurückgegangen. Im Zuge des Investitionsbooms in Südostasien wurden die Ausfuhren in diese Region allerdings weiter kräftig ausgeweitet; mit einem Anteil von inzwischen beinahe einem Drittel aller japanischen Exporte haben die südostasiatischen Länder den US-Markt von seinem Platz als Japans wichtigstem Exportmarkt verdrängt.

Die rückläufige Inlandsnachfrage schlug sich auch in der japanischen Dienstleistungsbilanz nieder. Die Ausgaben der Japaner für Auslandsreisen erholten sich nach ihrer durch die Golfkrise bedingten Schwäche im ersten Halbjahr 1991 auch in der zweiten Jahreshälfte kaum; sie gingen 1991 insgesamt um 4% zurück, nachdem sie von 1985 bis 1990 mit einer Jahresrate von durchschnittlich fast 40% angestiegen waren. Zusammen mit der Zunahme der Nettokapitalerträge um \$ 3½ Mrd., in der sich das wachsende Nettoauslandsvermögen Japans widerspiegelt, verminderte die Abschwächung der Dienstleistungsimporte das Defizit der Dienstleistungsbilanz (ohne Übertragungen gerechnet), das sich davor über mehrere Jahre spürbar ausgeweitet hatte.

Westeuropa

Die deutsche Vereinigung prägte im letzten Jahr die Leistungsbilanzentwicklung in Europa. Sie verlieh der Inlandsnachfrage im vereinten Deutschland kräftige Impulse, und weil die Kapazitäten im westlichen Teil des Landes bereits fast vollständig ausgelastet und die Unternehmen im Osten nicht wettbewerbsfähig waren, konnte diese zusätzliche Nachfrage nur durch eine kräftige Steigerung der Importe und die Abzweigung deutscher Exportgüter von den Auslandsmärkten befriedigt werden. Dank höherer deutscher Importe konnten andere europäische Länder die ausgeprägte Schwäche ihrer eigenen inländischen Nachfrageentwicklung zum Teil ausgleichen. Im weiteren Verlauf des Jahres verlangsamte sich jedoch auch in Deutschland die inländische Nachfrage, und das Einfuhrwachstum ging drastisch zurück.

... und rückläufiges reales Einfuhrwachstum

Vereinigungsbedingter Boom in Deutschland ...

Die deutsche Leistungsbilanz						
Position	1987	1988	1989	1990	1991	
					Jahr	4. Q. ¹
Milliarden US-Dollar						
Leistungsbilanz	46,2	50,7	57,5	46,5	-19,7	-15,6 ²
Handelsbilanz	68,6	78,2	76,2	69,9	21,3	34,0 ²
Nettokapitalerträge	4,0	5,2	11,8	17,3	17,8	16,6
Sonstige Dienstleistungen	- 6,6	- 9,9	- 7,3	-12,2	-15,8	-22,2
Übertragungen	-19,8	-22,8	-23,2	-28,5	-43,0	-44,0 ²
<i>Nachrichtlich:</i>						
Ölimporte	16,9	14,7	16,1	22,1	22,1	23,5
Handelsbilanz (ohne Öl) ³	55,2	58,2	60,7	36,5	4,6	11,2
Veränderung in Prozent						
Ausfuhrvolumen	2,9	6,7	8,2	1,4	1,4	3,4 ⁴
Einfuhrvolumen	5,4	6,4	7,3	11,5	13,4	4,6 ⁴
Terms of trade	3,5	- 0,1	- 2,7	1,5	- 2,2	1,0 ⁴
Anmerkung: Die nachrichtlichen Positionen beziehen sich nur auf Westdeutschland; übrige Zahlen: ab Juli 1990 einschl. der Außenhandelstransaktionen der ehemaligen DDR.						
¹ Auf Jahreswerte hochgerechnet. ² Saisonbereinigt. ³ Durchschnittswerte im Außenhandel auf der Basis von 1980. ⁴ Veränderung gegen viertes Quartal 1990.						

... führt zu
Defizit

Erstmals seit 1981 war die Leistungsbilanz *Deutschlands* im vergangenen Jahr defizitär, wofür vor allem das plötzliche Schrumpfen des Außenhandelsüberschusses verantwortlich war (s. die obenstehende Tabelle). Ungefähr zur Hälfte ging diese Veränderung des Leistungsbilanzsaldos auf die starke Abnahme des traditionellen Überschusses gegenüber den anderen EG-Ländern zurück. Erheblich zu Buche schlug ferner der Anstieg der Übertragungen an das Ausland um \$ 14 Mrd., der durch die Finanzbeiträge zu den Kosten des Golfkrieges, Zahlungen an die ehemalige Sowjetunion für den Truppenabzug und erhöhte Beiträge zum EG-Haushalt bedingt war.

Anzeichen einer
Besserung

Der Rückgang des deutschen Außenhandelsüberschusses um \$ 49 Mrd. im vergangenen Jahr war beinahe ausschließlich auf die Nachfrageeffekte der Vereinigung zurückzuführen; der reale gewogene Wechselkurs der D-Mark hat sich nur wenig verändert (s. die Grafik auf S. 81). Doch nachdem der Nachfragedruck im ersten Halbjahr 1991 seinen Höhepunkt erreicht hatte, kam die Verschlechterung der Handelsbilanz zum Stillstand und kehrte sich allmählich wieder um. Von besonderer Bedeutung war der im zweiten Quartal 1991 verzeichnete reale Anstieg der Auto- und anderen Konsumgüterimporte um 40% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal, nachdem die Nachfrage nach diesen Gütern in der ehemaligen DDR lange unterdrückt worden war. Da die privaten Haushalte im Laufe des Jahres zunehmend an ihre Verschuldungsgrenzen stießen, klang dieser Nachfrageschub jedoch wieder aus, und die Importe schwächten sich ab.

In ähnlicher Weise spiegelte die Stagnation der Exporte bis zur Jahresmitte die Umleitung der deutschen Produktion auf den expandierenden

Inlandsmarkt wider. Der starke Rückgang der ostdeutschen Exporte in die ehemaligen RGW-Partnerländer mit Auslaufen der Handelsvereinbarungen Ende 1990 und die Aufhebung der Subventionen drückten die Exportergebnisse ebenfalls. Aber die beträchtliche Abkühlung der Inlandsnachfrage um die Jahresmitte 1991 hat die deutschen Unternehmen dann wohl veranlaßt, mit ihren Erzeugnissen wieder auf die Auslandsmärkte zurückzukehren.

Mit dem Umschwung in der deutschen Leistungsbilanz nahm das deutsche Nettoauslandsvermögen nicht mehr zu. Der Zinsvorsprung deutscher Finanzaktiva weitete sich 1991 aus, was zur Folge hatte, daß die Nettokapitalerträge über das Jahr gesehen praktisch stagnierten und im Jahresverlauf rückläufig waren. Da sich der Saldo der sonstigen Dienstleistungen ebenfalls verschlechterte, vor allem aufgrund der steigenden Ausgaben für Auslandsreisen, verschwand der vorherige Dienstleistungsbilanzüberschuß im letzten Jahr fast völlig.

Die meisten anderen europäischen Länder verzeichneten 1991 eine deutliche Verbesserung ihrer Leistungsbilanzsituation. Ihr Defizit verminderte sich insgesamt um rund \$ 30 Mrd., wofür zum großen Teil die Entwicklung in *Großbritannien* verantwortlich war; die anhaltende Rezession drückte auf die Importe und senkte das britische Leistungsbilanzdefizit auf weniger als 1% des Bruttoinlandsprodukts. Die Konjunkturschwäche bremste auch die Importnachfrage auf dem europäischen Kontinent beträchtlich. Das Importvolumen wuchs im vergangenen Jahr nur noch um etwa 2%, nachdem es sich in den vorangegangenen vier Jahren jeweils um durchschnittlich 7½% ausgeweitet hatte. Durch die Rezession schrumpften die Importe *Finnlands* (um 17%), *Schwedens* (um 7%) und der *Schweiz* (um gut 1%). Nur *Spanien* erreichte trotz abflachender Inlandsnachfrage noch ein ähnliches Importwachstum wie 1990.

Angesichts des umfangreichen innereuropäischen Handels drückte die Abschwächung der Inlandsnachfrage die Exporte der meisten europäischen Länder. Außerdem gibt es Anzeichen dafür, daß sich Veränderungen der internationalen Wettbewerbssituation auf die Exportstrukturen auszuwirken beginnen. Während die nominalen Wechselkurse der meisten europäischen Währungen seit dem letzten allgemeinen Realignment der EWS-Paritäten im Januar 1987 stabil geblieben sind, haben sich bei den realen Wechselkursen erhebliche Veränderungen ergeben. Da die niedrigsten Inflationsraten in diesem Zeitraum gemeinhin in den Überschußländern verzeichnet wurden, waren deren reale Wechselkurse gegenüber den inflationsanfälligeren Defizitländern tendenziell rückläufig. Unter den Ländern in der letztgenannten Gruppe verloren Großbritannien, Italien, Schweden und Spanien beträchtlich an internationaler Wettbewerbsfähigkeit und büßten mit Ausnahme Spaniens (wo die Arbeitskosten im internationalen Vergleich nach wie vor niedrig sind) im vergangenen Jahr Exportmarktanteile ein. Der Verlust an Wettbewerbsfähigkeit der verarbeitenden Industrie in *Italien* war besonders groß und erklärt weitgehend, weshalb das Land eines der ganz wenigen in Europa war, das keine Verbesserung in der Leistungsbilanz aufwies, sondern statt dessen ein auf fast 2% des Bruttoinlandsprodukts gestiegenes Defizit. Dagegen verbesserte sich dank einer über mehrere Jahre hinweg niedrigen Inflationsrate die Wettbewerbsposition *Frankreichs*, das 1991 unter den großen europäischen Ländern den höchsten Zuwachs an Fertigwarenexporten verzeichnen konnte.

Im übrigen
Europa rückläufiges
Defizit

Rezession ...

... und Wettbewerbsfähigkeit
von Bedeutung

Leistungsbilanzsalden der Industrieländer und der asiatischen Schwellenländer

Land/Ländergruppe	Leistungsbilanz			darunter					
				Handelsbilanz			Kapitalertragsbilanz		
	1989	1990	1991	1989	1990	1991	1989	1990	1991
	Milliarden US-Dollar								
Industrieländer insgesamt	- 78,6	-100,0	-15,4	- 39,5	- 43,8	0,9	- 7,9	-10,4	-16,6
USA	-106,3	- 92,1	- 8,6	-115,9	-108,1	-73,6	2,7	11,9	9,4
Japan	57,2	35,8	72,9	76,9	63,5	103,0	23,4	23,2	26,7
Europäische Gemeinschaft	6,6	- 7,9	-53,8	0,8	- 4,7	-35,7	- 1,6	- 7,6	-15,3
Belgien/Luxemburg	3,6	3,6	4,0	0,8	- 0,3	0,6	1,3	0,7	1,5
Dänemark	- 0,9	1,5	2,2	2,4	4,6	4,9	- 4,4	- 5,6	- 5,3
Deutschland	57,5	46,5	-19,7	76,2	69,9	21,3	11,8	17,3	17,8
Frankreich	- 4,7	- 9,7	- 6,1	- 10,7	- 13,7	-10,2	- 0,3	- 3,2	- 4,8
Griechenland	- 2,6	- 3,5	- 1,4	- 7,4	- 10,2	-10,3	- 1,5	- 1,6	- 1,7
Großbritannien	- 33,4	- 26,5	- 8,0	- 40,4	- 32,7	-18,0	6,7	5,9	2,7
Irland	0,4	0,9	1,9	3,3	3,0	3,2	- 4,5	- 4,8	- 5,0
Italien	- 10,7	- 14,2	-19,2	- 2,2	0,7	0,4	- 8,3	-13,4	-17,0
Niederlande	8,1	10,5	9,3	8,2	10,4	11,9	1,3	1,1	1,0
Portugal	0,2	- 0,2	- 0,8	- 4,9	- 6,8	- 7,8	- 0,7	- 0,2	0,0
Spanien	- 10,9	- 16,8	-16,0	- 24,5	- 29,6	-31,7	- 3,0	- 3,8	- 4,5
Übrige europäische Länder	- 1,0	- 2,5	5,7	- 9,9	- 11,0	-10,4	2,0	1,1	- 0,2
Finnland	- 5,8	- 6,7	- 5,9	- 0,2	0,8	- 2,0	- 2,9	- 3,7	- 4,0
Island	- 0,1	- 0,2	- 0,3	0,1	0,1	0,0	- 0,2	- 0,3	- 0,3
Norwegen	0,2	3,9	5,0	3,8	7,8	9,0	- 2,6	- 2,7	- 2,8
Österreich	0,1	1,0	- 0,3	- 6,6	- 8,0	-12,0	- 1,1	- 1,1	- 1,8
Schweden	- 3,4	- 6,5	- 2,0	3,7	4,0	6,8	- 2,2	- 4,1	- 4,0
Schweiz	7,0	8,6	8,9	- 6,5	- 6,1	- 4,9	12,7	14,9	14,8
Türkei	1,0	- 2,6	0,3	- 4,2	- 9,6	- 7,3	- 1,7	- 1,9	- 2,1
Übrige Industrieländer	- 35,1	- 33,3	-31,6	8,6	16,5	17,6	-34,4	-39,0	-37,2
Australien	- 17,9	- 15,2	-10,3	- 4,0	0,0	3,4	-12,2	-13,9	-13,4
Kanada	- 17,5	- 18,8	-23,4	6,0	9,4	6,4	-17,9	-20,5	-20,1
Neuseeland	- 1,3	- 1,6	- 0,6	1,0	0,8	1,5	- 1,7	- 1,9	- 1,7
Südafrika	1,6	2,3	2,7	5,6	6,3	6,3	- 2,6	- 2,7	- 2,0
Schwellenländer Asiens	24,1	14,5	9,9	19,3	7,5	2,8	2,7	4,7	6,2
Hongkong	5,1*	3,5*	2,5*	1,0	- 0,3	- 1,7	n.v.	n.v.	n.v.
Singapur	2,5	2,4	4,2	- 2,5	- 5,1	- 4,1	0,2	1,3	1,8
Südkorea	5,1	- 2,2	- 8,8	4,6	- 2,0	- 7,1	- 1,3	- 1,0	- 0,6
Taiwan	11,4	10,8	12,0	16,2	14,9	15,7	3,8	4,4	5,0

* Saldo des Warenhandels und der nicht faktorgebundenen Dienstleistungstransaktionen.
 Quellen: IWF; OECD; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Aufgrund der steigenden Nettoverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland und der Verschiebungen im internationalen Zinsgefüge hatten Italien und Spanien per saldo höhere Kapitalertragszahlungen zu leisten. Das Defizit in der italienischen Kapitalertragsbilanz erreichte im vergangenen Jahr \$ 17 Mrd. und war damit doppelt so hoch wie zwei Jahre zuvor.

Übrige Industrieländer

Die wirtschaftliche Situation in Australien, Kanada, Neuseeland und Südafrika wies im vergangenen Jahr gewisse Gemeinsamkeiten auf. In allen Ländern war die Inlandsnachfrage sehr schwach, und die Terms of trade verschlechterten sich. Aber nur Kanada verzeichnete einen weiteren Anstieg seines Leistungsbilanzdefizits, das jetzt größer ist als in allen anderen Industrieländern. Der Leistungsbilanzüberschuß Südafrikas stieg auf 2½% des Bruttoinlandsprodukts, während sich die Defizite Australiens und Neuseelands verringerten.

Im zweiten Jahr in Folge stand hinter der Exportstärke Südafrikas ein großer Anstieg der Ausfuhren von Fertigwaren, die inzwischen beinahe 20% der Exporte (ohne Gold) ausmachen und damit gegenüber 1987 rund 5 Prozentpunkte gewonnen haben. Gleichzeitig war das Land aufgrund finanzieller Engpässe weiterhin gezwungen, die Ausweitung der Nachfrage zu zügeln, um den Importbedarf zu begrenzen. All dies trug zur Verbesserung der Leistungsbilanz bei, und die Auslandsverschuldung konnte auf unter 20% des Bruttoinlandsprodukts gesenkt werden, nachdem sie 1985 noch 43% betragen hatte.

Sowohl in Australien als auch in Neuseeland wurde die Importnachfrage durch einen starken Rückgang der Inlandsausgaben zurückgedrängt. Dagegen verstärkte sich das reale Exportwachstum in beiden Ländern spürbar; dies ist nicht zuletzt auf die jüngste Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit bei den Kosten und eine größere Importnachfrage aus Asien zurückzuführen. Australien konnte zum ersten Mal seit einem Jahrzehnt einen nennenswerten Außenhandelsüberschuß verbuchen.

Kanada mußte eine erhebliche Verschlechterung seiner internationalen Wettbewerbsposition hinnehmen; in dem Fünfjahreszeitraum bis Ende 1991 war der reale gewogene Wechselkurs (auf der Basis der Lohnstückkosten) um etwa ein Drittel gestiegen. Dies schlug sich natürlich auch in der Entwicklung des kanadischen Außenhandels nieder; das reale Wachstum der Fertigwarenxporte betrug in dem Zeitraum 1987–91 gut 3% jährlich und lag damit um 1½ Prozentpunkte unter der Zunahme der Einfuhren der Handelspartner. Im vergangenen Jahr trugen auch die Rezession in den USA und niedrige Rohstoffpreise erheblich zum rückläufigen Außenhandelsüberschuß bei. Die Nettoauslandsverbindlichkeiten betragen Ende 1991 etwa 40% des Bruttosozialprodukts; die Nettokapitalertragszahlungen an das Ausland beliefen sich im vergangenen Jahr auf \$ 20 Mrd.

Junge asiatische Industrieländer

Der aggregierte Leistungsbilanzüberschuß der asiatischen Schwellenländer sank im letzten Jahr weiter. Mit nahezu \$ 10 Mrd. entsprach der Überschuß im vergangenen Jahr weniger als 2% des Bruttoinlandsprodukts, nachdem er 1987 mit \$ 31 Mrd. (über 10% des BIP) einen Höchststand erreicht hatte. Die letztjährige Veränderung spiegelte größtenteils die Ausweitung des südkoreanischen Defizits auf über 3% des Bruttoinlandsprodukts wider; noch 1988 hatte das Land einen Überschuß in Höhe von 8% des Bruttoinlandsprodukts verbuchen können.

Sowohl in Taiwan als auch in Hongkong legte das Exportwachstum enorm

Überschuß in
Südafrika ...

... dagegen sin-
kendes Defizit in
Australien und
Neuseeland

Wettbewerbs-
fähigkeit Kanadas

Defizit Süd-
koreas steigt ...

... aber übrige
Schwellenländer
im Überschuß

zu, und da sich gleichzeitig die Investitionskonjunktur beschleunigte, nahmen auch die Importe deutlich zu. In *Taiwan* stiegen Exporte und Importe um rund 15%, so daß sich die Außenhandels- und Leistungsbilanzüberschüsse vergrößerten. Die Dynamik der taiwanischen Exporte wurde dadurch unterstützt, daß die über Hongkong geleiteten indirekten Exporte nach China um 45% zunahmen. Für *Hongkong* war der lebhafteste Handel mit China von noch größerer Bedeutung, wobei die Ausfuhr der in China produzierten Güter beträchtlich stieg, während die Ausfuhren rein inländischen Ursprungs stagnierten (s. die Tabelle auf S. 101).

Die Außenwirtschaftslage *Südkoreas* leidet noch immer unter dem Erbe der Jahre 1987–90, als die Wettbewerbsfähigkeit des Landes durch Lohnerhöhungen, Unruhen am Arbeitsmarkt und Währungsaufwertung empfindlich beeinträchtigt wurde. Die Importe stiegen im vergangenen Jahr real um 17%, beinahe doppelt so schnell wie die Exporte, und das Defizit in der Handelsbilanz vergrößerte sich um rund \$ 5 Mrd. Die Konjunkturschwäche in den Industrieländern wirkte sich negativ auf die Nachfrage nach elektronischen Gütern aus *Singapur* aus, aber die lebhafteste Wirtschaftstätigkeit in den Nachbarstaaten (insbesondere *Malaysia*) stützte bis weit in das Jahr 1991 hinein die Exporte insgesamt. Das Außenhandelsdefizit verringerte sich, während der Leistungsbilanzüberschuß zunahm.

Osteuropa: Außenhandel, Konvertibilität und Wechselkurse

Umorientierung des Handels Richtung Westen

Verlust billiger
Ölimporte ...

Nachdem das Tauschhandelssystem des RGW bereits 1990 auseinanderzufallen begonnen hatte, hörte es im Laufe des Jahres 1991 endgültig auf zu bestehen, was für alle osteuropäischen Länder enorme Preiserhöhungen für die Öl- und Erdgaslieferungen aus der ehemaligen Sowjetunion mit sich brachte. Höhere Preise und die notwendige Abwicklung in harter Währung zwangen die meisten osteuropäischen Länder, ihren Energieverbrauch drastisch einzuschränken, und diese Entwicklung wurde durch den starken Rückgang der Inlandsnachfrage und der Industrieproduktion in praktisch allen Ländern verstärkt. In Osteuropa insgesamt (ohne Ostdeutschland) gingen die Ölimporte aus der Sowjetunion real um beinahe die Hälfte zurück (s. die Tabelle auf S. 95).

... Zusammen-
bruch
traditioneller
Exporte ...

Der Zerfall des RGW hatte als zweite Konsequenz den Zusammenbruch der sowjetischen Nachfrage nach osteuropäischen Gütern zur Folge. Die sowjetischen Zentralbehörden steckten in einer akuten Devisenkrise; Versuche, besondere bilaterale Vereinbarungen zu schließen, um den Handel mit der Sowjetunion in einem gewissen Rahmen aufrechtzuerhalten, waren im allgemeinen von keinem großen Erfolg gekrönt.

... und
Umorientierung
der Exporte ...

Aufgrund dieser neuen Situation wurde es für die osteuropäischen Länder um so dringlicher, sich nach langjähriger faktischer Isolation von den internationalen Märkten nun wirtschaftlich umzuorientieren. Mit Ausnahme Jugoslawiens (das seinen Außenhandel schon lange zuvor auf den Westen ausgerichtet hatte) verzeichneten alle Länder seit vielen Jahren stetig sinkende Marktanteile in den Ländern der OECD (s. die Grafik auf S. 100). Außerdem lag das Schwergewicht bei ihren Exporten in hohem Maße auf Gütern mit geringer

Handel Osteuropas mit den Industrieländern								
	1988	1989	1990	1991				
				Jahr ¹	1.Q.	2.Q.	3.Q.	4.Q. ¹
Milliarden US-Dollar								
Exporte								
Ehemalige Sowjetunion	20,2	22,3	27,2	26,5	29,6	26,9	24,3	25,3
Ehemaliges Jugoslawien	8,8	9,7	11,7	10,8	12,0	11,0	10,5	9,6
Übriges Osteuropa	17,7	18,9	22,4	24,7	24,2	23,0	25,6	26,3
Bulgarien	0,7	0,8	1,0	1,2	1,2	1,2	1,3	1,1
Polen	5,5	5,9	8,6	9,0	9,4	8,2	9,4	9,2
Rumänien	3,9	3,8	2,6	2,3	2,2	2,1	2,2	2,6
Tschechoslowakei	3,7	4,0	4,7	5,9	5,1	5,3	6,4	6,9
Ungarn	3,9	4,4	5,5	6,3	6,3	6,2	6,3	6,5
Importe								
Ehemalige Sowjetunion	21,7	25,6	23,8	22,0	20,5	19,4	23,7	25,1
Ehemaliges Jugoslawien	8,9	10,1	13,9	10,5	14,1	11,1	9,2	7,9
Übriges Osteuropa	16,3	18,2	22,0	28,4	28,9	27,3	28,7	28,2
Bulgarien	2,4	2,4	1,6	1,7	1,6	1,5	1,7	1,8
Polen	5,0	6,2	7,7	12,1	12,5	11,6	12,4	12,0
Rumänien	1,3	1,2	2,4	2,3	2,3	1,9	2,6	2,5
Tschechoslowakei	3,6	3,7	4,9	5,9	6,9	5,5	5,7	5,7
Ungarn	4,0	4,7	5,4	6,4	6,5	6,8	6,3	6,2
Saldo								
Ehemalige Sowjetunion	-1,5	-3,3	3,4	4,5	9,1	7,5	0,6	0,2
Ehemaliges Jugoslawien	-0,1	-0,4	-2,2	0,3	-2,1	-0,1	1,3	1,7
Übriges Osteuropa	1,4	0,7	0,4	-3,7	-4,7	-4,3	-3,1	-1,9
Bulgarien	-1,7	-1,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	-0,7
Polen	0,5	-0,3	0,9	-3,1	-3,1	-3,4	-3,1	-2,8
Rumänien	2,6	2,6	0,2	0,0	-0,1	0,2	-0,4	0,1
Tschechoslowakei	0,1	0,3	-0,2	0,0	-1,8	-0,2	0,7	1,2
Ungarn	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	-0,2	-0,6	0,0	0,3
Nachrichtlich:				1990 = 100				
Importe der Industrieländer ²	76,9	83,6	100,0	101,2	104,6	98,8	101,4	99,2
Anmerkungen:								
i) Angaben basieren auf cif-Einfuhrdaten der OECD, durch Multiplikation mit 0,96 in fob-Angaben umgerechnet.								
ii) Handel Ostdeutschlands ausgeklammert.								
iii) Bilateraler Handel zwischen der ehemaligen Sowjetunion und Finnland nicht berücksichtigt.								
iv) Quartalsangaben auf Jahreswerte hochgerechnet und (mit Ausnahme der Exporte Rumäniens) saisonbereinigt. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.								
¹ Teilweise geschätzt. ² Importe der Industrieländer gewichtet nach deren Bedeutung als Exportmarkt für die osteuropäischen Länder.								
Quellen: OECD; Statistisches Bundesamt (Deutschland); eigene Schätzungen.								

Einkommenselastizität bei der Nachfrage; über zwei Drittel ihrer Ausfuhren entfielen auf Agrarprodukte, Rohstoffe oder Halbwaren, deren Märkte von den OECD-Ländern oftmals am stärksten abgeschirmt werden.

Trotz dieser Hindernisse haben sich die Ausfuhren in die Industrieländer stark ausgeweitet. Der Dollarwert der osteuropäischen Exporte (ohne das ehemalige Jugoslawien) in die OECD-Länder stieg 1991 um rund 10%, nachdem bereits 1990 eine Zunahme um 18% zu verzeichnen war. Vergleicht man dieses

... Richtung
Westen

Ergebnis mit dem Importwachstum in den Industrieländern (s. die gegenüberstehende Tabelle), so kann man vermuten, daß der Marktanteil Osteuropas im vergangenen Jahr erneut gewachsen ist.

Einige Sonderfaktoren ...

Vermutlich wurden jedoch die Exporte durch ein Zusammentreffen wohl einmaliger Faktoren aufgebläht. Da die Unternehmen in Kommandowirtschaften gemeinhin überhöhte Lagervorräte hielten, könnte das massive Abstoßen von Lagerbeständen anlässlich der Preisfreigabe durchaus einen Exportschub verursacht haben. Zweitens könnten Güter zu unter den Kosten liegenden Preisen exportiert worden sein, weil es an einer effektiven Gewinnorientierung fehlte. Drittens war angesichts der tiefen Rezession in ganz Osteuropa der Export in den Westen praktisch die einzige Alternative.

... aber preisliche Wettbewerbsfähigkeit ist entscheidend

Diejenigen Länder, die 1991 ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit wahren konnten, schnitten viel besser ab als diejenigen, denen dies nicht gelang. Dank der niedrigen Inflationsrate konnte die *Tschechoslowakei* einen großen Teil der durch die Abwertung im Jahr 1990 gewonnenen Wettbewerbsfähigkeit aufrechterhalten, *Polen* hingegen nicht. Die tschechoslowakischen Exporteure waren 1991 am erfolgreichsten; ihre Ausfuhren in die Industrieländer nahmen um rund ein Viertel zu und erfuhren in der zweiten Jahreshälfte offenbar noch zusätzlichen Auftrieb. Dagegen brachte es *Polen* nur zu einem mäßigen Anstieg. *Ungarn*, dessen internationale Wettbewerbsposition sich bei weitem nicht so stark verschlechterte wie die *Polens*, verbuchte ein Exportwachstum von 15%.

Die Wettbewerbsposition scheint sich auch auf die Verteilung der Importe aus den Industrieländern ausgewirkt zu haben. Die polnischen Importe stiegen etwa um die Hälfte, wobei in der ersten Jahreshälfte eine besonders lebhaft Konsumgüternachfrage verzeichnet wurde. Dies brachte den erheblichen Überschuß *Polens* aus dem Handel in konvertibler Währung praktisch zum Verschwinden.

Die Handelsbilanz *Jugoslawiens*, die sich 1990 nach einer enormen realen Aufwertung des Dinars stark verschlechtert hatte, dürfte sich 1991 wieder erholt haben, als der Außenhandel durch den Bürgerkrieg und vom Ausland verhängte Embargos stark beeinträchtigt wurde. Umfangreiche kurzfristige Kapitalabflüsse und die Bedienung der Auslandsverbindlichkeiten führten zu einem Verlust an Devisenreserven von rund \$ 3 Mrd.

Konvertibilität und Wechselkurspolitik

In der alten Planwirtschaft waren die offiziellen Wechselkurse stark überhöht, und die Außenhandelstransaktionen wurden streng kontrolliert. Die Liberalisierung des Handels und entschlossene Schritte auf dem Weg zur Leistungsbilanzkonvertibilität waren daher Schlüsselemente des Reformprozesses in praktisch allen ehemaligen RGW-Staaten.

Handelsbeschränkungen reduziert ...

Überall wurden mengenmäßige Importrestriktionen abgebaut, doch wird die inländische Wirtschaft weiterhin durch von Land zu Land stark unterschiedliche Zölle geschützt. Die meisten direkten Exportsubventionen wurden abgeschafft. In einigen Fällen, in denen die Inlandspreise für Nahrungsmittel und Rohstoffe nicht freigegeben wurden, blieben Exportbeschränkungen bestehen. Der Übergang zum liberalen Handel wurde rasch und radikal vollzogen; die jetzt in

der Tschechoslowakei, Ungarn und Polen geltenden Handelssysteme brauchen einen Vergleich mit denen in einer Reihe von Industrieländern keineswegs zu scheuen.

Der rasche Fortschritt auf dem Weg zur Konvertibilität im Warenverkehr hat die internationale Wirtschaftslandschaft Osteuropas verwandelt. Anfang 1991 waren die Währungen Jugoslawiens, Polens, der Tschechoslowakei und Ungarns für den Erwerb ausländischer Güter durch inländische Unternehmen fast vollständig konvertibel. Um den Zufluß ausländischer Direktinvestitionen zu fördern, haben die meisten Länder außerdem recht liberale Bestimmungen für die Repatriierung von Gewinnen und Dividenden eingeführt. Die noch geltenden Beschränkungen betreffen zumeist Dienstleistungstransaktionen (z.B. die Zuteilung von Devisen für Auslandsreisen) und den Kapitalverkehr. Im allgemeinen müssen die inländischen Unternehmen ihre Devisenerträge abliefern, und die Möglichkeit für Gebietsfremde, Bankkonten in inländischer Währung zu eröffnen, bleibt begrenzt. Die Unterschiede zwischen dem offiziellen und dem parallelen Wechselkurs halten sich im allgemeinen in engen Grenzen.

Von den anderen Ländern, die sich in der Übergangsphase zur Marktwirtschaft befinden, schaffte *Bulgarien* im Februar 1991 die multiplen Wechselkurse ab. *Rumänien* behielt zunächst noch ein zweistufiges Wechselkurssystem bei, wobei der offizielle Kurs „lebenswichtigen“ industriellen Vorleistungen vorbehalten war. Zwar wurden die Wechselkurse im November 1991 im Prinzip auf der Basis eines im Auktionswege bestimmten Interbankmarktkurses (der ein Drittel des offiziellen Kurses beträgt) vereinheitlicht, doch ging in der Praxis die Devisenrationierung weiter.

Dennoch waren Tempo und Ausmaß der Fortschritte auf dem Weg zur Konvertibilität in Osteuropa bemerkenswert, und das um so mehr, wenn man die sehr unterschiedlichen wirtschaftlichen Gegebenheiten in den einzelnen Ländern betrachtet, denen sich die Verantwortlichen jeweils gegenübersehen. Sowohl Polen als auch Jugoslawien führten die Konvertibilität im Warenverkehr zu einem festen nominalen Wechselkurs in einer Situation extrem hoher inländischer Inflationsraten ein. In beiden Ländern hielten die privaten Haushalte von Beginn an einen großen Teil ihrer Ersparnisse auf Bankkonten in Fremdwährung; darüber hinaus wurden für viele inländische Transaktionen Devisen verwendet.

Angesichts sich beschleunigender Inflationsraten (die Preise stiegen um über 40% monatlich) hatten die jugoslawischen Behörden beschlossen, Anfang 1990 zu einem Wechselkurs von Din 7 je D-Mark die Konvertibilität des Dinars einzuführen. Ein beträchtlicher Leistungsbilanzüberschuß trug dazu bei, diesen Wechselkurs zu stützen. Die Fortsetzung hoher inländischer Inflation hatte jedoch zur Folge, daß sich der reale gewogene Wechselkurs bis Ende 1990 verdoppelte (s. die folgende Grafik). Als sich der Leistungsbilanzsaldo in ein Defizit umkehrte, wurden die Devisenkontrollen verschärft. Zwei deutliche Abwertungen im ersten Halbjahr 1991 konnten dieser realen Aufwertung nicht dauerhaft entgegenwirken. Danach ließen das verstärkte Aufblühen des Bürgerkriegs – mit Versorgungsmängeln und galoppierender Inflation – sowie die Einführung eigener Währungen in Slowenien und Kroatien den offiziellen Wechselkurs immer mehr zu einer Fiktion werden. Durch eine Serie von Abwertungen im laufenden Jahr verschlechterte sich der offizielle Wechselkurs von Din 13 auf

... mit großen Fortschritten Richtung Konvertibilität ...

... auch in den Ländern im Frühstadium des Übergangs

Feste nominale Wechselkurse ...

... in Jugoslawien ...



Din 200 je D-Mark im April; angesichts der außer Kontrolle geratenen Inflation war der Dinar auf den Parallelmärkten noch wesentlich billiger.

... und Polen ...

Die Politik Polens wich von der Jugoslawiens insofern ab, als der Übergang zur Konvertibilität von einer massiven Abwertung des Zloty begleitet wurde; der neue offizielle Wechselkurs wurde sogar unter dem Kurs am Parallelmarkt festgesetzt. Obgleich diese Strategie die Verteidigung des Wechselkurses in den unmittelbar auf die Einführung der Konvertibilität folgenden Monaten erleichterte und auf den zu seiner Stützung eingerichteten internationalen Stabilisierungsfonds von \$ 1 Mrd. nicht zurückgegriffen wurde, ging die daraus resultierende Verbesserung der Wettbewerbsposition durch die weiterhin hohe Inflation doch rasch wieder verloren. Durch die Festlegung eines so niedrigen Wechselkurses verschärfte sich die Inflation sogar noch. Ende 1990 war der reale gewogene Wechselkurs schließlich höher als vor der Abwertung. Dennoch widerstanden die Währungsbehörden dem erneuten Abwertungsdruck bis Mai 1991 und hielten am Grundsatz eines festen nominalen Wechselkurses fest, bis im Oktober das Prinzip der stufenweisen Paritätsanpassung („crawling peg“) eingeführt wurde, das eine monatliche Abwertung von bis zu 1,8% zuließ. Durch diese Kursänderung wurde die enorme reale Aufwertung der beiden vergangenen Jahre jedoch nicht beseitigt. Anfang 1992 stieg der reale gewogene Wechselkurs, der ungefähr um 40% höher lag als 1989, aufgrund der hohen

... mit enormer realer Aufwertung verbunden

inländischen Inflationsrate noch immer an; im Februar folgte eine weitere Abwertung.

Dem Übergang der Tschechoslowakei zur Konvertibilität Anfang 1991 gingen im Jahr 1990 drei beträchtliche Abwertungen voraus. Auch hier legten die Währungsbehörden einen an einen Währungskorb gebundenen fixen nominalen Wechselkurs fest, der seither beibehalten wurde. Anders als in Polen kehrte sich hier die 1990 erfolgte reale Abwertung der Währung im vergangenen Jahr nur zum Teil um, da die inländische Preisentwicklung – nach der Einmalanpassung der Preise Anfang des Jahres – dank einer straffen Finanz-, Geld- und Lohnpolitik erheblich flacher verlief.

Tschechoslowakei

Ungarn, das sich schon seit vielen Jahren erfolgreich auf dem Weg zur Konvertibilität befand, hat ebenfalls einen festen nominalen Wechselkurs mit periodischen Anpassungen beibehalten. Die vorgenommenen Abwertungen – um 15% im Januar 1991 und noch einmal um 5,8% im November – waren jedoch wesentlich geringer als das Inflationsgefälle zu den Handelspartnern des Landes; Ende 1991 lag der reale gewogene Wechselkurs fast 20% über seinem Durchschnitt im Jahr 1989. Die Abwertung um 1% im März 1992 ist Ausdruck der neuen Politik kleinerer und weniger vorhersehbarer Anpassungen.

Ungarn

Chronische Reserveknappheit veranlaßte Bulgarien, den Wechselkurs nach der Abschaffung des alten Systems multipler Wechselkurse frei schwanken zu lassen. Der freigegebene Wechselkurs stieg rasch auf ein deutlich über dem bisherigen Parallelmarktkurs liegendes Niveau.

Bulgarien

Eine auffällige Gemeinsamkeit der Entwicklung aller Länder Osteuropas ist die Erfahrung, daß die Einführung eines erheblichen Grades an Konvertibilität bei gleichzeitigem zumindest vorübergehendem Festhalten an einem fixen nominalen Wechselkurs leichter war, als man seinerzeit befürchtet hatte, und zwar selbst dann, wenn die Länder einer Hyperinflation gefährlich nahe waren. Aber die Beibehaltung eines festen nominalen Wechselkurses brachte nicht die erhoffte Preisdisziplin, wenn sie nicht durch eine restriktive Finanzpolitik oder eine strenge Einkommenspolitik unterstützt wurde. Sowohl in Polen als auch in Jugoslawien war die – wenngleich rückläufige – inländische Inflation noch immer hoch genug, um im ersten Jahr fester nominaler Wechselkurse zu einem Anstieg des realen Wechselkurses von über 100% zu führen.

Instabilität des realen Wechselkurses

Eine solche Volatilität des *realen* Wechselkurses mußte zwangsläufig die internationalen Preissignale für die inländischen Wirtschaftsakteure – Verbraucher wie Produzenten – verwischen und hat es der inländischen Wirtschaft sehr schwer gemacht, sich auf die internationalen Märkte einzustellen. Insbesondere wird der Übergang zur Marktwirtschaft durch eine zu hohe Bewertung der Währung zu einem langsamen und schmerzhaften Prozeß.

Sowjetunion: Auflösung und Handelsentwicklung

Außenhandel, Kapitalflucht und der Rubel

Über die Außenhandelsentwicklung der Sowjetunion im vergangenen Jahr besteht große Unklarheit. Nach den – in der gegenüberstehenden Tabelle zusammengefaßten – Daten der Internationalen Energie-Agentur dürfte das Volumen der Ölexporte in die OECD-Länder um rund ein Viertel zurückgegangen sein,

Sowjetische Ölexporte rückläufig ...

da die Ölproduktion erheblich beeinträchtigt wurde. Da darüber hinaus die Ölpreise auf dem Weltmarkt im letzten Jahr wesentlich niedriger waren als 1990, gingen die sowjetischen Exporte nominal noch stärker zurück. Die Importe verminderten sich jedoch anscheinend noch mehr als die Exporte, so daß der Handelsbilanzüberschuß der Sowjetunion gegenüber den Industrieländern offenbar zunahm. Die Erträge in konvertibler Währung nahmen ebenfalls zu, da die ehemaligen RGW-Länder verpflichtet wurden, ihre Energieimporte, die zuvor zu viel zu niedrigen Preisen abgewickelt worden waren, in harter Währung zu begleichen. Die Bemühungen, den Schuldendienstverpflichtungen nachzukommen, führten zu einem ausgeprägten Rückgang der Einfuhren; die Importe aus Osteuropa nahmen stark ab, da die Behörden praktisch alle Exporterlöse in harter Währung einzubehalten suchten. Auch der Tauschhandel wurde verboten, um künftige Exporterlöse für die Bedienung der Auslandsschulden zu sichern. Ende 1991 stand fest, daß die Zentralbehörden nicht in der Lage sein würden, den Tilgungsverpflichtungen gegenüber dem Ausland nachzukommen; daraufhin wurde mit den ausländischen Gläubigern ein Zahlungsaufschub vereinbart (s. Kapitel III).

... und Importe gedrückt

Schuldendienst-aufschub

Abwertung

Es wurden weitere – zunächst zögernde und später radikale – Schritte unternommen, um die Überbewertung des Rubels zu korrigieren. Im November 1990 wurde für viele, jedoch nicht alle Leistungsbilanztransaktionen ein neuer kommerzieller Kurs von etwa Rbl 1,7 je Dollar (ein Drittel des offiziellen Kurses von Rbl 0,55) festgesetzt; dieser Kurs wurde während des größten Teils des Jahres 1991 beibehalten. Ein besonderer Touristenkurs, der bereits im November 1989 eingeführt worden war und zunächst ein Zehntel des offiziellen Kurses betragen hatte, wurde 1991 stark herabgesetzt und lag Ende des Jahres unter Rbl 100. Der Wechselkurs, der sich an dem sehr umsatzschwachen – ebenfalls im November 1989 eingeführten – Auktionsmarkt bildete, sank schließlich von Rbl 9 bei der ersten Auktion auf rund Rbl 23 Ende 1990 und etwa Rbl 170 Ende 1991.

Die Spanne zwischen dem kommerziellen Wechselkurs und den Kursen an anderen Märkten weitete sich auf diese Weise im Jahresverlauf drastisch aus, und die Exporteure waren immer weniger bereit, ihre Devisenerlöse zum kommerziellen Wechselkurs abzuliefern. So wuchs der Anreiz, die Exporterlöse zu niedrig anzugeben und die Differenz auf Konten im Ausland zu halten. Gleichzeitig

Ölproduktion und -handel ¹ der ehemaligen Sowjetunion					
	1988	1989	1990	1991	1992 1.Q. ²
Millionen Barrel pro Tag					
Produktion	12,6	12,3	11,5	10,4	9,6
Offensichtlicher Verbrauch	8,9	8,8	8,4	8,3	8,2
Exporte	3,7	3,5	3,1	2,1	1,4
darunter an:					
OECD-Länder ³	2,24	2,02	1,98	1,50	0,90
Europa ohne OECD ⁴	1,25	1,20	0,90	0,50	0,40

¹ Ohne Wiederausfuhr von Rohöl nicht-sowjetischen Ursprungs. ² Geschätzt. ³ Einschl. Ostdeutschland. ⁴ Meist osteuropäische Länder.
Quelle: Internationale Energie-Agentur.

verstärkte sich die Unsicherheit über die Zukunft der Sowjetunion. Durch diese Faktoren verringerten sich die Devisenzuflüsse an die Zentralbehörden, und es scheint in größerem Maße eine Kapitalflucht ins Ausland stattgefunden zu haben.

Kapitalflucht

Anfang 1992 wurde der Außenhandel radikal liberalisiert; die Importe wurden freigegeben, und Exportkontingente gab es im wesentlichen nur noch für Energieprodukte. Im Rahmen dieser Reformen wurde ferner der kommerzielle Wechselkurs auf Rbl 110 abgewertet. Es wurde jedoch weiterhin ein System multipler Wechselkurse beibehalten; so müssen die Exporteure z.B. zwei Fünftel ihrer Exporterlöse zum Doppelten des kommerziellen Kurses (d.h. Rbl 55 je Dollar) abliefern. In den ersten Monaten des Jahres 1992 wiesen die von Marktfaktoren beeinflussten Wechselkurse häufig große Ausschläge auf und wichen stark von den verschiedenen offiziellen Kursen ab; die Exporteure lieferten den Behörden Devisenerlöse weiterhin nicht ab. Gegen Ende April gab die russische Regierung jedoch ihre Absicht bekannt, die verschiedenen Wechselkurse bis Jahresmitte zu vereinheitlichen und dann den Außenwert des Rubels zu stabilisieren, den Kurs aber innerhalb einer breiten Fluktuationsspanne um einen noch zu bestimmenden zentralen Kurs oder Kurspfad schwanken zu lassen. Um diesen Weg zu unterstützen, äußerte die Zehnergruppe Ende April ihre Bereitschaft, durch Rückgriff auf die Allgemeinen Kreditvereinbarungen \$ 6 Mrd. zu einem Stabilisierungsfonds für den Rubel beizutragen.

Volatile Wechselkurse ...

... und wirtschaftspolitische Absichten

Das Dilemma der Verflechtung zwischen den Republiken

Zu den externen Problemen sind besondere Schwierigkeiten hinzugekommen, die durch das Auseinanderfallen der Sowjetunion in fünfzehn Nachfolgestaaten entstanden sind. Das Erbe der Zentralverwaltungswirtschaft ist eine durch extreme Spezialisierung und Monopole gekennzeichnete Volkswirtschaft; in vielen Fällen waren nur ein oder zwei Unternehmen oder gar Fabriken für die Produktion einer bestimmten Ware für die gesamte Union zuständig. Diese Spezialisierung reichte über die Grenzen der einzelnen Republiken hinweg und führte zu einem außerordentlich hohen Anteil des Handels zwischen den Republiken; die Exporte an andere Republiken machten oft 40–50% des Bruttoinlandsprodukts aus (s. die folgende Tabelle). Die Spezialisierung erfaßte auch den Standort von Transporteinrichtungen, insbesondere von Häfen und Pipelines, so daß diejenigen Republiken, auf deren Gebiet sich diese Einrichtungen befinden, möglicherweise sehr hohe Benutzungsgebühren erheben werden.

Abhängigkeit vom Handel zwischen den Republiken ...

Gleichzeitig sah die Planwirtschaft kaum Exporte von Fertigwaren in Länder außerhalb der Union vor. Die Sowjetunion exportierte zumeist solche Güter, deren Ausfuhr sich angesichts der Rohstoffvorräte beinahe aufdrängte: Öl, andere Rohstoffe und halbfertige Erzeugnisse wie z.B. Metalle. Republiken, die nicht über solche Ressourcen verfügten, hatten kaum Exporte in Länder außerhalb der Union zu verzeichnen. Am meisten exportierte Rußland aufgrund seiner reichen Öl- und Erdgasvorkommen.

Dadurch, daß Rußland die anderen Republiken zu einem Bruchteil der Weltmarktpreise mit Energie versorgte und ein guter Abnehmer ihrer – gewöhnlich qualitativ minderwertigen – Fertigerzeugnisse war, blieben die übrigen Republiken noch stärker von der Realität an den internationalen Märkten iso-

... zu verzerrten Preisen

Handelsbeziehungen zwischen den ehemaligen Sowjetrepubliken ¹						
	Export			Außenhandelsaldo		
	zwischen den Republiken	ins Ausland	insgesamt	zu Inlandspreisen	weltmarktpreisbereinigt	zu Weltmarktpreisen
	in Prozent des BIP					
Ehemalige Sowjetunion	21,1	5,4	26,5	- 5,8	6,0	0,2
Rußland	13,0	6,2	19,2	- 6,2	12,0	5,8
Ukraine	28,2	4,8	33,0	- 2,1	0,1	- 2,0
Weißrußland und Moldau	48,9	4,2	53,1	2,3	-12,1	- 9,8
Baltische Republiken ²	45,5	4,4	49,9	-10,7	-12,1	-22,8
Kaukasus ³	41,8	2,4	44,2	- 1,6	- 8,5	-10,1
Asien ⁴	28,1	3,4	31,5	-13,5	0,6	-12,9

¹ 1988. Den Berechnungen liegt für alle Republiken dasselbe Verhältnis zwischen BIP und materieller Produktion (netto) zugrunde. Regionale Durchschnitte berechnet anhand der Gewichte der materiellen Produktion (netto) von 1988. ² Estland, Lettland und Litauen. ³ Armenien, Aserbaidschan und Georgien. ⁴ Kasachstan, Kirgistan, Tadschikistan, Turkmenistan und Usbekistan.
Quelle: IMF et al., A Study of the Soviet Economy.

liert. Würde man dem Handel der Republiken untereinander normale kommerzielle Maßstäbe zugrundelegen – Weltmarktpreise und internationalen Wettbewerb –, so ergäben sich für Rußland enorme Terms-of-trade-Gewinne und für fast alle anderen Republiken erhebliche Verluste. Die potentiellen mittelfristigen Vorteile einer Einführung von Weltmarktpreisen sind für Rußland sogar noch größer: Der übermäßige inländische Energieverbrauch könnte vermindert, die Produktion angeregt und der Export erhöht werden. Die anderen Republiken kämen schlechter weg. Weißrußland und die baltischen Staaten, deren Energieversorgung in starkem Maße von Rußland abhängig ist, würden besonders schwer getroffen, und praktisch alle Republiken müßten große Außenhandelsdefizite hinnehmen, die oft mehr als 10% des Bruttoinlandsprodukts ausmachen würden.

Bedarf für Anpassung an Terms-of-trade-Verluste ...

Dieses Dilemma stellt die Wirtschaftspolitik vor viele schwierige Herausforderungen. Für die erforderliche Anpassung an Terms-of-trade-Verluste bedarf es einer restriktiven makroökonomischen Politik zur Verminderung der inländischen Güternachfrage, höherer Energiepreise zur Förderung des Energieparens und möglicherweise realer Abwertungen der Währung zur Stimulierung der Auslandsnachfrage. Die bestehenden Ungleichgewichte sind so groß, und die Isolation von den Weltmärkten hat so lange bestanden, daß sich der Nutzen einer realen Währungsabwertung später manifestieren wird, als dies in marktorientierten Volkswirtschaften der Fall wäre. Daher dürfte eine Übergangsfinanzierung der Leistungsbilanzdefizite durch das Ausland vonnöten sein, während die Anpassungsmaßnahmen durchgeführt werden. Im April 1992 gaben die Regierungen der wichtigsten Industrieländer ihre Absicht bekannt, ein Paket von etwa \$ 18 Mrd. an externer Finanzhilfe für Rußland zu unterstützen und auch für die anderen Republiken ähnliche Maßnahmen zu prüfen.

Die zweite Herausforderung besteht darin, daß Regeln für den Handel zwischen den Republiken wie auch mit anderen Ländern vereinbart werden müssen. Der Übergang zu Weltmarktpreisen ist für einen effizienten und nichtdiskriminierenden Handel von wesentlicher Bedeutung. Für einen – grundsätzlich vorteilhaften – möglichst freien Handel spricht hier nicht nur ganz besonders die starke wechselseitige Abhängigkeit zwischen den einzelnen Republiken, sondern auch die Tatsache, daß viele Märkte von inländischen Monopolen beherrscht werden. Der starke Rückgang des Handels zwischen den Republiken, der im vergangenen Jahr einsetzte, hat sich in den ersten Monaten des Jahres 1992 offenbar noch verstärkt; zur Zeit beruht ein großer Teil des Handels noch auf Regierungsvereinbarungen, die zumeist noch aus der Zeit der zentralen Planwirtschaft stammen, und ist nicht das Ergebnis eines echten kommerziellen Handels zwischen Unternehmen. Ferner gibt es in den letzten Monaten immer mehr Anzeichen dafür, daß zwischen den Republiken Handelsschranken errichtet werden.

... Reform der Handelspolitik ...

Schließlich muß für die Abwicklung des Handels ein für alle Parteien akzeptables Zahlungsmittel geschaffen werden. Durch Stabilisierungsmaßnahmen und Fortschritte auf dem Weg zur externen Konvertibilität vermag der Rubel vielleicht im Prinzip diese Aufgabe zu erfüllen. Eine Reihe von Republiken haben jedoch die Absicht angekündigt, eine eigene Währung einzuführen, und dadurch dürfte das Währungsgebiet des Rubels letztlich zerfallen. Dies könnte aufgefangen werden, indem z.B. sichergestellt wird, daß die neuen Währungen zumindest für die meisten Verwendungszwecke im Außenhandel konvertibel werden. Wenn sich dies als kurzfristig nicht machbar oder unerwünscht erweist, könnte etwa ein besonderes Verrechnungssystem geschaffen werden, das zur Abwicklung des gegenseitigen Handels teils in konvertibler Währung und teils auf Kreditbasis dient. Ein solches System ermöglichte in den fünfziger Jahren den multilateralen Handel in Europa, als die meisten europäischen Länder unter akuter Dollarknappheit litten, die einen frühzeitigen Übergang zur Konvertibilität verhinderte. Ein Verrechnungsabkommen wäre keine einfache Lösung, weil die gewährten Kredite zurückgezahlt werden müßten; Voraussetzung wären stabile inländische Währungen und damit eine rigorose Wirtschaftspolitik, und es wären weitere Maßnahmen zur Bekämpfung der strukturellen Handelsbilanzungleichgewichte zwischen den einzelnen Republiken erforderlich. Aber es wäre dem Bilateralismus vorzuziehen, der sich derzeit zum typischen Merkmal des Handels zwischen den Republiken entwickelt.

... und Entwicklung von Zahlungssystemen

Chinas wachsende Rolle im Welthandel

Die Bedeutung Chinas im Welthandel hat während des letzten Jahrzehnts enorm zugenommen. Ein besonders starkes Exportwachstum gab es in den Jahren 1990 und 1991. Statistiken der Industriestaaten weisen für die chinesischen Exporte in die OECD-Länder zwischen 1985 und 1991 nahezu eine Ver vierfachung auf zuletzt mehr als \$ 50 Mrd. aus; da die Importe wertmäßig kaum gestiegen sind, verzeichnet Chinas Handel mit den Industriestaaten nunmehr einen hohen Überschuß (s. die Tabelle auf S. 101). Die amtliche chinesische Statistik veranschlagt den Leistungsbilanzüberschuß der letzten beiden Jahre auf jeweils ca. \$ 10 Mrd.; am Jahresende 1991 machten die Devisenreserven fast \$ 43 Mrd.

In China Exportboom ...

aus, verglichen mit \$ 17 Mrd. zwei Jahre zuvor. Allerdings gab es Anzeichen dafür, daß die anhaltend starke Importnachfrage und eine gewisse Abschwächung der Exporte gegen Jahresende 1991 und zu Beginn des Jahres 1992 diesen Überschuß langsam verminderten.

... und Verbesserung der Exportstruktur

Gleichzeitig änderte sich die Zusammensetzung der Warenexporte. Noch Mitte der achtziger Jahre bestanden die chinesischen Exporte hauptsächlich aus Rohstoffen und Halbfertigprodukten, aber 1990 betrug der Anteil der Fertigwaren an den Gesamtexporten bereits nahezu 60% (s. die rechte Seite der umstehenden Grafik). Der Erfolg Chinas steht in starkem Kontrast zur sehr schlechten Entwicklung der vormals kommunistischen Länder Europas in den vergangenen Jahren. Diese gute Leistung ist das Ergebnis der schrittweisen Außenhandelsliberalisierung, die 1978 begonnen worden war, einer wohlüberlegten Politik zur Förderung ausländischer Direktinvestitionen und der Festsetzung eines wettbewerbsfähigen Wechselkurses. Die Nähe zu Hongkong trägt zum hohen Tempo der Veränderung bei.

Durch Reformen Dezentralisierung des Handels ...

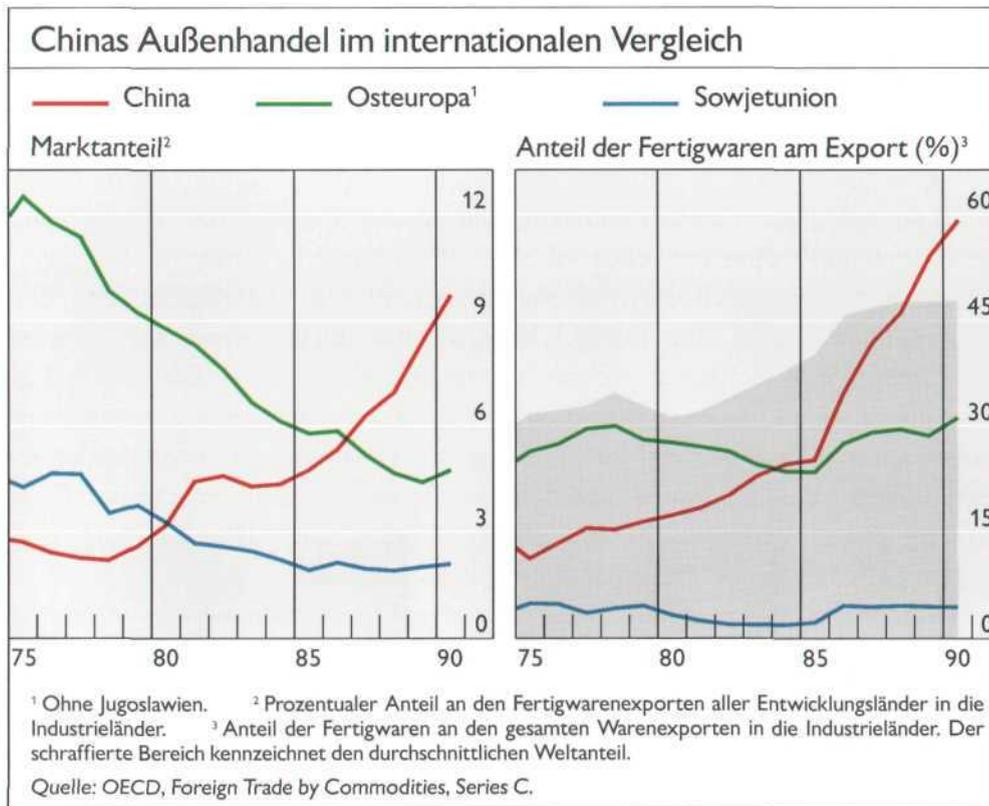
Der Einfluß der zentralen Planwirtschaft auf den Handel wurde auf zweifache Art nach und nach gelockert. Erstens wurde die Handelskontrolle dezentralisiert, und die lokalen Behörden sowie die inländischen Unternehmen erhielten immer mehr Eigenverantwortung. Die sehr starren Devisenbeschränkungen wurden gelockert, und die Exportunternehmen durften einen Teil ihrer Auslandseinnahmen behalten. Mit der Zeit vergrößerte sich dieser Anteil, so daß Ende der achtziger Jahre bereits mehr als die Hälfte außerhalb der zentralen Kontrolle war. Immer mehr Unternehmen erhielten die Befugnis zum Außenhandel: Während der Handel vor 1978 vom Zentralstaat bestimmt wurde und ausschließlich in den Händen von zwölf Außenhandelsgesellschaften lag, gab es Ende der achtziger Jahre bereits Tausende inländische Unternehmen, die international Handel trieben, wobei der größte Teil der Exporte nicht der zentralen Planung unterlag.

... Anregung ausländischer Direktinvestitionen ...

Zweitens öffnete sich das Land mehr gegenüber Direktinvestitionen aus dem Ausland. Zunächst waren solche Investitionen auf verschiedene Weise eingeschränkt: Das Hauptinstrument waren Joint ventures, und selbst diese konnten nur in bestimmten, als spezielle Wirtschaftszonen bezeichneten Gebieten betrieben werden. Ausländische Unternehmen mußten zudem ihre Fremdwährungspositionen glattstellen, eine Bestimmung, die den Rücktransfer von Gewinnen einschränkte und für die inländischen Märkte bestimmte Investitionen verhinderte. Darüber hinaus minderten die schlechte Infrastruktur und die Schwierigkeiten mit der Staatsbürokratie den Anreiz, in China zu investieren. Mit der Zeit wurden diese Restriktionen und Hemmnisse teilweise beseitigt: Es wurde gestattet, Unternehmen zu gründen, die ganz im ausländischen Eigentum standen, das Bewilligungsverfahren wurde vereinfacht und die Infrastruktur verbessert.

... und Förderung eines wettbewerbsfähigen Wechselkurses

Der geforderte Ausgleich von Fremdwährungspositionen wurde durch die Gründung eines beschränkten Devisenmarkts gegen Ende 1986 sehr erleichtert. Dieser Markt entwickelte sich in Form spezieller „Devisenanpassungszentren“ (Foreign Exchange Adjustment Centres, FEAC), wo ausländische Unternehmen inländische Währung gegen Devisen zu Marktkursen tauschen konnten, wodurch praktisch ein gespaltener Devisenkurs geschaffen wurde. Seit Beginn des



Jahres 1988 war es inländischen Unternehmen gestattet, ihre zurückbehaltenen Fremdwährungsbeträge in den FEAC zu wechseln. Obwohl der inländische Zugang zu den FEAC weiterhin staatlich kontrolliert wurde (und daher manipuliert werden konnte, um die Wechselkurse der Zentren zu beeinflussen), stieg das Transaktionsvolumen stetig. In den Jahren 1987–89, als die Behörden den offiziellen Wechselkurs konstant hielten, wurde der Yuan in diesen Zentren die meiste Zeit über mit einem sehr großen Abschlag gehandelt. Der Schwarzmarktkurs lag noch niedriger. Die Differenz verringerte sich aber durch zwei beträchtliche Herabsetzungen des offiziellen Kurses im Dezember 1989 und November 1990. Die Tatsache, daß der Unterschied zwischen diesen Kursen und dem Schwarzmarktkurs gegen Ende des Jahres 1991 nur noch weniger als 10% betrug, läßt eine Zusammenführung der Wechselkurse möglich erscheinen. Im gewogenen Mittel kam der offizielle Wechselkurs real auf einem Niveau zu liegen, das nur noch etwa ein Drittel seines Werts von vor der Reform ausmachte. Der wachsende Inflationsdruck zu Beginn des Jahres 1992 hat jedoch bewirkt, daß die Spanne zwischen Markt- und offiziellem Wechselkurs tendenziell wieder größer geworden ist.

Zunehmende ausländische Direktinvestitionen in den achtziger Jahren – von praktisch null zu Beginn der Dekade auf rund \$ 3–4 Mrd. jährlich in den letzten Jahren – spielten eine große Rolle für die Ausweitung des Außenhandels. Auf Hongkong entfielen mehr als die Hälfte der Direktinvestitionen aus dem Ausland, da Firmen aus Hongkong ihre Produktion in die Provinz Guangdong verlegten, um die Vorteile niedriger Lohnkosten zu genießen.

1990 hatten Hongkongs indirekte Exporte aus China das Volumen seiner direkten Exporte bereits überschritten (s. die folgende Tabelle). Hinzu kommt,

Rolle Hongkongs

China: Handels- und Kapitalverkehrsstatistik					
	1980	1985	1989	1990	1991 ¹
	Milliarden US-Dollar				
Leistungsbilanz	0,7	-11,4	-4,3	12,0	10,0
Handelsbilanz	-0,1	-13,1	-5,6	9,2	8,9
Exporte	18,2	25,1	43,2	51,5	59,6
Importe	18,3	38,2	48,8	42,4	50,7
Direktinvestitionen (netto)	0,1	1,1	2,6	2,7	n.v.
Zuflüsse	n.v.	1,7	3,4	3,5	4,3
Abflüsse	n.v.	0,6	0,8	0,8	n.v.
<i>Nachrichtlich:</i>					
<i>Handel mit Industriestaaten²</i>					
Saldo	-5,2	-10,8	9,9	20,7	27,3
Exporte	8,1	13,8	34,3	41,9	53,3
Importe	13,3	24,6	24,4	21,2	26,1
<i>Exporte Hongkongs</i>					
Eigene Exporte	13,7	16,7	28,7	29,0	29,7
Indirekte Exporte aus China	1,7	4,4	24,1	30,9	40,6
Andere indirekte Exporte	4,4	9,1	20,3	22,3	28,2

¹ Vorläufig und teilweise geschätzt. ² Auf Handelsdaten der OECD-Länder basierend. Importzahlen auf cif-Basis, durch Abzug einer fob/cif-Spanne von 8% auf fob angepaßt. Der chinesische Anteil an den indirekten Exporten Hongkongs wurde zumeist unter China ausgewiesen.

Quellen: Asian Development Bank; IMF, Balance of Payments Statistics; OECD, Monthly Statistics of Foreign Trade; World Bank, World Tables; Angaben der einzelnen Länder.

daß praktisch der gesamte Handel zwischen Taiwan und China – der ebenfalls rasch wächst – und der größte Teil des chinesisch-japanischen Handels über Hongkong abgewickelt wird. Darüber hinaus waren die Banken Hongkongs die Hauptanbieter von Finanzdienstleistungen für China. Kurzum, Hongkong ist es gelungen, die Möglichkeiten, die sich aus der kontrollierten Öffnung Chinas zur übrigen Welt ergaben, zu nutzen und im Laufe von nur wenigen Jahren eine dienstleistungsorientierte Wirtschaft aufzubauen. Gleichzeitig wurde China mit Investitionen von rund \$ 10 Mrd. der bedeutendste ausländische Investor in Hongkong, hauptsächlich im Dienstleistungssektor.

Weiterer Handlungsbedarf

Trotzdem ist Chinas Außenhandelsystem noch immer durch einen Merkantilismus charakterisiert, der einer bedeutenden Handelsnation nicht angemessen ist. Für eine Volkswirtschaft, die reich an Arbeitskräften, aber arm an Kapital ist, ist es nicht sinnvoll, durch große und beständige Leistungsbilanzüberschüsse Kapital zu exportieren. Darüber hinaus macht es die Komplexität des Subventionssystems und der Exporteuren diskretionär gewährten Vorteile unmöglich, abzuschätzen, inwieweit Exporte zu stark gefördert und unter ihrem tatsächlichen Wert verkauft werden. Importe werden noch immer durch ein undurchsichtiges Netz von Mengenbeschränkungen behindert. Während des letzten Jahrzehnts haben wiederkehrende Perioden von Übernachfrage zu meist temporären und oft nicht sehr transparenten Kontrollverschärfungen geführt. Hinzu kommt eine Übernachfrage nach Importen, die von einem dominierenden Staatssektor mit großzügigem Finanzgebaren ausgeht und durch administrative Maßnahmen eingeschränkt werden muß. Gleichwohl haben die chinesischen

Behörden, durch die Erfolge ihrer Handelsreform ermutigt, ihre Absicht erklärt, das Importlizenzsystem im Laufe des Jahres 1992 radikal einzuschränken und die Wirtschaft noch weiter zu öffnen. Diese Schritte müssen von internen Reformen begleitet werden, wenn man den Mangel einer wirksamen makroökonomischen Steuerung beheben will, der die Wirtschaftsleistung Chinas so lange gehemmt hat.

Wichtige Kapitalbewegungen

Direktinvestitionen

Die ausländischen Direktinvestitionen der Industriestaaten gingen 1991 um rund ein Fünftel zurück. Die japanischen Investitionen, insbesondere in den Vereinigten Staaten, wurden stark reduziert. Die Rezession und der damit verbundene Einbruch der Immobilienmärkte in den USA hatten einen stark negativen Einfluß. Außerdem scheinen die japanischen Autohersteller eine größere Produktionsverlagerung nunmehr praktisch abgeschlossen zu haben; ihre Produktion in den Vereinigten Staaten dürfte bereits 1993 die direkten Exporte übertreffen. Ein weiterer Grund könnte sein, daß die anscheinend sehr schwache Rendite japanischer Direktinvestitionen in den Vereinigten Staaten eine Neubeurteilung der möglichen Vorteile einer weiterhin starken Investitionstätigkeit nach sich gezogen hat. Die Zahlungsbilanzstatistik der USA gibt die Verluste aus japanischen Direktinvestitionen für 1991 mit \$ 1,3 Mrd. an, nach einem etwas geringeren Verlust 1990 und niedrigen Gewinnen in früheren Jahren. Allein an der Rentabilität gemessen, haben die japanischen Investoren bisher relativ wenig für Direktinvestitionen im Wert von über \$ 80 Mrd., die bis Ende 1990 getätigt worden waren, erhalten; andere Gründe – wie z.B. die Entschärfung protektionistischer Tendenzen – könnten daher hinter der jüngsten starken Zunahme der Direktinvestitionen stecken.

Trotz ihrer schwachen Wirtschaftsaktivität tätigten die EG-Staaten verhältnismäßig viele Auslandsdirektinvestitionen. Da die meisten europäischen Direktinvestitionen in andere europäische Staaten fließen, spiegelte sich darin wahrscheinlich der andauernde Trend zu vermehrten innereuropäischen Unternehmenszusammenschlüssen und Investitionen im Zusammenhang mit der europäischen Integration wider. Obwohl Großbritannien das bevorzugte Ziel in Europa blieb, gingen die Zuflüsse dorthin – teilweise wegen der Tiefe der Rezession – um \$ 12 Mrd. zurück. Die Kapitalimporte in die kontinentaleuropäischen EG-Länder sanken weniger drastisch und erreichten rund \$ 46 Mrd. Die Investitionszuflüsse nach Frankreich erzielten einen neuen Höchststand von mehr als \$ 11 Mrd., während diejenigen nach Spanien deutlich zurückgingen. Die im letzten Jahr in Deutschland getätigten Direktinvestitionen betrugen etwas überraschend nur \$ 3 Mrd., was vermuten läßt, daß ausländische Unternehmen beim Wiederaufbau im Osten Deutschlands keine größere Rolle spielten.

In deutlichem Gegensatz zu den Industriestaaten wuchsen die Direktinvestitionen in die Entwicklungsländer auch im letzten Jahr stark. Drei Aspekte fallen besonders auf. Die Investitionen in die rasch wachsenden asiatischen Volkswirtschaften blieben auf einem hohen Niveau. Ein großer Teil davon kam aus den Ländern höheren Einkommens, namentlich den vier jungen Industrieländern,

Rückgang der Direktinvestitionen ...

... in den USA stark ...

... in Kontinentaleuropa jedoch weniger ausgeprägt ...

... in den Entwicklungsländern dagegen erneut höhere Direktinvestitionen

Weltweite Direktinvestitionen					
	1975–79	1980–84	1985–89	1990	1991*
Milliarden US-Dollar, Jahresdurchschnitt					
Abflüsse insgesamt	35,3	42,4	134,9	222,4	177,3
Industrieländer	34,7	41,0	128,4	209,5	165,5
<i>darunter: USA</i>	15,9	9,6	22,8	33,4	29,5
<i>Japan</i>	2,1	4,3	23,8	48,0	30,7
<i>Europäische Gemeinschaft</i>	14,2	20,9	59,4	97,5	80,5
Entwicklungsländer	0,6	1,4	6,5	12,9	11,8
<i>darunter: Asien</i>	0,3	0,8	5,6	11,2	10,3
<i>Lateinamerika</i>	0,1	0,2	0,4	1,1	1,0
Zuflüsse insgesamt	26,9	52,6	117,6	179,6	157,9
Industrieländer	19,9	36,2	98,1	148,7	115,2
<i>darunter: USA</i>	6,1	18,6	48,2	37,2	22,2
<i>Japan</i>	0,1	0,3	0,1	1,8	1,4
<i>Europäische Gemeinschaft</i>	11,4	14,2	38,4	85,9	67,7
Entwicklungsländer	7,0	16,4	19,5	30,9	42,7
<i>darunter: Asien</i>	1,9	4,7	10,8	19,9	25,7
<i>Osteuropa</i>	0,0	0,1	0,1	0,5	2,3
<i>Lateinamerika</i>	3,6	5,4	5,7	7,8	12,0

* Teilweise geschätzt.
 Quellen: IMF, Balance of Payments Statistics und World Economic Outlook; Interamerikanische Entwicklungsbank; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

und floß in Länder niedrigeren Einkommens – vor allem nach China, Indonesien, Malaysia und Thailand. Die zweite, eher neuere Entwicklung waren die wieder zunehmenden ausländischen Investitionen in Lateinamerika. Eine umfassende Handelsliberalisierung, größere Aufgeschlossenheit gegenüber Investitionen aus dem Ausland und die Ausrichtung der Wirtschaftspolitik auf Stabilisierung trugen dazu bei, ein günstigeres Klima für ausländische Investoren zu schaffen, als es für viele Jahre dort existiert hat. Die dritte und jüngste Entwicklung sind höhere Direktinvestitionen in die Länder Osteuropas. Ungarn war dabei mit rund \$ 1½ Mrd. an ausländischen Investitionen im Jahr 1991 – mehr als viermal so viel wie im Jahr davor – am erfolgreichsten. Insgesamt gesehen sind jedoch die ausländischen Direktinvestitionen in Osteuropa relativ gering.

Portfoliokapital

Steigende Portfolioinvestitionen

Die grenzüberschreitenden Wertpapieranlagen erreichten 1991 eine neue Rekordhöhe; die Zuflüsse stiegen insgesamt um fast 150% (s. die folgende Tabelle). Die identifizierten Kapitalabflüsse aus den USA und Großbritannien in ausländische Aktien stiegen im letzten Jahr auf jeweils über \$ 30 Mrd., nach nur geringen Anlagen im Jahr 1990. Ausländische Investoren, vom Pessimismus nicht abgeschreckt, der die inländischen Investoren anscheinend verfolgte, erwarben japanische Aktien im Rekordbetrag von \$ 47 Mrd., nachdem sie im Jahr davor per saldo Anteilskapital in einer Größenordnung von \$ 13 Mrd. verkauft hatten. Der US-Aktienmarkt profitierte ebenfalls von einem Stimmungsumschwung bei

Aktien

Portfoliokapitalverkehr der Industrieländer					
	1975–79	1980–84	1985–89	1990	1991 ¹
	Milliarden US-Dollar, Jahresdurchschnitt				
Gesamtabflüsse	12,4	41,8	176,8	151,6	277,6
darunter: USA	5,8	5,8	9,5	28,5	46,2
Japan	2,6	13,8	89,9	39,7	74,3
Europäische Gemeinschaft	3,8	18,9	62,6	79,8	144,0
Gesamtzuflüsse	25,0	57,8	186,0	159,1	388,7
darunter: USA	4,6	16,7	59,2	2,9	52,3
Japan	3,0	11,9	23,3	34,7	115,3
Europäische Gemeinschaft	8,5	17,7	70,4	94,4	173,7
Nachrichtlich:					
Eigenkapitalzuflüsse ²	3,7	10,8	31,4	-16,0	90,1
darunter: USA	1,5	3,4	8,7	-14,5	9,2
Japan	-0,2	3,5	-9,1	-13,3	46,8
Europäische Gemeinschaft	2,2	2,1	22,7	11,5	32,1

¹ Teilweise geschätzt. ² Länder der Zehnergruppe ohne Italien und zuzüglich Australien, Finnland, Norwegen, Portugal, Österreich, Spanien und Südafrika.
Quellen: IMF, Balance of Payments Statistics; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

ausländischen Investoren, die nahezu \$ 10 Mrd. anlegten, nach Abflüssen von fast \$ 15 Mrd. im Jahr 1990. Schließlich nahmen die ausländischen Portfolioinvestitionen in einigen Entwicklungsländern zu, und die Privatisierung von Staatsunternehmen ließ Mittel nach Lateinamerika fließen.

Die Nettoinvestitionen in ausländische Anleihen stiegen ebenfalls merklich. Die höheren Anlagen in US-Papieren waren auf das starke Wiederaufleben der Käufe von US-Schatzpapieren durch ausländische Nichtbanken zurückzuführen. Die Investitionen in deutsche und japanische inländische Anleihen erreichten neue Höchststände. Die Emissionen von Anleihen durch japanische Unternehmen im Ausland erholten sich kräftig, blieben aber deutlich unter den sehr hohen Begebungen von 1989. Der Erwerb von kanadischen und spanischen Anleihen durch Ausländer nahm ebenfalls stark zu.

Anleihen

Finanzierung der großen Ungleichgewichte

Zusammen mit der Ausweitung des Leistungsbilanzüberschusses Japans hätten niedrigere japanische Auslandsdirektinvestitionen und die viel stärkere ausländische Nachfrage nach japanischen Aktien erwarten lassen, daß der Yen unter starken Aufwertungsdruck gerät. Dem wirkte jedoch entgegen, daß die japanischen Banken 1991 Kapital in Höhe von rund \$ 93 Mrd. exportierten; wie man der folgenden Tabelle entnehmen kann, waren die Abflüsse im zweiten Halbjahr sehr hoch. Es handelte sich dabei um einen starken Abbau von Auslandsverbindlichkeiten, wofür mehrere Faktoren maßgeblich waren. Die schwächere Nachfrage nach Bankkrediten im Inland verminderte für die japanischen Banken das Interesse an einer Mittelaufnahme im Ausland. Zweitens war der Rückgang der langfristigen Kapitalabflüsse – insbesondere in Form von Direktinvestitionen und Bankkrediten – mit einer gleichzeitigen Abnahme der kurzfristigen Finanzierungen über die Banken verbunden. Eines der hervorstechendsten Merkmale

Japanische Banken exportieren Kapital

Kapitalbilanzen der USA, Japans und Deutschlands						
Position	1988	1989	1990	1991		
				Jahr	1. Hj.	2. Hj.
Milliarden US-Dollar						
USA						
Kapitalbilanz	89,9	123,3	63,6	-16,1	-22,9	6,8
darunter: Direktinvestitionen	41,5	37,2	3,8	-7,3	-4,2	-3,1
Wertpapiere ¹	38,7	46,0	-25,6	6,1	15,0	-8,9
Bankkredite	13,9	12,1	15,3	-11,6	-25,7	14,1
Restposten	-9,2	18,4	63,5	-3,1	-4,6	1,4
Veränderung der Nettowährungsreserven ²	36,3	-17,0	28,6	24,7	2,8	21,9
Japan						
Kapitalbilanz	-64,1	-81,9	-56,7	-90,0	-44,4	-45,6
darunter: Direktinvestitionen	-34,7	-45,2	-46,3	-29,4	-18,6	-10,8
Wertpapiere	-66,7	-28,0	-5,0	41,0	9,5	31,5
Bankkredite	44,5	8,6	-13,6	-93,5	-22,9	-70,6
Restposten	2,8	-22,0	-20,9	-7,8	-3,3	-4,5
Veränderung der Nettowährungsreserven ²	-15,5	24,7	20,9	17,1	15,5	1,6
Deutschland						
Kapitalbilanz ³	-69,9	-67,5	-39,6	19,4	7,4	12,2
darunter: Direktinvestitionen	-10,3	-7,5	-20,8	-18,6	-7,7	-10,9
Wertpapiere ⁴	-43,7	-4,4	-2,4	23,8	-3,1	26,9
Banken, kurzfristig	-10,4	-30,3	-1,0	23,1	33,9	-10,7
Private Nichtbanken, kurzfristig	-12,5	-27,4	-11,3	3,5	-4,9	8,3
Veränderung der Nettowährungsreserven ²	19,2	10,0	-6,9	0,3	4,3	-4,1

¹ Einschl. US-Schatzpapieren. ² Nettowährungsreserven: Wert der Gold- und Devisenreserven abzüglich der Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden; ohne Bewertungseffekte. Minuszeichen: Zunahme der Reserven. ³ Einschl. Restposten. ⁴ Einschl. Schuldscheinen inländischer öffentlicher Stellen.

Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

des internationalen Finanzmarktgeschehens während der zweiten Hälfte der achtziger Jahre, der massive Kapitalimport der japanischen Banken, kehrte sich damit um.

Deutsche Kapitalströme

Die Struktur der deutschen Kapitalströme änderte sich ebenfalls deutlich vom ersten zum zweiten Halbjahr 1991. Die positive Renditedifferenz zwischen deutschen und US-amerikanischen Anleihen von rund 1 Prozentpunkt am Jahresanfang ging schon bald zurück. Da die Devisenmärkte den Dollar bis Jahresmitte bevorzugten, blieben die ausländischen Investitionen in deutsche Anleihen auf untypisch niedrigem Niveau, während deutsche Investitionen in ausländische Anleihen weiterhin einen beträchtlichen Umfang erreichten. Weil der traditionelle Nettoabfluß bei den Direktinvestitionen auch nach der deutschen Einheit anhielt, setzte das kräftige Defizit in der Leistungs- und der langfristigen Kapitalbilanz die D-Mark unter Abwertungsdruck; den Ausgleich bewirkten kurzfristige Zuflüsse zu den Banken. Die Faktoren, die ausländische Investoren vom

Kauf deutscher Anleihen abhielten, verschwanden in der zweiten Jahreshälfte, als sich die Zinsdifferenz im langfristigen Bereich deutlich vergrößerte; die ausländische Nachfrage nach deutschen Anleihen war nun stark genug, um das Leistungsbilanzdefizit auszugleichen.

Die Leistungsbilanz der USA war 1991 praktisch ausgeglichen. Nettozuflüssen von nahezu \$ 25 Mrd. – hauptsächlich in Form höherer ausländischer offizieller Forderungen gegenüber den Vereinigten Staaten – standen Nettoabflüsse im privaten Kapitalverkehr gegenüber. Bemerkenswert war, daß die Direktinvestitionen der USA im Ausland zum ersten Mal seit 1980 die ausländischen Direktinvestitionen in den Vereinigten Staaten übertrafen. Hinzu kommt, daß die USA 1991 per saldo ausländische Wertpapiere im Rekordbetrag von \$ 46 Mrd. erwarben, was aber immer noch etwas weniger war als das Volumen der US-Wertpapierkäufe durch ausländische Private; das könnte der Beginn eines neuen Trends sein, da die US-Finanzinstitute auch in ausländische Vermögenswerte zu diversifizieren scheinen.

Höhere US-
Investitionen
im Ausland

Internationale Reserven

Das Wachstum der gesamten Währungsreserven (ohne Gold) betrug im letzten Jahr \$ 51 Mrd., gegenüber \$ 120 Mrd. im Jahr 1990. Die Gruppe der Entwicklungsländer erzielte große Zuwächse, wobei auch einige der hochverschuldeten Länder mittleren Einkommens eine deutliche Zunahme verzeichneten. Die Reserven der Zehnergruppe sanken zum ersten Mal seit 1984, und im ersten Quartal 1992 ergab sich ein weiterer Rückgang um \$ 15 Mrd., der jedoch mehr als zur Gänze auf Wechselkurseffekte zurückzuführen war. Nach Art der Reserven betrachtet, war das Wachstum der IWF-Reservepositionen und der Guthaben in offizieller ECU bemerkenswert. Der Anteil der in Form von Bankeinlagen gehaltenen offiziellen Reserven ging zurück.

Langsameres
Wachstum
der globalen
Reserven

Obwohl das Wachstum der Währungsreserven (ohne Gold) von 5,6% nur rund ein Drittel der Steigerungsrate des vorangegangenen Jahres darstellt, liegt es damit doch deutlich über demjenigen des nominalen Welthandels. Läßt man Wechselkursveränderungen außer acht, betrug die Ausweitung 5,3%. Da der physische Bestand der Länder an Währungsgold praktisch konstant blieb (s. Kapitel VI), war der Rückgang im Wert der offiziellen Goldguthaben praktisch ausschließlich auf den um 9,6% gesunkenen Marktpreis für Gold zurückzuführen.

Bemerkenswert war, daß im letzten Jahr die Reserveguthaben (ohne Gold) der Vereinigten Staaten, Deutschlands und Japans alle deutlich zurückgingen. Es war das erste Mal seit Einführung der freien Wechselkurse, daß die drei wichtigsten Reservewährungsländer alle im selben Jahr einen Rückgang ihrer Reserven hinnehmen mußten. Der Hauptgrund dafür war, daß die Veränderungen der Reservepositionen aufgrund der koordinierten Interventionen zur Beeinflussung des Dollarwechelkurses, die die Reserven der USA und der anderen Länder normalerweise in entgegengesetzte Richtungen bewegen, von anderen Geschäften überlagert wurden.

Die Devisenreserven der USA, die sich innerhalb von vier Jahren mehr als vervierfacht haben, erreichten zur Jahresmitte 1991 ein Niveau, das nach offiziell-

Veränderung der Weltwährungsreserven							
Region/Jahr	Gold		Devisen	Reserveposition beim IWF	SZR	Offizielle ECU	Insgesamt (ohne Gold)
	Millionen Unzen	Milliarden US-Dollar zu jeweiligen Werten ¹					
Zehnergruppe							
1989	-4,4	- 8,5	25,8	-0,9	-0,5	-1,1	23,3
1990	-1,4	- 7,8	51,4	2,8	1,9	-0,7	55,4
1991	-1,9	-28,0	-36,1	3,9	0,1	1,7	-30,4
Stand Ende 1991	725,6	256,4	311,5	28,9	22,7	54,5	417,6
Übrige Industrieländer							
1989	0,5	- 0,5	6,7	0,3	0,1	0,2	7,3
1990	0,7	- 0,5	30,7	-0,1	-	1,3	31,9
1991	2,1	- 2,2	12,1	0,2	-0,2	2,8	14,9
Stand Ende 1991	79,3	28,0	146,0	3,8	2,4	12,7	164,9
Osteuropäische Länder²							
1989	0,5	0,1	2,3	-	0,1	-	2,4
1990	-2,3	- 1,0	- 8,0	-	-0,1	-	- 8,1
1991	0,3	- 0,2	- 1,8	-	0,2	-	- 1,6
Stand Ende 1991	7,7	2,7	18,0	-	0,2	-	18,2
Schwellenländer³							
1989	0,1	- 0,1	5,2	0,2	-	-	5,4
1990	-	- 0,1	6,1	0,1	-	-	6,2
1991	-	- 0,5	15,2	-	-	-	15,2
Stand Ende 1991	13,9	4,9	129,6	0,4	0,2	-	130,2
Entwicklungsländer							
1989	-2,0	- 1,8	11,4	-4,2	0,1	-	7,3
1990	0,9	- 0,9	37,1	-2,5	0,2	-	34,8
1991	-1,6	- 4,9	53,8	-0,9	0,3	-	53,2
Stand Ende 1991	113,1	40,0	226,0	3,9	3,9	-	233,8
Insgesamt							
1989	-5,3	-10,8	51,4	-4,6	-0,2	-0,9	45,7
1990	-2,1	-10,3	117,3	0,3	2,0	0,6	120,2
1991	-1,1	-35,8	43,2	3,2	0,4	4,5	51,3
Stand Ende 1991	939,6	332,0	831,1	37,0	29,4	67,2	964,7

¹ Goldreserven bewertet zu Marktpreisen. ² Albanien, Bulgarien, ehemaliges Jugoslawien, Polen, Rumänien, ehemalige Sowjetunion, Tschechoslowakei und Ungarn; die Zahlen für Albanien, Bulgarien und, für 1989, die ehemalige Sowjetunion beziehen sich auf Einlagen bei den der BIZ berichtenden Banken. ³ Singapur, Südkorea und Taiwan.

Währungsreserven der USA, Deutschlands und Japans alle rückläufig

ler Ansicht höher als notwendig war. Um sie ohne Marktstörungen zurückzuführen, wickelten die Vereinigten Staaten mit zwei anderen Zentralbanken eine Reihe von bilateralen Geschäften außerhalb der Märkte ab. Sie erhielten dabei US-Dollar für Devisen im Wert von über \$ 8,5 Mrd., wodurch die internationalen Reserven abnahmen.

Diese Transaktionen außerhalb der Märkte reduzierten die Reserven Deutschlands um \$ 5,5 Mrd. Die Unterstützungsleistungen anlässlich des Golfkrieges und gelegentliche Dollarverkäufe gegen Frühjahrsende wogen die

Einkünfte aus Zinszahlungen und andere Zuflüsse auf, so daß die deutschen Reserven 1991 um 7% zurückgingen. Der Rückgang der Devisenreserven Japans um \$ 7,7 Mrd. fand hauptsächlich im Frühjahr statt, als sich der Dollar stark aufwertete und Japans Golfkriegszahlungen geleistet wurden.

Die Reservepositionen einer Anzahl von EG-Staaten wurden durch Entwicklungen im Europäischen Währungssystem beeinflusst. Italien mußte stark auf seine Reserven zurückgreifen, weil es sich einem wachsenden Leistungsbilanzdefizit und abnehmenden Kapitalzuflüssen gegenüber sah. Der Rückgriff konzentrierte sich auf das Frühjahr und den Spätherbst, als die Lira vom oberen Ende der engen Bandbreite bis deutlich unter die Mittellinie rutschte. Im ersten Quartal 1992 ergab sich volumenmäßig eine Abnahme um weitere \$ 2 Mrd. Spannungen im Wechselkurs- und Interventionsmechanismus des EWS waren auch für die Rückgänge der offiziellen Währungsreserven Frankreichs und Dänemarks ausschlaggebend, deren Währungen während des ganzen Jahres 1991 in der unteren Hälfte der engen Bandbreite blieben.

Im Gegensatz dazu zogen die hohen Zinsen in Spanien weiterhin reichlich Kapital an – weit mehr, als zur Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits notwendig war. Die Peseta erreichte schon früh im Jahr den oberen Interventionspunkt ihrer Bandbreite von 6%, und die Reserveguthaben weiteten sich um mehr als ein Viertel aus. Obwohl Portugal dem EWS-Wechselkursmechanismus erst im April 1992 beitrug, konnte es ebenfalls große Kapitalzuflüsse verzeichnen, die seine Reserven um mehr als 40% anwachsen ließen.

Da sich das Pfund Sterling 1991 während des ganzen Jahres im mittleren oder unteren Teil der erweiterten Bandbreite befand, kann die Zunahme der Währungsreserven Großbritanniens nicht auf einen vom Wechselkurs ausgehenden Aufwertungsdruck zurückgeführt werden. Sie ist vielmehr Auswirkung einer Anzahl spezieller Transaktionen. Im ersten Quartal wurde der Erlös aus einer großen ECU-Anleiheemission direkt in die Reserven übernommen. Darüber hinaus wurden die Devisenreserven durch die Leistungen anderer Länder zur Finanzierung des Golfkrieges und die Erlöse, die aus der Privatisierung von Staatsbetrieben erzielt wurden, vergrößert.

Norwegen und Finnland, die 1990 bzw. 1991 ihre Währungen an die ECU banden, mußten einen deutlichen Rückgang ihrer Reserven hinnehmen. In Norwegen ist dies auf Interventionen zur Stützung der Krone infolge großer kurzfristiger Kapitalabflüsse über die Finanzinstitute zurückzuführen. In Finnland beruhte der starke Rückgang auf umfangreichen Interventionen zur Stützung der Finnmark im ersten Halbjahr sowie im November kurz vor der Abwertung des Leitkurses zur ECU um 12%.

Hinter dem Rückgang der aggregierten Nichtgoldreserven der osteuropäischen Länder verbergen sich große Unterschiede zwischen den einzelnen Staaten. Dank starker Leistungsbilanzen und hoher Kapitalzuflüsse konnten sowohl Ungarn als auch die Tschechoslowakei ihre Reserven deutlich anreichern. Andererseits verringerten sich Polens offizielle Guthaben mit dem Umschlagen der Leistungsbilanz in ein beträchtliches Defizit um ein Fünftel, nachdem sie im Oktober 1990 mit über \$ 5 Mrd. den höchsten Stand der Nachkriegszeit erreicht hatten.

Die zwei in Auflösung befindlichen Länder mußten schwere Reservever-

EWS-Länder

Osteuropa ...

Offizielle Nichtgoldreserven nach Ländern ¹				
Land/Ländergruppe	Veränderung			Stand Ende 1991
	1989	1990	1991	
Milliarden US-Dollar				
Industrieländer	30,6	87,3	-15,5	582,5
USA	26,8	8,7	- 5,6	66,7
Übrige Länder der Zehnergruppe	- 3,5	46,7	-24,8	350,9
Japan	-12,8	-5,5	- 6,4	72,0
Deutschland	2,4	6,8	- 4,4	63,0
Italien	12,1	15,9	-14,0	48,7
Großbritannien	- 9,3	1,1	6,0	41,9
Frankreich	- 0,7	12,1	- 5,4	31,3
Schweiz	1,0	3,9	- 0,2	29,0
Schweden	1,1	8,4	0,3	18,3
Niederlande	0,5	0,9	0,4	17,8
Kanada	0,7	1,8	- 1,6	16,3
Belgien	1,5	1,3	0,5	12,6
Übrige Industrieländer	7,3	31,9	14,9	164,9
darunter: Spanien	4,4	9,7	14,7	65,8
Portugal	4,9	4,5	6,2	20,6
Norwegen	0,5	1,6	- 2,1	13,2
Finnland	- 1,3	4,5	- 2,0	7,6
Dänemark	- 4,4	4,2	- 3,2	7,4
Osteuropäische Länder ²	2,4	-8,1	- 1,6	18,2
darunter: Polen	0,3	2,2	- 0,9	3,6
Ungarn	- 0,2	-0,2	2,2	3,3
Tschechoslowakei	0,6	-1,1	2,1	3,2
ehemaliges Jugoslawien	1,8	1,3	- 2,8	2,7
Schwellenländer ²	5,4	6,2	15,2	130,2
darunter: Taiwan	- 0,7	-0,8	10,0	82,4
Singapur	3,3	7,4	6,4	34,1
Entwicklungsländer	7,3	34,8	53,2	233,8
darunter: China	- 0,6	11,6	14,1	43,7
Mexiko	1,1	3,5	7,9	17,7
Thailand	3,4	3,8	4,2	17,5
Venezuela	1,0	4,2	2,3	10,7
Argentinien	- 1,9	3,1	2,1	6,6
Ägypten	0,3	1,2	2,6	5,3
Indien	- 1,0	-2,3	2,1	3,6
Philippinen	0,4	-0,5	2,3	3,2
Insgesamt	45,7	120,2	51,3	964,7
Nachrichtlich:	Reserven in Prozent der Gesamtimporte			
15 „Baker“-Länder	18,8	25,5	32,3	

¹ Einschl. Guthaben in offizieller ECU. ² Zur Definition der Ländergruppen s. die Tabelle auf S. 107.

luste hinnehmen. Jugoslawiens Auslandsguthaben fielen um mehr als 50%. Exakte Informationen über die Devisenreserven der Sowjetunion und ihrer Nachfolgestaaten sind nicht vorhanden. Die Gesamtguthaben von Gebietsansässigen der ehemaligen Sowjetunion bei den der BIZ berichtenden Banken betragen am Jahresende 1991 nahezu \$ 9 Mrd., aber nur ein geringer Prozentsatz davon dürfte der direkten Kontrolle der Währungsbehörden unterliegen. Einige dieser Einlagen sind womöglich Fluchtkapital, auf das in diesem Kapitel bereits eingegangen wurde. Ein anderer Teil könnte das Ergebnis von Transferzahlungen sein, die notwendig waren, um die Kapital- und Liquiditätsprobleme der Auslandsniederlassungen von sowjetischen Banken zu entschärfen.

... und die
Sowjetunion

In den jungen Industrieländern Asiens wogen die sehr starken Reserveerhöhungen Taiwans und Singapurs den kleinen Rückgang in Südkorea mehr als auf. Die Währungsreserven Taiwans, die im letzten Jahr um 14% zunahmen, sind nun die größten der Welt. Diese rasche Ausweitung der Reserven führte zu Problemen bei der Geldmengensteuerung, weil es für die Währungsbehörden schwierig war, den inländischen Liquiditätseffekt auszugleichen.

Schwellenländer
Asiens

Der außergewöhnlich hohe Reservezufluß in den Entwicklungsländern trug zur Verminderung der internationalen Liquiditätsengpässe bei, die den Reform- und Strukturanpassungsprozeß einiger Länder behindert hatten. Obwohl das Reservewachstum geographisch weit gestreut war, beschränkten sich die Zuwächse doch hauptsächlich auf die Länder mittleren Einkommens, von denen einige hartnäckige Schuldendienstprobleme hatten. Die ärmsten Länder, die nicht ohne weiteres Zugang zu den internationalen Märkten haben, sehen sich weiterhin starken Liquiditätsengpässen gegenüber.

Entwicklungs-
länder

Den größten Reservezuwachs unter den Entwicklungsländern erzielte China. Dessen enormer Leistungsbilanzüberschuß gestattete eine Reservevermehrung, die diejenige Taiwans übertraf und nur hinter der Spaniens zurückblieb. Kapitalzuflüsse ließen die Währungsreserven auch in Mexiko, Thailand und Venezuela ansteigen. Hinter dem Wachstum der Devisenreserven Indiens im Jahresergebnis stehen große Abflüsse zur Jahresmitte, als das Land mit einer schweren Liquiditätskrise zu kämpfen hatte, und ein darauffolgender Reserveaufbau (s. Kapitel III).

Was die Zusammensetzung der Reserven anbelangt, so kam der stetige Anstieg des Anteils der Devisen an den Nichtgoldreserven nach sieben Jahren in Folge 1991 zum Stillstand. Das kann auf Transaktionen außerhalb der Märkte, die Devisenreserven vernichteten, und auf die Zunahme der Reservepositionen gegenüber dem IWF und der Guthaben in offizieller ECU zurückgeführt werden.

IWF-Reserve-
positionen

Da der Vorschlag von Juni 1990, die Quoten der Mitglieder um 50% zu erhöhen, noch nicht die erforderliche Stimmenmehrheit von 85% erreicht hat, läßt sich der Anstieg der IWF-Reservepositionen des letzten Jahres hauptsächlich auf die Ausweitung der Kreditgewährung des Fonds zurückführen – das erste Anwachsen seiner ausstehenden Gesamtkredite seit 1985. In dieser Entwicklung schlägt sich die Erweiterung der Geschäfte des Fonds über die traditionellen Zahlungsbilanzhilfen hinaus auf die Bereitstellung von Mitteln für Schulden- und Schuldendienst erleichterungen und auf die Förderung des Übergangsprozesses in Osteuropa nieder. Am Ende des Jahres 1991 hatte der Fonds fünfzig laufende Programme, gegenüber dreiundvierzig am Ende des vorangegangenen Jahres.

Zusammensetzung der Devisenreserven ¹						
Position	Veränderung					Stand Ende 1991
	1987	1988	1989	1990	1991	
	Milliarden US-Dollar					
Insgesamt	142,7	48,9	54,1	84,2	42,5	831,1
Dollarreserven	103,3	3,8	4,3	36,2	30,2	462,1
<i>darunter gehalten:</i>						
<i>in den USA</i>	53,8	40,1	-4,1	29,7	25,8	316,6
<i>bei Banken außerhalb der USA²</i>	15,1	-6,1	2,7	9,6	8,3	107,6
Nichtdollarreserven	39,4	45,1	49,8	48,0	12,3	369,0
<i>darunter: bei Banken gehalten²</i>	26,1	24,7	9,3	16,6	-29,5	124,3
<i>Nachrichtlich:</i>						
<i>Identifizierte Devisenreserven:</i>						
<i>D-Mark</i>	19,3	21,8	23,4	9,5	-2,1	152,4
<i>Yen</i>	7,8	4,6	10,6	16,1	7,7	86,4
<i>Private ECU</i>	1,4	8,1	7,3	13,7	2,3	38,6
<i>Pfund Sterling</i>	1,3	4,0	2,3	4,3	5,4	30,0
<i>Französischer Franc</i>	0,7	1,8	2,7	7,6	10,1	27,5

¹ Schätzungen auf der Basis von IWF- und eigenen Quellen. Veränderungen zu konstanten Wechselkursen vom Periodenende. Ohne Bewertungseffekte. ² Einlagen von Währungsinstitutionen bei an die BIZ berichtenden Banken. Einschl. aller Einlagen Chinas, Albaniens, Bulgariens und, bis 1989, der ehemaligen Sowjetunion bei diesen Banken.

Offizielle ECU

Die Bestände an offiziellen ECU, die durch Swaps zwischen den EWS-Mitgliedsländern und dem Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit entstehen, erhöhten sich um \$ 4,1 Mrd. Da der Preis des Goldes, der diesen revolvierenden Swapoperationen zugrunde liegt, zurückging, ist dieser Anstieg auf eine Ausweitung der Dollarbestände der EWS-Mitgliedsländer zurückzuführen; weitere \$ 0,4 Mrd. wurden im Wege der sehr kurzfristigen Finanzierung geschaffen. In konstanten Werten ausgedrückt weiteten sich die Bestände offizieller ECU um knapp \$ 3 Mrd. aus.

Präferenz für
Dollaranlagen ...

Im letzten Jahr gab es Anzeichen für eine Rückkehr zu dem Reserveverteilungsmuster früherer Jahrzehnte, da die Dollarreserven stärker als die anderer Währungen stiegen und Bankguthaben in Schatzwechsel und andere Wertpapiere umgeschichtet wurden. Die Ausweitung der Dollarbestände war teilweise auch eine Folge der geographischen Verteilung des Reservewachstums. Die Entwicklungsländer verzeichneten ungewöhnlich starke Zuwächse ihrer internationalen Liquidität und bevorzugten Dollarpapiere. Im Gegensatz zu jenen europäischen Ländern, die am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmen, sehen sie im allgemeinen nicht die Notwendigkeit, aus Interventionsgründen die Währungen ihrer Nachbarn zu halten.

... und Wert-
papiere

Berechnungen lassen vermuten, daß Dollarreserven im Wert von ungefähr \$ 26 Mrd. direkt in den Vereinigten Staaten angelegt wurden. Dagegen erhöhten sich die offiziellen Dollarbestände bei Banken außerhalb der Vereinigten Staaten Schätzungen zufolge lediglich um ungefähr \$ 8 Mrd. Der Trend, weniger offizielle Währungsreserven bei den Banken anzulegen, war bei den anderen Währungen noch deutlicher. Die offiziellen Bestände an Nichtdollarwährungen,

die bei den der BIZ berichtenden Banken gehalten wurden, gingen um nahezu \$ 30 Mrd. zurück, wobei die stärksten Abnahmen in D-Mark (\$ 13 Mrd.) und Yen (\$ 9 Mrd.) zu verzeichnen waren. Der allgemeine Rückgang der Zinsdifferenz zwischen Bankeinlagen und Schatzwechseln könnte erklären, warum es offenbar zu einer Veränderung in der Haltung der Fremdwährungsreserven zugunsten von Wertpapieren kam.

V. Geldpolitik: Inländische und internationale Aspekte

Schwerpunkte

Starke Kontraste prägten 1991/92 den Einsatz der Geldpolitik und die internationale geldpolitische Koordination. In den USA und in Japan wurde die Geldpolitik in dem Bemühen, die konjunkturelle Erholung zu unterstützen, gelockert, in Deutschland wurde sie dagegen im Kampf gegen inflationäre Kräfte gestrafft. In einer Reihe von Ländern haben zyklische Preisschwankungen bei Vermögenswerten zusammen mit einem starken Schuldenaufbau die Frage aufgeworfen, ob solche Entwicklungen von der Geldpolitik berücksichtigt werden sollten. Eine weitere Frage ist, wie sich Veränderungen im geldpolitischen Transmissionsmechanismus infolge von Deregulierungen und Innovationen im Finanzbereich während der achtziger Jahre auf die geldpolitischen Optionen der Zentralbanken und ihre Fähigkeit auswirken, Zielsetzungen hinsichtlich Inflation und Wachstum zu erreichen.

Obwohl in einzelnen europäischen Ländern im Verlauf von 1991 die Besorgnis über Einschränkungen der geldpolitischen Autonomie auf kurze Sicht zunahm, erzielten die Staats- und Regierungschefs der EG-Länder im Dezember eine Übereinkunft über Pläne zur Errichtung einer Währungsunion bis zum Ende dieser Dekade. Im Vertrag von Maastricht wird als oberstes Ziel die Preisstabilität festgelegt und die Organisation eines unabhängigen Europäischen Systems der Zentralbanken geregelt. Der Vertrag legt Konvergenzkriterien unter anderem für Inflation und öffentliche Haushalts- sowie Verschuldungspositionen fest, die von den Ländern vor Eintritt in die Währungsunion erfüllt werden müssen. Allerdings verbleiben Risiken in bezug auf die Erreichung der verkündeten Zielsetzung und ein befriedigendes ökonomisches Gesamtergebnis.

Ausdrückliche Initiativen zur Abstimmung der Wirtschaftspolitik unter den größten Ländern fehlten im letzten Jahr völlig, weil die Entscheidungsträger hierfür im allgemeinen keinen Bedarf sahen. Nochmals bestätigt wurde allerdings der internationale Konsens über die Notwendigkeit weiterer Strukturreformen und einer mittelfristigen Erhöhung der Sparquote in den Industrieländern. Die Zusammenarbeit und der Informationsaustausch auf internationaler Ebene wurden fortgesetzt und dürften eine Grundlage für eine engere Koordination bieten, sofern der Bedarf hieran wieder auftreten sollte.

Geldpolitik 1991/92

Zinspolitik in den größten Volkswirtschaften

Das Auseinanderlaufen der kurzfristigen Zinspolitik zwischen den USA, Japan und Deutschland während des vergangenen Jahres spiegelte hauptsächlich unterschiedliche konjunkturelle Gegebenheiten wider. Gleichwohl wurde die

Politik der Zentralbanken mitbestimmt durch länderspezifische Entwicklungen auf den Finanz- und Arbeitsmärkten sowie durch Prioritätssetzungen hinsichtlich Nachfragestützung und Wiederherstellung der Preisstabilität. Die in den USA fortgesetzte geldpolitische Lockerung spiegelt den Wunsch der Federal Reserve wider, Hemmnisse für eine raschere wirtschaftliche Erholung zu überwinden, die in der übermäßig ausgeweiteten Verschuldung und einem knappen Kreditangebot gesehen wurden. Das Zögern der Bank of Japan, Anfang 1991 einen Rückgang der Marktzinssätze zu fördern, wurde durch das hohe Preisniveau bei Vermögenswerten und die angespannten Arbeitsmarktbedingungen beeinflusst. Die Politik der Bundesbank trug eindeutig der Gefährdung der Preisstabilität Rechnung, die durch hohe Lohnforderungen und das vereinigungsbedingte Staatsdefizit ausgelöst worden war.

Divergenz der Geldpolitik zwischen den USA, Japan und Deutschland

Der steile Rückgang des US-Tagesgeldsatzes zwischen Dezember 1990 und April 1991 war darauf angelegt, den Einfluß finanzieller Engpässe auszugleichen und die Wirtschaft auf einen stabilitätskonformen moderaten Wachstumspfad zurückzuführen. Anzeichen für eine Stockung der Wirtschaftstätigkeit zogen zwischen Juni und Dezember 1991 umgehend weitere deutliche Lockerungen der Geldpolitik in schnell aufeinanderfolgenden Schritten nach sich, mit der einer Eintrübung des Geschäfts- und Verbraucherklimas begegnet werden sollte. Im April 1992 lag der Tagesgeldsatz $4\frac{1}{2}$ Prozentpunkte niedriger als Mitte 1990.

Geldpolitische Lockerung in den USA ...

In Japan versuchte die Geldpolitik, als sich im Verlauf von 1991 das Wachstumstempo verlangsamte und der Druck von seiten der Verbraucherpreise nachließ, für eine „sanfte Landung“ zu sorgen. Die Bank of Japan schuf die Bedingungen für eine im Juni 1991 einsetzende Rückbildung der kurzfristigen Marktzinssätze und senkte zwischen Juli 1991 und Anfang April 1992 ihren Diskontsatz in vier Schritten. Die kurzfristigen Zinsstrukturkurven lassen vermuten, daß jede dieser Maßnahmen an den Märkten schon lange erwartet worden war.

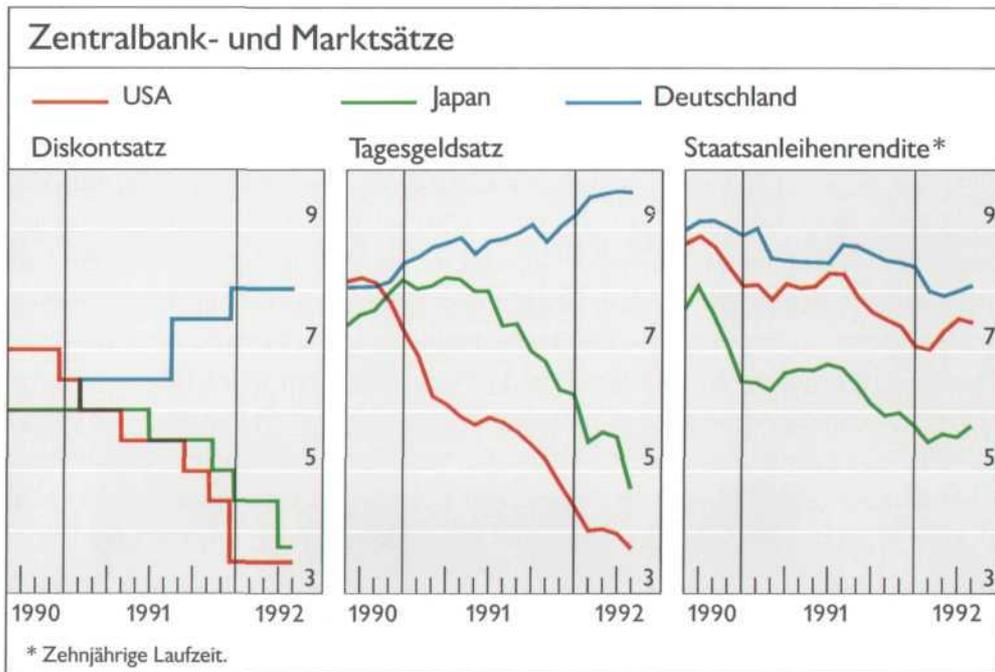
... und Japan ...

Obwohl auch in Deutschland der gesamtwirtschaftliche Nachfragedruck vom Frühjahr 1991 an nachließ, verschlechterten sich nach der Jahresmitte die Inflationsaussichten unter dem Einfluß der Lohn- und Gehaltsabschlüsse, die sich 1991 im Durchschnitt auf nahezu 7% beliefen, sowie weiterer hoher Forderungen für die Lohnrunde von 1992. Die Bundesbank erhöhte ihre Zinssätze zwischen Februar und Dezember in drei Schritten und eröffnete damit Spielraum für einen begrenzten Anstieg des Tagesgeldsatzes, der im allgemeinen dicht am Lombardsatz lag. Die Anhebung im Dezember nach dem Abschluß des Vertrags von Maastricht kontrastierte mit einer am darauffolgenden Tag bekanntgegebenen Senkung des Diskontsatzes der Federal Reserve um einen vollen Prozentpunkt.

... im Gegensatz zu Deutschland

Die kurzfristige Zinspolitik stand in einer Wechselwirkung mit ganz anderen Entwicklungen der langfristigen Zinssätze. Als in den USA die langfristigen Zinssätze nur zögerlich dem Rückgang der kurzfristigen Zinsen folgten und Anfang 1992 sogar wieder anstiegen, kamen Bedenken auf, ob eine gelockerte Geldpolitik die Wirtschaft beleben könne. Die Rückbildung der langfristigen Zinssätze in Deutschland in zwei Stufen jeweils im Anschluß an eine vorangegangene Straffung der Geldpolitik wurde überwiegend als ein Zeichen des Vertrauens darauf interpretiert, daß die Inflation unter Kontrolle gehalten würde. Die spätere Befestigung war allerdings ein deutliches Zeichen dafür, daß auf

Reaktionen der langfristigen Zinsen ...



weltumspannenden Finanzmärkten die Entwicklungen der Anleiherenditen in verschiedenen Ländern in gewisser Weise synchronisiert sind.

... der Wechselkurse ...

Die Wechselkurseffekte der divergierenden Geldpolitik waren nicht unwillkommen, da die Devisenmärkte überall als ein wichtiger Transmissionsriemen für die Geldpolitik angesehen wurden. Die gegensätzlich ausgerichtete Politik trug eindeutig dazu bei, daß sich der US-Dollar zwischen Juli und Dezember 1991 abwertete, was mit den binnenwirtschaftlichen Zielsetzungen in den größten Ländern durchaus vereinbar war. Die Federal Reserve betrachtete eine leichte Abschwächung des Dollars als potentiell hilfreich für die Unterstützung des Wachstums der US-Exporte. Die Bank of Japan sah in einer allmählichen Befestigung des Yen ein nützliches Mittel zur Förderung der außenwirtschaftlichen Anpassung. Die Bundesbank ließ erkennen, daß sie eine Aufwertung der D-Mark gegenüber dem Dollar als hilfreich zur Dämpfung der Kosteninflation betrachtete.

... sowie der Geldmengen und Kredite

Die Verlangsamung des Kreditwachstums in den USA und in Japan spiegelte sich in den breit abgegrenzten Geldmengen wider. Das verlangsamte Geldmengenwachstum konnte bis zu einem gewissen Grad als Argument für eine Lockerung der Geldpolitik angeführt werden. Gleichwohl wurden Zeitpunkt und Umfang von Politikänderungen überwiegend durch die laufende Entwicklung der Wirtschaft sowie des Verbraucher- und Geschäftsklimas bestimmt. In Deutschland stellte die Beschleunigung der monetären Expansion im Verlauf von 1991, die vornehmlich von der Kreditausweitung ausging, einen Grund für die Straffung der Geldpolitik im Dezember dar.

Zinspolitik in anderen EWS-Ländern

Geldpolitik in Ländern des engen EWS-Bandes

Zwischen Januar und April 1991 nutzten Länder, die am EWS-Wechselkursmechanismus mit engen Bandbreiten teilnehmen – Frankreich, Belgien, Dänemark, Irland und Italien – die Schwäche der D-Mark, um die Rückbildung der von der Geldpolitik beeinflussten Marktzinssätze zu fördern. In Frankreich, Belgien und

Dänemark näherten sich die kurzfristigen Zinssätze denen in Deutschland stark an, wie es die Zinssätze in den Niederlanden schon viel früher getan hatten.

In Belgien und den Niederlanden, wo es der Politik der Zentralbanken entsprach, die Wechselkursschwankungen gegenüber der D-Mark innerhalb einer viel engeren Spanne zu halten, als es das EWS-Band erfordert, blieben die Geldmarktsätze sehr dicht an denen in Deutschland. Die aufeinander abgestimmten Anhebungen offizieller Zinssätze im August und Dezember in Deutschland, den Niederlanden, Belgien und Dänemark standen für eine enge geldpolitische Zusammenarbeit. Entsprechendes gilt – außerhalb des EWS – für Österreich, das den Wechselkurs zur D-Mark weiterhin innerhalb einer sehr engen Schwankungsbreite hielt. Im Dezember wurden auch in Italien und Irland die offiziellen Zinssätze erhöht. Angesichts der Verlangsamung der Binnenkonjunktur duldeten die Banque de France, daß der französische Franc dicht an der Untergrenze des EWS-Bandes blieb, und sie förderte kleine unabhängige Rückgänge der kurzfristigen Zinssätze, indem sie ihre Geldmarktinterventionsätze im März und Oktober in zwei Stufen zurücknahm. Dabei stiegen die Dreimonatsmarktsätze jeweils anschließend im Verhältnis zu den deutschen Zinssätzen. Der Versuch, die Zinssätze einseitig zu senken, dürfte eher dazu beigetragen haben, das Vertrauen zu schwächen. Im Dezember wurde der offizielle Geldmarktinterventionsatz wieder auf das Niveau von Anfang 1991 angehoben. Zum Jahresende zogen die Geldmarktsätze auch in Italien, Dänemark und Irland stark an, insbesondere nachdem die Abwertung der Finnmark an den Märkten Diskussionen über Wechselkursfestlegungen ausgelöst hatte.

In Belgien, den Niederlanden, Frankreich und Dänemark fielen die Dreimonatszinssätze 1991 zeitweise unter die deutschen Zinssätze. Diese Situation

Geldmarktsätze und Renditen öffentlicher Anleihen in den EWS-Ländern									
Land	Dreimonats-Interbanksatz ¹						Anleihenrendite ²		
	Stand				Differenz ³		Stand		
	Dez. 1989	Dez. 1990	April 1991	März 1992	Okt. 1991	Dez. 1991	März 1990	März 1991	März 1992
	Monatsende, in Prozent								
Deutschland	8,3	9,2	9,2	9,8			8,7	8,6	8,1
Niederlande	8,8	9,5	9,2	9,6	-0,06	0,09	8,8	8,8	8,5
Belgien	10,4	10,1	9,2	9,8	-0,03	0,02	9,9	9,4	8,9
Frankreich	11,4	10,1	9,3	10,2	-0,22	0,64	9,6	9,1	8,8
Dänemark	12,1	10,4	9,9	10,2	-0,16	0,27	10,5	9,4	8,9
Irland	12,1	11,5	10,2	10,7	0,75	1,08	10,4	9,3	8,8
Italien	12,6	12,4	11,3	11,9	1,53	2,20	12,3	11,4	11,0
Großbritannien	15,2	14,0	11,8	10,8	0,99	1,27	12,5	10,1	9,9
Spanien	16,2	15,3	13,5	12,6	3,12	3,35	14,8	12,7	11,3
Portugal	13,8	13,6	14,2	13,5	4,73	4,53	15,2	15,2	12,5
Griechenland	18,3	27,1	18,3	22,0	13,63	18,63	.	.	.

¹ Griechenland: Einmonats-Interbanksatz; Portugal: Schatzwechsel. ² Portugal: sämtliche Emittenten.
³ Gegenüber Deutschland.
Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

Beziehungen der kurzfristigen Zinsen im EWS-Wechselkursmechanismus

hielt jedoch nicht lange an, obwohl in den meisten dieser Länder die laufenden Inflationsraten die in Deutschland unterschritten hatten. Die kurzfristigen Zinssätze in den Ländern des EWS-Wechselkursverbands werden jetzt sehr eng durch Arbitragegeschäfte an den Eurowährungsmärkten aufeinander abgestimmt. Die Geldmarktteilnehmer hatten nur geringen Anreiz, für die Partnerwährungen der D-Mark im EWS-Wechselkursverbund deutlich niedrigere Zinssätze zu bieten als für entsprechende Geschäfte in D-Mark, weil es keine Anzeichen für eine Absicht der Währungsbehörden gab, die laufenden Inflationsdifferenzen in eine Aufwertung gegenüber der D-Mark umzusetzen. Die deutschen Zinssätze tendierten dazu, für die Zinsen in anderen Ländern eine Untergrenze zu bilden. Prinzipiell bestand für die Marktkräfte Spielraum, um eine kleine Aufwertung gegenüber der D-Mark für Währungen herbeizuführen, die in der unteren Hälfte des EWS-Kursbandes standen. In den Fällen jedoch, in denen die Regierung ihren Wunsch nach niedrigeren Zinssätzen kaum verbarg, schienen die Aussichten für eine solche Aufwertung nicht gut. Die Zinspolitik in Frankreich Anfang 1992, die es dem französischen Franc ermöglichte, dichter auf die Position der D-Mark im EWS-Band aufzuschließen, scheint dazu beigetragen zu haben, daß sich die kurzfristigen Zinsdifferenzen zwischen Frankreich und Deutschland mit der Zeit verengten.

Die Annäherung der Geldpolitik und das Vertrauen in den EWS-Wechselkursverbund spiegeln sich auch in dem Rückgang der langfristigen Zinssätze in allen Ländern des engen EWS-Bandes zwischen Anfang 1991 und Frühjahr 1992 wider.

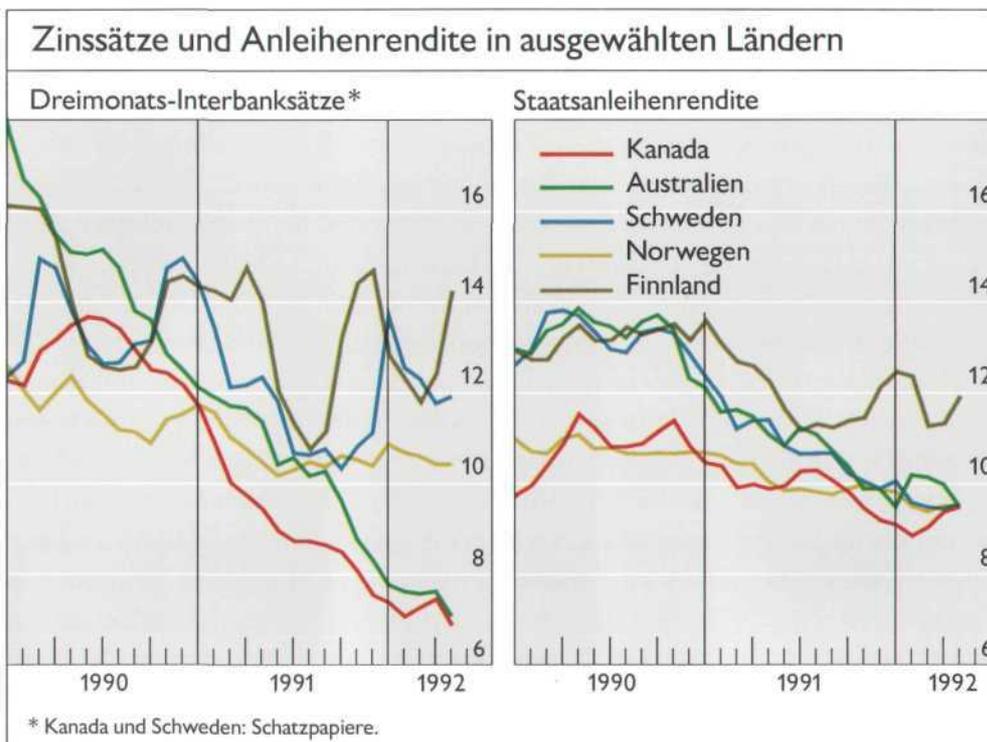
Geldpolitik in anderen EG-Ländern ...

Eine antiinflationäre Geldpolitik in Spanien, die die Peseta dicht an der Obergrenze ihres breiten EWS-Bandes hielt, scheint Anfang 1991 den Rückgang der kurzfristigen Zinssätze in Großbritannien und Frankreich behindert zu haben. Im Sommer entspannte sich die Situation durch einen Rückgang der Peseta-Zinsen, der seinerseits teilweise durch ein Nachlassen des heimischen Inflationsdrucks begünstigt wurde. Anfang 1992 – nachdem die spanischen Geldmarktsätze leicht angezogen hatten – lagen die Peseta und das Pfund Sterling erneut an den entgegengesetzten Grenzen des breiten EWS-Bandes. Insgesamt erwies sich das weite Wechselkursband während des letzten Jahres als vereinbar mit substantiellen Rückgängen sowohl bei den kurzfristigen als auch den langfristigen Zinssätzen in Großbritannien. In Portugal, das dem EWS-Wechselkursverbund im April 1992 mit einem Leitkurs beigetreten war, der marktmäßige Notierungen in der oberen Hälfte des 6-Prozent-Bandes nach sich zog, sanken die Zinssätze 1991/92 deutlich.

Zinspolitik in anderen Industrieländern

... sowie Norwegen, Schweden, Finnland ...

Nachdem Norwegen im Oktober 1990 seine Währung an die ECU anstelle eines handelsgewichteten Währungskorbs gebunden hatte, wurden im Mai und Juni 1991 für die schwedische Krone bzw. Finnmark unabhängig voneinander nationale Verpflichtungen zur Stabilisierung des Wechselkurses gegenüber der ECU bekanntgegeben. Während sich die Wechselkurssysteme der drei Länder einander angenähert haben, reichen die festgesetzten Schwankungsbreiten um den Leitkurs noch von $\pm 1,5\%$ im Falle von Schweden bis $\pm 3\%$ für Finnland. Im Vergleich zu den bisherigen wurden die ohne Paritätsänderungen



übernommenen neuen Standards an den Märkten als härter interpretiert. In jedem Fall folgte ein substantieller Rückgang der Zinsen. Anschließend wurden jedoch die Auswirkungen eines Verlustes an politischer Glaubwürdigkeit sichtbar, als vor dem Hintergrund von außenwirtschaftlichen Störungen und Schwierigkeiten beim Abschluß einer nationalen Lohnvereinbarung die Dreimonatsgeldmarktsätze in Finnland auf ungefähr 20% stiegen. Nachdem die Finnmark gegenüber der ECU um 12,3% abgewertet worden war, bildeten sie sich etwas zurück, zogen aber Anfang April 1992 erneut kräftig an. In diesem Monat waren die langfristigen Zinssätze in Finnland wieder so hoch wie vor der Übernahme des ECU-Standards. In Schweden stiegen die Dreimonatssätze auf Höchstwerte von nahezu 16% im Dezember und 12½% im April 1992, fielen jedoch Ende April 1992 auf 11½%, als klar war, daß die Sveriges Riksbank sich mit ihrem Widerstand gegen eine Abwertung der schwedischen Krone durchsetzen würde; die langfristigen Zinssätze gingen auf 10% zurück.

Der im Dezember durch die Geldpolitik herbeigeführte Rückgang der Geldmarktsätze in der Schweiz erfuhr Anfang 1992 eine scharfe Korrektur, als der DM-Wechselkurs des Schweizer Frankens unter starken Druck geriet. Ende März waren die Dreimonatssätze wieder auf dem Stand von Anfang 1991. Obwohl die Renditen von auf Schweizer Franken lautenden Anleihen unter denen in Deutschland blieben, eine Situation, die seit mindestens dreißig Jahren vorherrscht, scheint sich die Erfahrung zu bestätigen, daß im Falle einer kleinen offenen Volkswirtschaft ein flexibler Wechselkurs nicht immer einen großen geldpolitischen Spielraum gewährt.

Vor dem Hintergrund einer ernsten Rezession und eines scharfen Rückgangs der Inflationsrate wurden in Kanada vom Frühjahr letzten Jahres an die Weichen für eine vergleichsweise starke Rückbildung der kurzfristigen Zinssätze gestellt. Die langfristigen Zinsen fielen stärker als in den USA. Auch in Australien

... Schweiz ...

... Kanada und Australien

wurden 1991 die kurzfristigen Zinssätze beträchtlich gesenkt. Die Tatsache, daß im Februar 1992 die langfristigen Zinssätze in Kanada und Australien auf ähnlichem Niveau lagen wie in Norwegen und Schweden, erinnert daran, daß der internationale Zinszusammenhang an den größeren Märkten die langfristigen Zinssätze bei jedem Wechselkurssystem zu beeinflussen vermag.

Die Wirksamkeit der Geldpolitik

Der konjunkturelle Abschwung, in einigen Ländern von finanziellen Anspannungen begleitet, läßt die Frage aufkommen, wie aktiv die Geldpolitik auf eine solche Situation eingehen sollte. Kann eine deutliche Senkung der kurzfristigen Zinssätze im Wege der Milderung von Schuldenlasten und des Aufhaltens von Preisverfällen bei Vermögenswerten die wirtschaftliche Erholung wirksam stimulieren? Wie mögen die Auswirkungen auf die Preisstabilität über unterschiedliche Zeiträume sein?

Unterschiedliche geldpolitische Ansätze und der Transmissionsmechanismus

Veränderungen
im geld-
politischen
Transmissions-
mechanismus

Die Einschätzung der relativen Vorzüge unterschiedlicher geldpolitischer Strategien durch die Zentralbanken hat sich eindeutig auseinanderbewegt. Bis zu einem gewissen Grade scheinen die Unterschiede im Zusammenhang zu stehen mit Ansichten über die Erwartungsbildung und andere Kanäle, durch die die Geldpolitik die Wirtschaftstätigkeit und das Preisniveau beeinflusst, sowie die Länge und Variabilität der Wirkungsverzögerungen. In einigen Ländern traten während der letzten Jahre infolge von Deregulierung und Innovation im Finanzbereich substantielle Veränderungen im geldpolitischen Transmissionsmechanismus ein. Sie berührten die Wirkungsweise der Zinsen, der Preise für Vermögenswerte, der Geldmenge und der Kreditaggregate sowie des Wechselkurses. Offensichtlich haben einige dieser Veränderungen zu größeren Unterschieden hinsichtlich der Rahmenbedingungen geführt, die die Länder bei der Formulierung ihrer Politik berücksichtigen müssen.

In den letzten Jahren ging die Geldpolitik in der industrialisierten Welt von der Ansicht aus, daß eine strenge Orientierung an der Preisstabilität die befriedigendsten gesamtwirtschaftlichen Ergebnisse bringen würde. In den späten achtziger Jahren gingen Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung und dem Wachstum im allgemeinen Hand in Hand. Aber in einigen Ländern trugen Preiszyklen bei den Vermögenswerten und zunehmende Schuldenlasten schließlich zu einer sich in die Länge ziehenden Rezession bei. Durch Finanzinnovationen und die zyklische Entwicklung der Verschuldung wurden auch einige monetäre Aggregate verzerrt, die der Festlegung eines mittelfristig orientierten antiinflationären Kurses gedient hatten. Die Geldpolitik wurde im allgemeinen stärker auf Wechselkurse oder eine mittelfristige Verpflichtung zur Preisstabilität ausgerichtet. Gleichwohl meinen einige Zentralbanken jetzt, daß die Geldpolitik – angesichts einer deutlichen Rückbildung der laufenden Inflationsraten – gefahrlos mehr in den Dienst einer Erholung der Produktion und der Beschäftigung gestellt werden kann.

Es war niemals angenommen worden, daß eine stabile Geldpolitik Zinsanpassungen als Reaktion auf äußere oder innere Störungen, die das

Inflationspotential erhöhen oder vermindern, überflüssig machen würde. Angesichts fallender Preise für Vermögenswerte und einer hohen Verschuldung könnte in einigen Ländern die kurzfristige Wirkung rückläufiger Geldmarktsätze auf die Wirtschaftsaktivität und die längerfristige Wirkung auf die Inflation geringer und weniger vorhersehbar geworden sein. Einige Zentralbanken haben daraus den Schluß gezogen, daß deshalb ein größerer Rückgang der kurzfristigen Zinssätze gerechtfertigt wäre. In anderen Ländern jedoch sprachen der heimische Inflationsdruck oder das Bestreben, Wechselkursbindungen einzuhalten, gegen Zinssenkungen, die nicht durch eine Stärkung der Glaubwürdigkeit dieser Wechselkursbindungen abgesichert waren. Der begrenzte Spielraum für weitere Rückbildungen von Wechselkursrisikoprämien gegenüber der D-Mark, verbunden mit einem stärkeren länderübergreifenden Zinsverbund als Folge der Abschaffung von Kapitalverkehrsbeschränkungen, kann in unterschiedlichem Ausmaß als Ursache dafür gesehen werden, daß sich der zinspolitische Spielraum in vielen europäischen Ländern verengte. Grundsätzlich wurden solche Beschränkungen jedoch als integraler Bestandteil der mittelfristigen Politik gesehen, der sich die Währungsbehörden weiterhin stark verpflichtet fühlten.

Unterschiedliche Transmissionsmechanismen und geldpolitische Ansätze ...

In den USA konnte die Notenbank im letzten Jahr auf die inflationsdämpfende Wirkung der Rezession verweisen, weil die hauptsächlich verwendeten Wirtschaftsmodelle dort – noch mehr als in anderen großen Volkswirtschaften – weiterhin den Schluß nahelegen, daß Veränderungen geldpolitisch bestimmter Zinssätze die Inflation hauptsächlich über Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage in Relation zum Produktionspotential beeinflussen. Angesichts der Größe der Volkswirtschaft, des vergleichsweise begrenzten Einflusses der Importkosten auf die Inflationsrate sowie des relativ flexiblen Arbeitsmarktes konnte weiter davon ausgegangen werden, daß auch der Wechselkurseffekt vornehmlich über die Gesamtnachfrage übertragen wird. Von der Geldpolitik konnte – mehr als irgendwo anders – erwartet werden, daß sie die Inflation mit einer langen Verzögerung beeinflusst, was die Hoffnung erlaubte, daß jeder nachteilige Effekt möglichst gering gehalten werden könnte, wenn die Geldpolitik bei einer einsetzenden wirtschaftlichen Erholung schnell genug gestrafft würde. Die Erfahrungen der Vergangenheit waren in dieser Hinsicht zwar nicht ermutigend, aber angesichts des Risikos, daß fallende Preise für Vermögenswerte die Finanzinstitute weiter schwächen könnten, war die Geldpolitik hauptsächlich darauf gerichtet, die Ausgaben von Unternehmen und Verbrauchern anzuregen.

... in den USA ...

In Japan wurde die Geldpolitik im vergangenen Jahr in zunehmendem Maße dafür eingesetzt, die Wirtschaftstätigkeit zu unterstützen. In Kanada wurde die Zinspolitik im Lichte der Wechselkursentwicklung weiter auf die Beeinflussung der monetären Bedingungen abgestellt. Seit Februar 1991 operiert die Zinspolitik jedoch im Rahmen eines öffentlich bekanntgegebenen Zeitplans für die Rückführung der Inflation, der als „Anker“ für die Inflationserwartungen dienen soll.

... Japan,
Kanada ...

In den meisten europäischen Ländern trug die Geldpolitik den durch den Wechselkurs übertragenen Einflüssen von Erwartungen und Kosten auf die Inflationsrate weiterhin in starkem Maße Rechnung. In mehreren Ländern behinderten Preisrückgänge bei Vermögenswerten und der Anstieg der Verschuldung

... und europäischen
Ländern

die konjunkturelle Erholung; die Zentralbanken haben jedoch daran festgehalten, daß ein stabiler geldpolitischer Kurs notwendig sei, um das Vertrauen zu stärken. In Europa kann ein in diesem Sinne stabiler Kurs recht einfach über die Wechselkurse definiert werden, betrachtet man die Bedeutung des Wechselkurses im geldpolitischen Transmissionsmechanismus und den vergleichsweise niedrigen Inflationsstandard, der von einem Kern von – dem engen Wechselkursband seit Beginn angehörenden – Ländern gesetzt wird.

Die Entwicklungen in Deutschland während der vergangenen zwei Jahre erinnern jedoch daran, daß grundlegende Veränderungen von öffentlichen Budgetpositionen sowie das Verhalten auf immer noch starren Arbeitsmärkten ebenfalls einen signifikanten Einfluß auf den geldpolitischen Transmissionsmechanismus haben können. Dies gilt auch dann, wenn die Geldpolitik auf einem Kurs zur Stabilisierung der Inflationserwartungen gehalten wird. Die Bundesbank signalisierte deutlich ihre Absicht, einen straffen geldpolitischen Kurs zu verfolgen. Als der Nachfragedruck nachließ, wurde in zunehmendem Maße deutlich, daß die Konsequenzen für die zukünftige Produktions- und Preisentwicklung von den Reaktionen der Gewerkschaften und Arbeitgeber abhängen würden.

Die Offenheit der Volkswirtschaften und die Starrheit der Reallöhne nach unten sind unter anderem Gründe dafür, weshalb die Zentralbanken in den meisten Kernländern des EWS-Wechselkursmechanismus ihre Geldpolitik schon seit langem an den Wechselkursverpflichtungen ausrichten. In einigen Ländern, die in den letzten Jahren engere Bindungen an das EWS oder die ECU hergestellt haben, sind die wirtschaftlichen und finanziellen Strukturen anders, gleichwohl könnte eine wechselkursorientierte Politik hilfreich sein, um hohe Inflationsraten zurückzuführen. Es bleibt abzuwarten, ob einige dieser Länder in einem Klima niedrigerer Inflation womöglich beginnen, wieder ein anderes Wechselkursverhalten in Betracht zu ziehen, das sie gegenwärtig ausschließen.

Zinspolitischer Transmissionsmechanismus

Veränderungen
in der Strenge
des zinspoliti-
schen Transmis-
sionsmechani-
smus

Die Liberalisierung von Kontrollen über Zinssätze, Kreditvergaben und inländische sowie grenzüberschreitende Finanzaktivitäten milderte in vielen Ländern die traditionellen Liquiditätsengpässe für Konsumenten und Unternehmen. Es wurde erwartet, daß die Finanzmarktpreise und Wechselkurse in diesem neuen Umfeld die wichtigsten Kanäle für die Übertragung geldpolitischer Impulse auf die Wirtschaft sein würden. Der auf die Deregulierung folgende Anstieg der Verschuldungsquoten und der Preise für Vermögenswerte schien damals den potentiellen Einfluß steigender Zinssätze auf den Konsum und die Investitionen in einigen Ländern zu vergrößern. Man sah, daß einige dieser Effekte von Reaktionen der Erwartungen abhängen, die nicht leicht voraussagbar sind, und daß eine Schwächung des Vertrauens eintreten könnte, wenn die Preise für Vermögenswerte oder die Schuldenlasten als übertrieben betrachtet würden. Der Frage, wie effektiv sinkende kurzfristige Zinssätze bei der Wiederherstellung des Vertrauens sein könnten, wurde vergleichsweise wenig Aufmerksamkeit geschenkt. Letztes Jahr entwickelte sich jedoch – insbesondere in den USA – die Besorgnis, daß eine Schwächung des geldpolitischen Einflusses auf die langfristigen Zinssätze und auf die Zinssätze der Finanzinstitute gleichzeitig den Einfluß

der Geldpolitik auf die Inanspruchnahme und Vergabe von Krediten sowie die Wirtschaftstätigkeit vermindern könnte.

Von Finanzinstituten angewendete Zinssätze. In vielen Ländern hat ein verschärfter Wettbewerb zwischen Banken und anderen Finanzinstituten sowie die Entwicklung neuer Marktinstrumente (wie Geldmarktfonds und Commercial paper) zu einem beachtlichen Anstieg des Anteils marktnah verzinsten Bankverbindlichkeiten geführt. Bei den Großbanken in Japan stieg dieser Anteil von ungefähr 10% im Jahr 1980 auf über 70% 1990. In den USA, Großbritannien und Frankreich erhöhte sich der Anteil neuer Finanzinstrumente und der traditionellen Sicht-, Termin- und Spareinlagen mit marktnahem Ertrag deutlich. Banken in Japan, Großbritannien und den USA handhaben darüber hinaus die Anpassung der Kreditzinsen für erste Adressen (Prime rate) flexibler. In den USA wurde ein großer Teil der Wohnungsbaukredite auf zinsvariabler Basis vergeben. In Frankreich, den Niederlanden und Deutschland haben sich seit Anfang der achtziger Jahre die Abstände zwischen den „erstadressigen“ (oder den durchschnittlichen) Ausleihesätzen der Banken und den Geldmarktsätzen verengt und sind geringeren Schwankungen unterworfen.

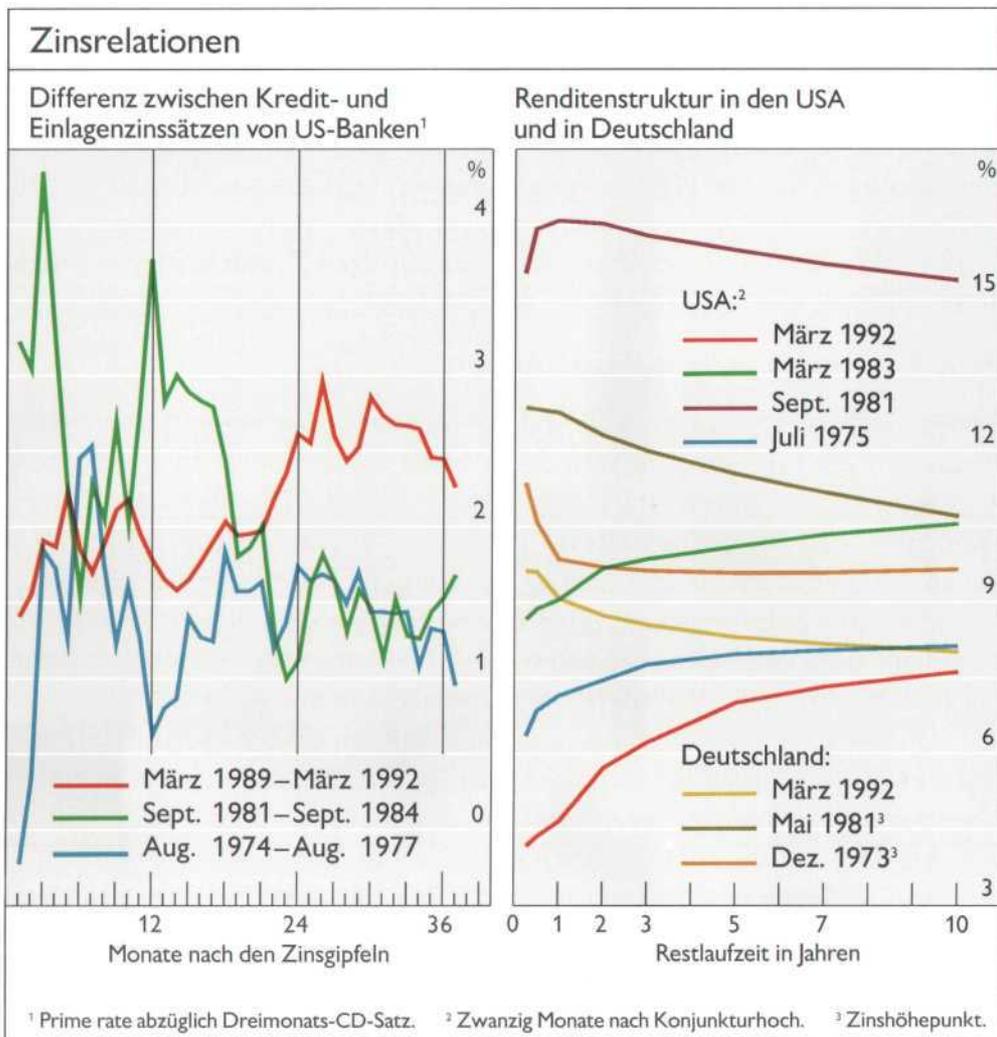
Verstärkte Reaktionen der Einlagenzinssätze auf die Marktzinssätze haben den Transmissionsmechanismus geschwächt, der darauf beruht, daß sich Veränderungen dieser Zinsdifferenz auf die Kreditvergabefähigkeit der Einlageninstitute auswirken. In Frankreich hat der Einfluß von Veränderungen der Marktzinssätze auf die Gewinne der Banken und ihre Bereitschaft zur Kreditvergabe abgenommen; der Anteil marktmäßig verzinsten Forderungen und Verbindlichkeiten ist nun ähnlich hoch. In den USA ging man bis in die jüngste Zeit hinein davon aus, daß die Abschwächung des geldpolitischen Einflusses auf die Verfügbarkeit von Mitteln für Wohnungsbauinvestitionen – infolge der Deregulierung von Einlagenzinssätzen – und das Wachstum verbriefteter Hypotheken in den achtziger Jahren vollständig durch eine Stärkung anderer Zinseinflüsse auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ausgeglichen wurde, insbesondere durch solche, die über den Wechselkurs wirken.

Während der vergangenen zwei Jahre hat der finanzielle Druck die US-Banken allerdings dazu veranlaßt, eine Verbesserung ihrer Gewinnmargen anzustreben, indem Kreditzinsen weniger gesenkt werden, als die Geldmarktsätze zurückgehen, und für Einlagen nicht so aktiv geworben wird. Die Spanne zwischen Ausleihesätzen der Banken für erste Adressen und dreimonatigen CD-Zinssätzen scheint 1991/92 beträchtlich höher geblieben zu sein als in vorangegangenen Perioden einer geldpolitischen Lockerung. Die Zinssätze der Banken für Privatkredite gingen sogar noch weniger zurück; insofern wurde ein Teil des Rückgangs des Tagesgeldsatzes nicht weitergegeben. In Japan setzten die Banken die an den Geldmarktsätzen orientierte flexible Anpassung ihrer kurzfristigen Kreditzinsen für erste Adressen fort und nahmen damit Senkungen des amtlichen Diskontsatzes im allgemeinen vorweg. Es gibt einige Anzeichen dafür, daß die Banken in Japan, Großbritannien, Frankreich, Norwegen und einigen anderen Ländern die Margen für bestimmte Kreditarten erhöhten; sie reagierten hiermit auf den Druck auf die eigenen Gewinne und die Verschlechterung der Bonität von Kreditnehmern.

Langfristige Zinssätze. In den USA, wo der Wohnungsbau und andere Bau-

Wirkungen der Deregulierung und Innovation im Finanzbereich

Auswirkungen des finanziellen Drucks auf Banken



Bedeutung der Reaktion langfristiger Zinsen

aktivitäten auf Veränderungen der langfristigen Zinssätze elastisch reagieren, hängt der geldpolitische Einfluß sehr stark von der Reaktion der langfristigen Zinsen auf Veränderungen der kurzfristigen Zinssätze ab. Ein Vergleich mit ähnlichen Phasen früherer Konjunkturzyklen läßt vermuten, daß die Neigung der US-Zinsstrukturkurve im März 1992 ungewöhnlich steil war, obwohl das Niveau der Anleiherenditen niedriger lag als in den anderen in der obenstehenden Grafik gezeigten Perioden. Insbesondere soweit diese Neigung auf das Vertrauen zurückgeführt werden kann, die Federal Reserve würde jeden zur Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung nötigen Schritt unternehmen, deutet sie darauf hin, daß eine Politik zur Wirtschaftsförderung von vornherein nur eingeschränkt wirksam sein kann. Die von vielen privaten Anleiheemittenten gezahlten Risikoprämien erhöhten sich während der Rezession als Folge der Herabstufung der Bonität von Finanzinstituten und Wirtschaftsunternehmen. In Japan, wo die Anleiherenditen 1991/92 scharf zurückgingen, fielen die langfristigen Kreditzinsen für erste Adressen kräftig.

In Deutschland war die Zinsstrukturkurve von 1989 bis 1992 flach oder invers, und zwar zum ersten Mal seit 1981/82, als die Geldpolitik das Vertrauen der Unternehmen und Verbraucher in die Wirtschaftsentwicklung erst dadurch wiederherstellen konnte, daß sie die kurzfristigen Zinssätze auf ein weit höheres

Niveau als heute führte. Obwohl Anleiheemissionen in den meisten europäischen Ländern nur einen kleineren Teil der Unternehmensfinanzierung ausmachen, dürften die Anleiherenditen eine Rolle bei der Investitionsplanung spielen. Die Zinssätze eines großen Teils der neuen Kreditvergaben durch Finanzinstitute für den Wohnungsbau und für Industrieinvestitionen stehen im Zinsverbund mit Anleiherenditen; im allgemeinen scheinen sie im letzten Jahr – selbst in den EWS-Ländern, in denen die kurzfristigen Zinssätze stiegen – nach unten angepaßt worden zu sein.

Preise für Vermögenswerte und Verschuldung

Der in den meisten Ländern während der achtziger Jahre eingetretene riesige Anstieg im Wert des privaten Vermögens sowie der Verschuldung wurde überwiegend als potentielle Verstärkung der durch Zinsveränderungen ausgelösten Vermögens- und Einkommenseffekte auf die Ausgaben interpretiert. Eine Frage ist, ob die Geldpolitik zu dem Anstieg der Preise für Vermögenswerte und der Schuldenlasten beigetragen hat. Eine zweite, etwas anders gelagerte Frage ist, ob sich die Geldpolitik bemühen sollte, die Auswirkungen der Verschuldung und der fallenden Preise für Vermögenswerte auszugleichen.

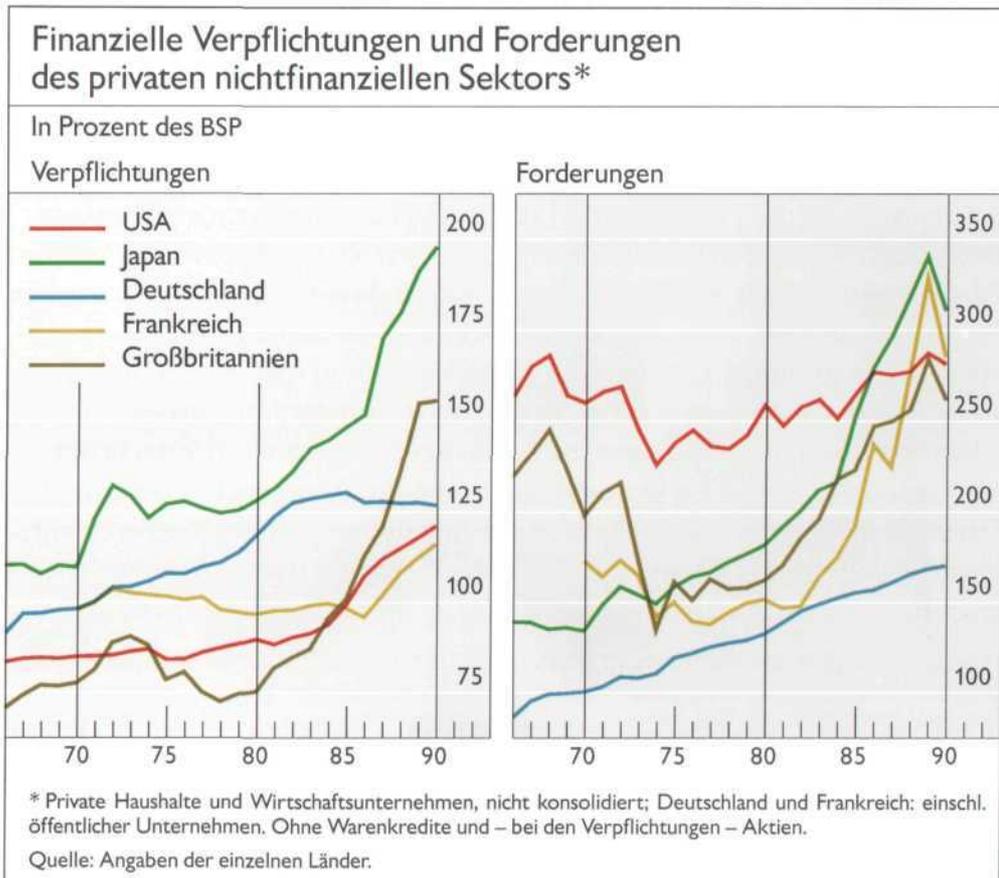
Der Anstieg der Verschuldungsquoten bei den privaten Haushalten und Unternehmen während der achtziger Jahre in den USA konnte nicht in erster Linie der Geldpolitik zugerechnet werden, obwohl Erwartungen, daß eine fortgesetzte Inflation die Schuldenlast mildern würde, von Einfluß gewesen sein müssen. Der Schuldenaufbau wurde nicht in dem Maße wie in anderen Ländern von einem allgemeinen Anstieg der Preise für Vermögenswerte begleitet. Das Verhältnis der privaten Finanzaktiva zum Bruttosozialprodukt blieb unter den Spitzenwerten, die Ende der sechziger Jahre verzeichnet wurden. Die privaten Immobilienpreise stiegen seit ungefähr 1985 durchschnittlich um etwas mehr als das allgemeine Preisniveau, dagegen fielen die Preise für gewerbliche Immobilien in realer Rechnung kontinuierlich. Die wichtigsten Ursachen der Überinvestition in gewerbliche Bauten und der daraus resultierenden Wertberichtigungen auf Kredite bei Finanzinstituten waren – später zurückgenommene – steuerliche Anreize, der auf den Banken lastende Wettbewerbsdruck und die ungenügende Aufsicht über Sparbanken, denen neue Wege bei der Kreditvergabe eröffnet worden waren. Der Anstieg der Unternehmensverschuldung stand in Verbindung mit Aktienrückkäufen – insbesondere im Zusammenhang mit in hohem Maße kreditfinanzierten Fusionen und Unternehmensaufkäufen, was im Unternehmenssektor zu der Verschlechterung der Bilanzrelationen beitrug.

Davon ausgehend, daß die Geldpolitik aktiv darauf ausgerichtet sein sollte, den Einflüssen einer anwachsenden Verschuldung auf die Entwicklung an den Waren- und Arbeitsmärkten entgegenzuwirken, begann die Federal Reserve die Geldpolitik Anfang 1989 zu lockern, weit vor dem Einsetzen der Rezession. Die weitere Senkung der kurzfristigen Zinssätze 1990 und 1991 zielte nicht nur darauf ab, üblicherweise zinselastische Ausgaben zu stimulieren, sondern auch darauf, eine finanzielle Umstrukturierung zu ermöglichen und die Zinslasten zu mildern.

In Japan, Großbritannien und Schweden stieg während der achtziger Jahre die Verschuldung Privater im Vergleich zum Einkommen stark an, was vermutlich

Gründe für den Schuldenaufbau in den USA

Reaktion der Geldpolitik



Preise für Vermögenswerte und Schuldenaufbau in anderen Ländern

ihre Ausgaben gegenüber Veränderungen der Zinslasten sensibler werden ließ. Gleichzeitige Erhöhungen des Privatvermögens spiegelten im wesentlichen einen Anstieg der Immobilienwerte wider, der generell nicht zu einem Anstieg des Geldeinkommens beiträgt. Mit der Privatisierung kommunalen Wohnungseigentums verbreiterte sich in Großbritannien der Immobilienbesitz deutlich, und die privaten Haushalte wurden insgesamt sogar zu einem Nettoschuldner bezüglich zinsvariabler Forderungen. In Frankreich und Italien kam es während der achtziger Jahre nach der Deregulierung zu einem bemerkenswerten Anstieg der Verschuldung der privaten Haushalte, aber es war – wie in Japan – gleichzeitig ein weit größerer Anstieg der Finanzaktiva der privaten Haushalte zu verzeichnen. Die gleichgewichtigen Verschuldungspositionen scheinen zugenommen zu haben; doch wurden die Schuldenlast und die Zinsverpflichtungen mehr oder weniger als überzogen angesehen, als sich die Preise für Vermögenswerte nach unten wendeten und sich die Aussichten für das Einkommenswachstum verschlechterten.

Der in Japan während der achtziger Jahre eingetretene steile Anstieg der Verschuldungsquote der Unternehmen spiegelte weitgehend eigenkapitalbezogene Kreditaufnahmen wider, die teilweise zur Finanzierung des Aufbaus von Finanzaktiva herangezogen wurden. In Großbritannien und einigen nordischen Ländern stiegen während der achtziger Jahre die Verschuldungsquoten der Unternehmen deutlich, im übrigen Europa waren etwaige Zunahmen im allgemeinen jedoch moderat. Eine verbesserte Fähigkeit zur Selbstfinanzierung mag sogar in vielen Fällen dazu geführt haben, daß die Unternehmensinvestitionen weniger stark auf die Kreditkosten reagierten.

Die Betrachtung von Veränderungen der Preise für Vermögenswerte und der Verschuldungsquoten als Elemente des geldpolitischen Transmissionsmechanismus läßt eine weitere Frage aufkommen, nämlich die, wie zuverlässig diese Effekte wohl sein mögen, insbesondere auf kurze Sicht. Viele Länder haben im Laufe der Jahre Schwierigkeiten beim Einsatz der Zinspolitik zur Eindämmung inflationärer, durch Erwartungen auf steigende Preise für Vermögenswerte verstärkter Preisschübe erfahren müssen. Gegenwärtig gilt dies z.B. für Spanien, Portugal und Griechenland. In Großbritannien, Schweden und Kanada war der Preisboom bei den Vermögenswerten während der achtziger Jahre offenbar teilweise darauf zurückzuführen, daß die Geldpolitik zu spät oder zu wenig verschärft wurde; monetäre Zwänge trugen schließlich dazu bei, diesen Preisaufschwung zu beenden. Die Zentralbanken dieser Länder sahen in ihren Erfahrungen einen Hinweis auf die Unvorhersehbarkeit der Reaktionen und zogen den Schluß, daß Versuche, die Geldpolitik zur Stimulierung einer schnelleren wirtschaftlichen Erholung heranzuziehen, riskieren, das Vertrauen weiter zu untergraben.

Folgerungen für die Geldpolitik

Geldmengen und der Transmissionsmechanismus

In einigen Ländern hielten Deregulierungen und Innovationen im Finanzbereich die – auf eine direkte Beeinflussung der Inflationserwartungen gerichteten – Strategien der Geldmengensteuerung aus, vornehmlich, indem sie die Liquiditätskonzepte der eng abgegrenzten Geldmengenbegriffe verwischten. In anderen Ländern, wo breit abgegrenzte Geldmengenbegriffe gebräuchlich waren, stellte der Preisschub bei Vermögenswerten das Hauptproblem dar. Dieser wurde beispielsweise in Großbritannien von einem intensiven Wettbewerb unter Banken und Building societies um die Ausweitung ihrer Bilanzen begleitet. Breit angelegte Geldmengenkonzepte, die in Deutschland und einigen anderen Ländern weiterhin zur Formulierung von Geldmengenzielen herangezogen werden, bleiben gegenüber zinsbedingten Portfolioumschichtungen sensibel. In dem Maße, wie solche Umschichtungen Reaktionen der Wirtschaft vorangehen, können die Geldmengen als vorlaufende Indikatoren genutzt werden. Allerdings werden die Bewegungen breiter Geldmengen typischerweise mehr durch gleichzeitige Entwicklungen der Bankkredite beeinflusst, die ihren wichtigsten Gegenposten in den Bankbilanzen darstellen. Daher spiegeln sich in weiten Geldmengenabgrenzungen oftmals Veränderungen der Kreditsituation wider, die mit der laufenden Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit im Zusammenhang stehen. Aus dem gleichen Grund tragen sie aber gelegentlich auch zur Klarheit über ungewöhnliche Entwicklungen im Bankensystem oder bei der Verschuldung in der Wirtschaft bei.

Beziehungen zwischen den Entwicklungen von breiten Geldmengen und Krediten

Auch in den Ländern, in denen die breit gefaßte Geldnachfrage nach ökonomischen Maßstäben nicht hochgradig stabil ist, dürfte die Einkommenskreislaufgeschwindigkeit des Geldes ausreichend vorhersagbar sein, um die Festsetzung von Geldmengenzielen auf der Basis des geschätzten Wachstums der Nachfrage oder des Produktionspotentials sowie von Normen für die Inflationsrate zu rechtfertigen. Zielabweichungen können auf die Stärke des potentiellen Inflationsdrucks hinweisen. Dies muß jedoch nicht so sein, wenn Geldmengen, die vorher in einem stabilen Verhältnis zur Wirtschaftstätigkeit und zur Inflation

Bedeutung für die Interpretation monetärer Entwicklungen

Monetäre Entwicklungen in den USA ...

standen, auf Entwicklungen an den Kreditmärkten reagieren, die sich in starkem Maße darauf auswirken, wie sich die Banken um zusätzliche Einlagen bemühen. Wenn dabei – wie in den USA 1990 und 1991 – ungewöhnliche Veränderungen der Opportunitätskosten der Geldhaltung eintreten, kann nicht generell davon ausgegangen werden, daß Versuche der Zentralbank, Veränderungen bei der Umlaufgeschwindigkeit auszugleichen, der mittelfristigen Kontrolle der Inflation dienlich sein werden. Ein mit mittelfristiger Preisstabilität zu vereinbarender Kurs muß auf andere Weise gefunden werden.

In den USA ist die langjährige Vorlaufseigenschaft von Veränderungen des M₂-Wachstums in bezug auf Veränderungsraten der Kreditvergabe von Einlageninstituten und das Wirtschaftswachstum während der letzten zwei Jahre weniger verlässlich geworden. Rückblickend betrachtet könnte die Verlangsamung des M₂-Wachstums im Sommer 1991 als Hinweis auf die sich anschließende Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit verstanden werden, tatsächlich stellte aber das langsame Kreditwachstum den wichtigsten Einfluß auf das Verhältnis des Wachstums der breiten Geldbestände zu dem des Einkommens dar. Die Reaktion von M₂ auf die Rückbildung der kurzfristigen Marktsätze wurde dadurch abgefangen, daß die Einlagenzinssätze gesenkt wurden, während die steile Zinsstrukturkurve und die attraktiven Ertragsmöglichkeiten aus der Anlage in Anleihen- und Aktieninvestmentfonds gleichzeitig eine Umschichtung von Einlagen in Kapitalmarktanlagen begünstigten. Ein anderer Faktor, der bei der Absenkung der Zielvorgaben für M₃ 1991 und 1992 berücksichtigt worden war, war die Übernahme von Aktiva der Sparbanken in die Bilanz der Resolution

Geldmengen und Kreditaggregate: Zielvorgaben und Zuwachsraten							
		USA			Japan	Deutschland	Frankreich
		M ₂	M ₃	TDNS	M ₂ + CD	M ₃	M ₃
		viertes Quartal gegen viertes Quartal des Vorjahrs, Prozent					
1991	Zielvorgabe ¹	2½–6½	1–5	4½–8½	2–3	3–5 ²	5–7
	Ergebnis	2,8	1,2	4,5	2,2	5,2	4,2
1992	Zielvorgabe ¹	2½–6½	1–5	4½–8½	ca. 2 ³	3½–5½	4–6
		Großbritannien	Italien	Spanien	Portugal	Griechenland	Schweiz
		M ₀	M ₂	ALP	L–	M ₃	NBG
		Dezember gegen Dezember des Vorjahrs, Prozent ⁴					
1991	Zielvorgabe ¹	0–4	5–8	7–11	ca. 12	14–16	2
	Ergebnis	2,2	8,9	12,1	15,2	11,7 ⁵	1,4
1992	Zielvorgabe ¹	0–4	5–7	8–11 ⁵	12–16	9–12 ⁵	1

Anmerkung: TDNS = gesamte Inlandsverschuldung der nichtfinanziellen Sektoren; M₀ = weit abgegrenzte monetäre Basis; ALP = liquide Mittel in der Hand privater Nichtbanken; L– = Gesamtliquidität der nichtfinanziellen Inländer; NBG = Notenbankgeldmenge.

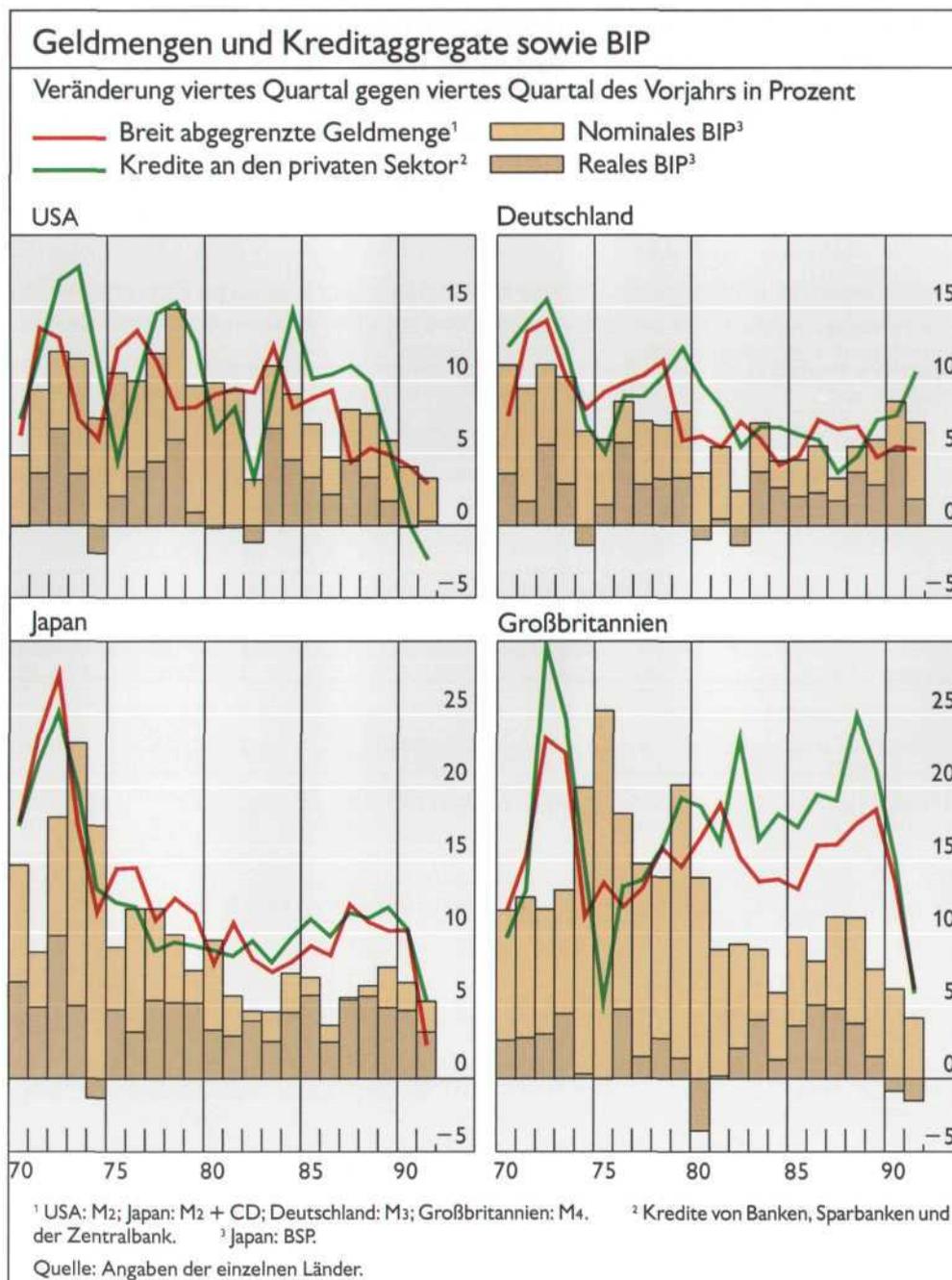
¹ TDNS in den USA: nur angestrebter Bereich; M₂ + CD in Japan und NBG in der Schweiz: nur Projektion; L– in Portugal: nur Richtwert. Der Wert für die Schweiz für das Jahr 1992 ist nur eine mittelfristige Norm. ² Im Juli 1991 angepaßt von 4–6%. ³ Zweites Quartal gegen zweites Quartal des Vorjahrs. ⁴ Großbritannien: Zwölfmonatszeiträume bis März des folgenden Jahres; Schweiz: viertes Quartal gegen viertes Quartal des Vorjahrs. ⁵ Neue Konzeption.

Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

Trust Corporation, wo diese mit Papieren des Schatzamtes anstelle von Einlagen refinanziert wurden.

Ein enges Verhältnis zwischen der Entwicklung der breiten Geldmengen und der Bankkredite ist in anderen Ländern schon früher beobachtet worden. In Japan wie in Großbritannien zeichnete die Entwicklung der breiten Geldmengen in den achtziger Jahren den Boom bei den Preisen für Vermögenswerte und den Krediten sowie – in den letzten zwei Jahren – den Rückgang der Kreditausweitung und des Wachstums des Vermögens der privaten Haushalte nach. Zinsdifferenzen, die Anlagen in nicht in der Geldmenge $M_2 + CD$ enthaltenen Postspar-einlagen begünstigten, trugen zu dem langsamen Wachstum dieser Geldmenge bei. In Großbritannien kam es letztes Jahr zu einer Übereinstimmung des M_4 -Wachstums mit dem des nominalen BIP.

... Japan, Groß-
britannien ...



... Deutschland ...

In Deutschland hat die über mehrere Monate oder ein Jahr betrachtete Veränderung des Wachstums der Geldmenge M_3 im allgemeinen ziemlich zuverlässige Hinweise auf die zukünftige Entwicklung der Wirtschaft und des Preisniveaus gegeben. In den letzten Jahren war die Ausdehnung der D-Mark auf Ostdeutschland eine Quelle der Unsicherheit. Die Besorgnis über die daraus resultierenden hohen Geldbestände spiegelte sich Mitte letzten Jahres in einer Rücknahme der Zielvorgabe der Bundesbank für das M_3 -Wachstum 1991 wider. Angesichts der sich anschließenden, von der Kreditvergabe angetriebenen Beschleunigung des M_3 -Wachstums beinhaltet das Geldmengenziel für 1992, das mit einer unveränderten normativen Vorgabe für die Preissteigerung von 2% kalkuliert wurde, eine straffe Geldpolitik.

... und anderen EG-Ländern

Auch in einigen Ländern, die hauptsächlich auf Wechselkursziele als geldpolitischen Anker abstellen, dienen monetäre Aggregate weiterhin als Indikator für Entwicklungen im Transmissionsmechanismus und spielen eine Rolle bei der Darstellung der Geldpolitik. In Frankreich und Italien schienen 1991 die Zuwachsraten für die breiten Geldmengen und die Kreditausweitung ziemlich hoch zu sein, wenn man die Verlangsamung des nominalen BIP-Wachstums bedenkt. In Spanien behielten die monetären Aggregate vor dem Hintergrund der Stärke der Peseta im breiten EWS-Band eine nützliche Indikatorfunktion, ebenso in Portugal und Griechenland, wo einige Devisenkontrollen in Kraft blieben. Das im letzten Jahr nach wie vor hohe monetäre Wachstumstempo in diesen drei Ländern (in Griechenland unter Berücksichtigung von Steueränderungen, die Vorteile für Staatspapiere brachten) zeugt von anhaltendem Inflationsdruck.

Kredite im geldpolitischen Transmissionsprozeß

Es wurde erwartet, daß Kredithemmnisse in einem deregulierten Umfeld eine geringere Rolle für den Transmissionsmechanismus spielen würden, obwohl zweifellos die Möglichkeit gegeben war, daß die Kreditgeber ihre Kreditkonditionen in einer Rezession verschärfen würden. Über die vergangenen zwei Jahre hinweg haben die Kreditaggregate in den meisten Ländern allerdings vornehmlich auf die Abschwächung der Kreditnachfrage reagiert, die ihrerseits teilweise durch Besorgnisse über die Verschuldungsposition ausgelöst wurde.

Kreditbedingungen in den USA

In den USA spiegelte der letztjährige Einbruch bei den Krediten von Einlageninstituten an den privaten Sektor einen weiteren Rückgang der Aktiva von Sparbanken wider, der von einem – sich im wesentlichen auf Anlagen in Staatspapieren konzentrierenden – bescheidenen Anstieg der Kredite von Geschäftsbanken um 4,0% begleitet wurde. Hypothekarschuldner hatten Zugang zu verbrieften Darlehen, und viele Unternehmen verschafften sich Mittel über die Ausgabe von Anleihen und Aktien. Allerdings wurden die Kreditkonditionen von Finanzintermediären außerhalb des Bankensektors gestrafft, von denen viele normalerweise an kleine oder bonitätsmäßig niedriger eingestufte Unternehmen ausleihen; hierin ist die Folge ihrer Engagements an den Märkten für gewerbliche Immobilien und Anleihen niedriger Bonität zu sehen.

Die Befragungen leitender Kreditmanager durch die Federal Reserve lassen erkennen, daß der Prozentsatz von Banken, die eine Straffung ihrer Kreditbedingungen melden, seit Januar 1991 abnimmt, obwohl die meisten Banken weiterhin feststellten, daß die Konditionen straff blieben. Der Überhang an

notleidenden Krediten und der fortgesetzte Rückgang der Immobilienpreise ließen intakte US-Banken beim Abschluß neuer Kredite, insbesondere für Immobilien, ungewöhnlich vorsichtig bleiben. Die Eigenkapitalanforderungen der Bankenaufsicht waren dabei nicht der Haupteinfluß – im September waren etwa 96% der Banken in der Lage, den 8-Prozent-Standard zu erfüllen, der nach der Basler Eigenkapitalvereinbarung ab Ende 1992 anzuwenden ist, gleichwohl entfielen auf die verbleibenden Banken ungefähr 9% aller Bankaktiva. Die Senkung der Reserveanforderungen und die Abschaffung der 25-Prozent-Grenze für den Anteil von nichtkumulativen ewigen Vorzugsaktien am Kernkapital von Bankholdings wurden durch gemeinsame Bemühungen der Federal Reserve und anderer US-Aufsichtsbehörden ergänzt; damit sollte die öffentliche Besorgnis beschwichtigt werden, die Bankenaufsicht könnte zu einem übermäßig reservierten Verhalten der Banken bei der Kreditvergabe beitragen. In gemeinsamen Stellungnahmen machten die Aufsichtsbehörden im März und Oktober klar, daß Immobilienkredite, die von den Darlehensnehmern bedient werden, nicht wegen gegenwärtig unzureichender Werthaltigkeit von Sicherheiten wertberichtigt werden sollten. Banken, die die Eigenkapitalstandards nicht erfüllten, aber Programme vorweisen konnten, um diese zu erreichen, wurde gestattet, weiterhin neue Kredite zu vergeben.

Reaktionen der Bankenaufsicht

Zunahme von Bankkrediten nach Arten ¹							
Position/Jahr	USA	Japan	Großbritannien	Deutschland	Frankreich	Italien	Schweden
	Veränderung der Jahresendstände als Jahresrate, Prozent						
Unternehmenskredite ²							
1983–90	6,5	7,7	18,0	6,3	10,0	15,0	19,5
1991	–4,0	2,4	6,3	14,4	6,2	14,4	1,0
Wohnungsbaukredite ³							
1983–90	14,3	19,0	14,9	5,0	9,1	–	–
1991	3,3	4,4	4,3	6,1	5,5	–	–
Privatkredite ⁴							
1983–90	8,6	14,6	16,4	7,3	22,5	20,4	13,1
1991	–4,1	6,1	3,6	13,3	–2,6	34,4	–16,3

¹ Frankreich: gesamtes Kreditsystem; andere Länder: nur Banken. ² USA: Kredite an Industrie, Handel und Gewerbe. ³ USA und Japan: Immobilienkredite; Frankreich: einschl. Kredite zur Grundstückserschließung. ⁴ Japan, Italien und Schweden: einschl. Wohnungsbaukredite.
Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

In den meisten anderen Ländern gab es keine klaren Hinweise auf eine nennenswerte Behinderung der Geschäftstätigkeit durch Beschränkungen der Verfügbarkeit von Krediten, und die Zentralbanken hielten es unter diesen Umständen für vertretbar, daß die Banken dazu tendierten, bei der Beurteilung der Kreditwürdigkeit „konservative“ Maßstäbe anzulegen oder sich mit Rücksicht auf die Erfahrung von Kreditverlusten um größere Zinsspannen zu bemühen.

Der auf das starke Wachstum in den achtziger Jahren folgende Rückgang der Bankkredite an den Immobilienbereich in Großbritannien, Schweden und der Schweiz war im wesentlichen eine verspätete Reaktion auf die angesichts des verbreiteten Falls der Immobilienpreise aufgelaufenen Risikopositionen ge-

Zunahme der Bankkredite an den privaten Sektor¹

Veränderung der Jahresendstände in Prozent

	Frankreich	Niederlande	Belgien	Spanien	Portugal	Schweiz	Australien
1982–84 Konjunkturtief ²	5,2 ³	1,3	2,8	4,3	21,5	3,7	10,9 ⁴
1990	11,0	6,5	7,6	10,2	13,7	8,8	7,3
1991	5,5	6,9	7,9	12,8	24,4	5,1	-1,6
	Italien	Kanada	Schweden	Norwegen	Finnland	Dänemark	Griechenland
1982–84 Konjunkturtief ²	9,6	-4,7	7,8	13,3	16,1	11,0	17,3
1990	15,4	8,1	3,6	3,3	11,1	3,4	16,5
1991	15,2	6,3	-2,5	-1,4	5,3	2,1	16,2

¹ Einschl. Krediten von Sparinstituten und der Zentralbank. ² Niedrigste Zuwachsrate für Dezember gegen Dezember des Vorjahrs während der Periode. ³ 1986. ⁴ Juni gegen Juni des Vorjahrs.

Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

Einflüsse auf die Kreditbedingungen in Großbritannien, Schweden, der Schweiz, Japan und Frankreich

genüber diesem Sektor. In Japan und vielen europäischen Ländern hat die Konkurrenz mit Finanzintermediären außerhalb des Bankensektors es während der achtziger Jahre nicht verhindert, daß die übrigen Bankkredite an Unternehmen stark expandierten. Das langsame Wachstum bzw. der Rückgang des Unternehmenskreditgeschäfts von Banken war 1991 vornehmlich darauf zurückzuführen, daß Unternehmen einen geringeren Bedarf an Außenfinanzierung hatten und bei der Kreditaufnahme Zurückhaltung übten, wenngleich in einigen Fällen Wertberichtigungen oder Ausbuchungen von Krediten direkt zu dieser Entwicklung beitrugen. In Großbritannien und Japan nahm der Rückgriff der Unternehmen auf die Anleihemärkte zu. In Japan wies darüber hinaus eine Verlangsamung der Mittelaufnahme bei Versicherungsgesellschaften auf eine schwache Kreditnachfrage hin. Die Bank of Japan nutzte diese Situation, um ihre langjährige Einflußnahme auf das Kreditgeschäft der Banken durch ihre „window guidance“ im Zusammenhang mit ihrem Refinanzierungsgeschäft aufzugeben.

Die japanischen Banken beantworteten den von fallenden Aktienkursen verursachten Druck auf ihre Eigenkapitalposition vor allem mit einer Rückführung ihrer Interbankforderungen. In Großbritannien blieb die Eigenkapitalausstattung großer Banken recht gut. Die Bank of England ermunterte die Finanzinstitute zu einer gemeinsamen unterstützenden Haltung gegenüber Unternehmen, die sich vorübergehend Schwierigkeiten gegenüber sahen, und sie wies auf die Wirkung hin, die Veräußerungen von Immobilien im Wege der Sicherheitenverwertung auf die Immobilienpreise haben können. In Frankreich war die Kreditverknappung weitgehend auf die Ausleihungen an Private begrenzt.

Kontrastierende Entwicklungen in anderen Ländern

In Schweden, Norwegen, Finnland und Australien nahmen die Kredite der Geschäftsbanken nur sehr langsam zu oder gingen zurück, allerdings stellten die Kredite anderer Finanzinstitute einen teilweisen Ausgleich dar; die Verlangsamung des Wachstums der breiten Geldmengen kann überwiegend auf die Schwäche der Kreditnachfrage zurückgeführt werden.

In Deutschland beschleunigte sich die Kreditausweitung 1991 unter dem

Einfluß verschlechterter Selbstfinanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen. Ein nennenswerter Teil der Zunahme ging auf Wiederaufbaukredite für Ostdeutschland zurück, die im Rahmen öffentlich subventionierter Programme gewährt wurden. Auch in Italien, Spanien, Irland, Portugal und Griechenland blieb das Kreditwachstum im vergangenen Jahr bemerkenswert stark.

Unsicherheiten in der gegenwärtigen Situation

In den USA, wo die Verlangsamung der laufenden privaten Verschuldung 1989 begann, hielt die Tendenz zu schrumpfenden Bilanzen an. Zinsrückgänge und steigende Aktienkurse ermöglichten es den privaten Haushalten und Unternehmen im letzten Jahr, ihre Bilanzen umzustrukturieren; gleichwohl vermochten niedrigere Schuldendienstlasten und Kosten für Hypothekarkredite es nicht, ein schnelles Wiedereinsetzen neuer Kreditaufnahmen zur Finanzierung von Ausgaben anzuregen. Der Wiederanstieg der Anleiherenditen und das Anziehen des gewogenen Dollarkurses Anfang 1992 drohten zwei Wege zu schwächen, auf denen zuvor die geldpolitische Lockerung zu wirken begonnen hatte. In Großbritannien, Kanada und Australien, wo im letzten Jahr deutliche Zinsrückgänge eingetreten waren, kam auch die Verschuldungsposition des privaten Sektors in eine bessere Übereinstimmung mit realistischen Erwartungen für das Einkommen und den Wert von Vermögenspositionen. Es bleibt abzuwarten, ob der in einigen dieser Länder verzeichnete bemerkenswerte Rückgang der laufenden Inflationsraten aufrechterhalten und ob die in der Rezession eingetretene Verschlechterung öffentlicher Budgetpositionen bei einer wirtschaftlichen Erholung umgekehrt werden kann.

Ende 1991 und Anfang 1992 brachen in Japan die Aktienkurse ein und durchkreuzten damit tendenziell einige Wirkungen des Zinsrückgangs. Der Kursverfall kann wahrscheinlich als Korrektur vorangegangener spekulativer Kursanstiege gesehen werden. Gleichwohl ist es unsicher, wie die Wirtschaftstätigkeit auf die Lockerung der Geldpolitik und die moderat expansiven Budgetmaßnahmen reagieren wird. In Deutschland umgeben Unsicherheiten das Tempo, mit dem geplante Investitionen in Ostdeutschland – viele von ihnen subventioniert und nicht sehr zinselastisch – umgesetzt werden. Die Perspektiven für die Wirtschaft hängen von den Lohnabschlüssen und Budgetverbesserungen ab, die den künftigen Restriktionsgrad der Geldpolitik wesentlich bestimmen werden.

Auswirkung monetärer und finanzieller Bedingungen auf die Perspektiven der Wirtschaft

Die Wirkungsweise des EWS und Pläne für die Europäische Währungsunion

Aktuelle Probleme bei der Wirkungsweise des EWS

In den letzten zwei Jahren hat die Unzufriedenheit über die Wirkungsweise des EWS-Wechselkursmechanismus zugenommen, während der auf die Weiterentwicklung des Wechselkursverbunds zur Währungsunion gerichtete politische Prozeß vorangebracht wurde.

Es wurden Besorgnisse zum Ausdruck gebracht, daß die vereinigungsbedingten ökonomischen und sozialen Umwälzungen in Deutschland dessen Eignung als Inflationsanker fundamental schwächen könnten, während andere Län-

Zwänge in der Wirkungsweise des EWS-Wechselkursmechanismus

der nicht in der Lage wären, diese Rolle zu übernehmen. In Deutschland hat die Inflation seit 1987 deutlich zugenommen und ist jetzt höher als in einer Reihe anderer Länder des EWS-Wechselkursverbunds. Die auseinanderlaufenden Entwicklungen bei öffentlichen Haushalten, Löhnen und Gehältern sowie der Gesamtwirtschaft in Deutschland haben auch ein Schlaglicht darauf geworfen, daß in anderen Ländern des EWS-Wechselkursmechanismus nur ein begrenzter Spielraum für eine die Binnenwirtschaft unterstützende Anpassung der Politik zur Verfügung steht.

Auswirkung der Entwicklungen in Deutschland auf andere EG-Länder

Von den Entwicklungen in Deutschland wurde die Wirtschaftsaktivität in anderen EG-Ländern unmittelbar angeregt. Der Zusammenbruch der Produktion in Ostdeutschland übertraf die meisten Vorausschätzungen, andererseits wurde der Konsum durch öffentliche Einkommenstransfers unterstützt, die sich 1991 auf ungefähr die Hälfte des dortigen Bruttoinlandsprodukts beliefen. Der enorme Nachfrageschub aus Ostdeutschland brachte die Produktionskapazitäten in Westdeutschland unter Druck und ließ Deutschlands Importe aus anderen EG-Ländern in einer Phase zunehmen, in der sich deren Wirtschaftstätigkeit verlangsamte. Nach Schätzungen der EG-Kommission belief sich der Anstieg 1991 auf 0,6% ihres Bruttoinlandsprodukts. Im einzelnen lag die Zunahme bei nahezu 1% des Bruttoinlandsprodukts in Belgien und den Niederlanden bzw. 0,7–0,8% in Frankreich, Irland und Dänemark und 0,4–0,5% in Großbritannien, Spanien, Griechenland und Portugal.

Der Anstieg der langfristigen Zinssätze in Deutschland 1990 spiegelte offensichtlich marktmäßige Erwartungen wider, daß weder der Staats- noch der Privatverbrauch sich zugunsten einer zu erwartenden Zunahme privater und öffentlicher Investitionen zurückbilden würde. Im allgemeinen wird vermutet, daß die Zinsen real anstiegen. Dennoch blieb die D-Mark anschließend überwiegend schwach gegenüber anderen Währungen mit flexiblen Wechselkursen. Zumal keine nominalen Leitkursanpassungen vorgenommen wurden, änderte sich ihr realer gewogener Wechselkurs im Vergleich zu anderen europäischen Währungen durchschnittlich wenig.

Daß die Löhne und Preise in den meisten anderen europäischen Ländern nicht unvermittelt auf den Lohnanstieg in Deutschland reagierten, war zwar ein glücklicher Umstand, dürfte aber gleichzeitig die begrenzte Integration der Arbeitsmärkte in Europa widerspiegeln. In jenen Ländern des EWS-Wechselkursmechanismus, in denen die Inflationsraten unter der in Deutschland blieben und damit zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit beizutragen begannen, schien eine Phase erfolgversprechender binnenwirtschaftlicher Anpassung eingesetzt zu haben.

Unterschiedliche Zinszwänge von Land zu Land

Auf der anderen Seite konnten die Nominalzinsen im allgemeinen nicht unter die in Deutschland zurückgeführt werden, und sie erschienen im Vergleich zu den jüngsten heimischen Inflationsraten hoch. Doch der deutsche Zins einfluß variierte von Land zu Land. Am ausgeprägtesten war er im Falle von Belgien, den Niederlanden, Dänemark und Frankreich, wo die Nominalzinsen dem deutschen Zinsniveau am nächsten kamen. Diese Länder haben substantiellen Nutzen aus der Exportwelle nach Deutschland gezogen. Ende 1991 schien dieser konjunkturell belebende Effekt allerdings ausgelaufen zu sein. Dies waren gleichzeitig die Länder, die über Jahre hinweg am meisten für die Glaubwürdigkeit

ihrer Wechselkursverpflichtungen getan hatten. Für den Fall einer Einbuße an Glaubwürdigkeit sahen sie sich den größten potentiellen Inflations- und Zinskosten gegenüber. Die Spannen, um die die Zinssätze in Frankreich, Dänemark und ganz besonders in Italien die deutschen im März 1992 übertrafen, ließen vermuten, daß in diesen Ländern einiger Spielraum bestand, um die Zinssätze mit einer auf eine weitere Festigung der Glaubwürdigkeit gerichteten binnenwirtschaftlichen Politik zurückzuführen. In Großbritannien lagen die Zinssätze im April 1992 $\frac{1}{2}$ bis 1 Prozentpunkt über denen in Deutschland. In den nordeuropäischen Ländern, die ECU-Standards übernommen hatten, blieb die „Glaubwürdigkeitsprämie“ höher. Spanien, Portugal und Griechenland waren weiter mit Schwierigkeiten aufgrund ausländischer Mittelzuflüsse konfrontiert, die von relativ hohen, zur Bekämpfung der heimischen Inflation nötigen Nominalzinssätzen angezogen wurden. Diese Länder haben in dem Maße Spielraum für Zinssenkungen, wie der Inflationsdruck nachläßt.

Die Zinsentwicklung in einigen nordischen Ländern Ende 1991 und Anfang 1992 konnte wohl kaum als Ermutigung für weniger starre Wechselkursansätze in Ländern dienen, die ihre Zinssätze als wechselkursbestimmt betrachten. Die meisten europäischen Länder sehen irgendeine Art von festem Wechselkursstandard als die einzige praktikable Lösung und wissen, daß Zinsprämien unter flexiblen Wechselkursen häufig höher waren als unter starren. Gleichwohl dürfte die Wirkungsweise von durch Abwertungen hervorgerufenen Lohn-Preis-Spiralen in mittelgroßen Ländern nicht so unmittelbar oder schwerwiegend sein wie in kleineren Ländern, insbesondere während einer Rezession.

Die Möglichkeiten für eine expansive Finanzpolitik sind in Ländern mit großen Haushaltsdefiziten oder hohen Verschuldungsquoten klar begrenzt. In ein paar Ländern ist die öffentliche Haushaltslage weniger angespannt, aber die jüngste Erfahrung in Großbritannien deutet auf die Gefahr hin, daß die Haushaltsdefizite während einer Rezession zügiger als erwartet zunehmen, und zwar selbst dann, wenn die diskretionären expansiven Finanzimpulse begrenzt sind. Dies weist gleichzeitig auf eine gewisse Gefahr nachteiliger Reaktionen der Zinsen und an den Devisenmärkten hin. Die Entwicklungen in Deutschland veranschaulichen die Probleme, auf die man bei der Suche nach einem Konsens über Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen sogar dann trifft, wenn sich die Öffentlichkeit der Notwendigkeit einer Lastenteilung bewußt ist. Doch wenn sich in Deutschland Haushalts- und Lohnentwicklungen, die eine Senkung des deutschen Zinsniveaus zulassen könnten, nur langsam entfalten, dürften andere Länder angesichts eines sich verlangsamenden Wirtschaftswachstums beginnen, ihre auf eine Ausschaltung der haushaltsmäßigen Wirkung automatischer Stabilisatoren gerichtete Politik zu überdenken. Einige Länder dürften mit einem zunehmenden Druck konfrontiert werden, größere Haushaltsdefizite hinzunehmen, als es mit ihren Programmen zur Haushaltskonsolidierung vereinbar ist.

Die Beschlüsse von Maastricht

Nach vorbereitenden Erörterungen in zwei Regierungskonferenzen während des Jahres 1991 erzielten die EG-Staats- und -Regierungschefs bei ihrem Treffen in Maastricht im Dezember eine Einigung über den Entwurf eines Vertrags über die Europäische Union. Er enthält Änderungen des Vertrags von Rom, die erfor-

Wirtschaftspolitische Optionen für europäische Länder neben Deutschland

Einigung über die Herbeiführung einer europäischen Währungsunion

derlich sind, um eine europäische Währungsunion mit unwiderruflich festgeschriebenen Wechselkursen und einer einheitlichen Geldpolitik herbeizuführen, die schließlich in die Einführung einer Einheitswährung münden soll.

Wenn der im Februar unterzeichnete Vertrag im Verlauf von 1992 von den Mitgliedstaaten ratifiziert wird, könnte er zum 1. Januar 1993 in Kraft treten. Nur Großbritannien hat sich in einem Zusatzprotokoll zu dem Vertrag die Möglichkeit vorbehalten, seinen Eintritt in die Währungsunion von einer späteren parlamentarischen Entscheidung abhängig zu machen.

Der Vertrag sieht ein ehrgeiziges Programm vor. Während der ersten Stufe, die im Juli 1990 begonnen hat, sind sämtliche bislang noch verbliebenen Beschränkungen des Kapitalverkehrs abzuschaffen und direkte Kreditvergaben der Zentralbanken an die öffentliche Hand zu beenden. Die Zusammensetzung des ECU-Währungskorbs ist mit dem Inkrafttreten des Vertrags einzufrieren.

Nach dem Vertrag von Maastricht beginnt das Übergangsstadium (Stufe II) am 1. Januar 1994, wenn das Europäische Währungsinstitut (EWI) die Aufgaben des Ausschusses der Präsidenten der EG-Zentralbanken übernehmen wird. Es soll die geldpolitische Koordination zwischen den Mitgliedstaaten stärken und technische Vorbereitungen für die dritte Stufe treffen, wobei die letzte Verantwortung für die Geldpolitik bei den nationalen Währungsbehörden verbleibt. In dieser Stufe sind Schritte zu unternehmen, um die Herstellung einer vollständigen Unabhängigkeit der Zentralbanken von anderen nationalen Behörden sicherzustellen.

Das EWI wird von einem Rat geleitet, der aus den Präsidenten der EG-Zentralbanken und einem hauptamtlichen Präsidenten des EWI besteht. Es kann bei der Verwaltung von Währungsreserven als Agent für die Mitgliedstaaten tätig werden, die einen Teil ihrer Reserven bei dem neuen Institut zu halten wünschen, aber nicht auf eigene Rechnung an den Devisenmärkten operieren. Über seinen Sitz ist vor Ende 1992 zu entscheiden.

Etwas unerwartet haben die Staats- und Regierungschefs beschlossen, daß die dritte und gleichzeitig abschließende Stufe zur Herstellung einer vollständigen Währungsunion für diejenigen EG-Mitgliedstaaten, die für die Teilnahme als geeignet beurteilt wurden, spätestens am 1. Januar 1999 beginnen soll, und zwar auch dann, wenn diese nicht die Mehrheit darstellen. Die Union kann bereits 1997 gebildet werden, sofern die Staats- und Regierungschefs mit qualifizierter Mehrheit entscheiden, daß eine Mehrheit der Mitgliedstaaten die nötigen Bedingungen erfüllt und das Vorziehen des Zeitpunkts zweckmäßig ist.

Mit Beginn der dritten Stufe werden die Wechselkurse der teilnehmenden Währungen unwiderruflich fest miteinander verbunden, und das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) zusammen mit der Europäischen Zentralbank (EZB) erlangt alle Rechte der Festlegung und Ausführung einer einheitlichen Geldpolitik sowie die Verantwortung als „Hüter“ einer Einheitswährung, die schließlich an die Stelle der nationalen Währungen tritt.

Der Vertrag und das Statut des ESZB sowie der EZB legen als vorrangiges Ziel der Geldpolitik die Wahrung der Preisstabilität fest und bestimmen, daß weder die EZB noch die nationalen Zentralbanken von Gemeinschaftseinrichtungen oder nationalen Regierungen Weisungen einholen oder entgegennehmen dürfen. Mitglieder des Entscheidungsorgans – des Rats der EZB – sind die

Fester Zeitplan
der Errichtung

Ziele und Orga-
nisation

Zentralbankpräsidenten der an dem System beteiligten Länder sowie die – ausschließlich hauptamtlichen – Mitglieder des EZB-Direktoriums, die von den Staats- und Regierungschefs jeweils für eine einmalige Amtszeit von acht Jahren bestellt werden.

Das ESZB hält und verwaltet die meisten offiziellen Währungsreserven der Mitgliedstaaten und führt laufende Devisenmarkttransaktionen durch. Für die Wahl des Wechselkurssystems und der Leitkurse der europäischen Währung gegenüber Drittwährungen außerhalb der EG hat allerdings der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister (ECOFIN) die Zuständigkeit, der zuvor das ESZB zu den damit verbundenen Auswirkungen für die Preisstabilität anzuhören hat. Soweit kein förmliches Wechselkurssystem besteht, können die Minister „allgemeine Orientierungen“ für die Wechselkurspolitik gegenüber Drittwährungen geben, die das Ziel der Preisstabilität allerdings nicht beeinträchtigen dürfen. Die EZB hat auf dem Gebiet der Bankenaufsicht keine bestimmten laufenden Zuständigkeiten, das ESZB trägt jedoch zu einer reibungslosen Durchführung der Maßnahmen bezüglich der Aufsicht über die Banken und der Stabilität des Finanzsystems durch die hierfür zuständigen Behörden bei. Das ESZB unterstützt gleichfalls ein störungsfreies Funktionieren der Zahlungsverkehrssysteme.

Offengelassen wurden in dem Vertrag die Abgrenzung der operationellen Verantwortlichkeiten für die Geldpolitik zwischen der EZB und den nationalen Zentralbanken sowie die Frage, welche geldpolitischen Instrumente oder Zwischenziele benutzt werden sollen. Noch strittig sind Punkte wie die Anwendung von Geldmengenzielen oder Instrumenten wie der Mindestreserve sowie die Auswahl von Offenmarkt- oder Kreditgeschäften zur Mittelbereitstellung an die Banken.

Der Vertrag sieht die Überwachung öffentlicher Haushaltsdefizite vor, um die Übereinstimmung der Finanzpolitik mit dem geldpolitischen Ziel der Preisstabilität sicherzustellen. Diese beinhaltet quantitative Kriterien, die gegebenenfalls ein Prüfungsverfahren der Kommission auslösen, sowie Sanktionen für Mitgliedstaaten, denen es nicht gelingt, exzessive Defizite zu korrigieren. Andere Bereiche der Wirtschaftspolitik verbleiben nach dem „Subsidiaritätsprinzip“ in der Entscheidungshoheit der nationalen Regierungen.

Konvergenzbedingungen

Für den Erfolg der Währungsunion wird als entscheidend angesehen, daß die Teilnahme auf Länder mit niedrigen Inflationsraten beschränkt wird. Für die Beurteilung der Eignung von Mitgliedstaaten, in die dritte Stufe einzutreten, sind in dem Vertrag und den Protokollen dazu vier Hauptkriterien niedergelegt. Es wurden quantitative Referenzwerte festgesetzt, deren Anwendung allerdings in verschiedener Weise qualifiziert wird. Für Länder, die die Eintrittsbedingungen zunächst nicht erfüllen, gilt eine Ausnahmeregelung; sie können später beitreten, nachdem die Erfüllung der Kriterien festgestellt wurde.

Das Kriterium für die Verbraucherpreissteigerungen und die Vorgabe für die Renditen langfristiger öffentlicher Anleihen, die marktmäßigen Einschätzungen eine gewisse Rolle hinsichtlich der Erfüllung der Eintrittsvoraussetzungen zukommen läßt, stellen keine absoluten Standards dar. Diese beiden Konvergenzkriterien legen Höchstspannen von 1½ bzw. 2 Prozentpunkten fest, um die

Beurteilungskriterien für die Eignung von EG-Ländern zum Beitritt

der entsprechende Durchschnittswert für höchstens drei der preisstabilsten EG-Länder in dem Jahr vor dem Prüfungsverfahren nicht überschritten werden darf. Das Wechselkurskriterium fordert über zwei Jahre hinweg die spannungsfreie Einhaltung des engen EWS-Bandes ohne Abwertung auf Initiative des betreffenden Landes gegenüber der Währung irgendeines anderen Mitgliedstaates. Die Angemessenheit der öffentlichen Haushaltssituation ist im Grundsatz danach zu bewerten, ob das geplante oder tatsächliche Defizit aller öffentlichen Haushalte 3% des Bruttoinlandsprodukts übersteigt und ob die öffentliche Gesamtverschuldung über 60% des Bruttoinlandsprodukts hinausgeht. Dabei können allerdings in dem Maße Ausnahmen Platz greifen, wie exzessive Defizite vorübergehender Natur sind und die entsprechende Haushaltskennziffer nahe am Referenzwert bleibt bzw. eine überhöhte Verschuldungsquote sich hinreichend zügig vermindert und der Referenz annähert. Das abschließende Urteil darüber, ob Länder eine den Kriterien entsprechende Konvergenz erreicht haben, wird vom Europäischen Rat auf der Basis von Berichten der Kommission und des EWU oder der EZB getroffen.

Auswirkungen der Währungsunion

Seit dem Treffen des Europäischen Rats im Juni 1988 in Hannover, auf dem das „Delors-Komitee“ eingesetzt wurde, um konkrete Etappen zur Verwirklichung einer Wirtschafts- und Währungsunion zu prüfen und vorzuschlagen, scheinen die Befürworter einer solchen Union wie selbstverständlich davon auszugehen, daß die Währungsunion schon lange als erstrebenswert gilt, obwohl zwei frühere Versuche in Richtung einer Union schnell aufgegeben worden waren. Einige Regierungen – eingeengt durch ihre Wechselkursverpflichtungen – mögen den Eindruck gehabt haben, daß sie an geld- und währungspolitischer Autonomie verloren hatten. Indes dürfte es ein wenig paradox erscheinen, einerseits zuzugestehen, daß das EWS ein erfolgreiches Instrument zur Inflationsbekämpfung ist, und andererseits nach Wegen zur Aufweichung seiner Zwänge zu suchen. Skeptiker vermuteten, daß die Vorschläge erneut zurückgestellt würden, sobald man der praktischen Auswirkungen gewahr würde. In den meisten Ländern stellte sich der Verlust an nationaler Souveränität erstmals nach der Unterzeichnung des Vertrags als Streitpunkt heraus, als nämlich deutlich geworden war, daß die meisten Unterzeichner sich selbst – und ihre Nachfolger – an starre Terminvorgaben gebunden hatten.

Risiken bezüglich der Erreichung des erklärten Ziels

Daß eine Währungsunion das Ziel stabiler Preise erfüllen würde, ist in einigen Beiträgen zur Diskussion angenommen worden, einschließlich der von der EG-Kommission unterbreiteten Stellungnahme zur Währungsunion. Diese schließt Nutzeneffekte aufgrund stabiler Wechselkurse und niedriger Inflation ein, die entweder bereits realisiert wurden oder auch ohne den Übergang zu einer einheitlichen Währung erreicht werden könnten. Häufig angeführten Schätzungen über potentielle Einsparungen von Transaktionskosten für Touristen und Unternehmen sind andere, mit der komplexen Umstellung auf eine gemeinsame Währung verbundene Auswirkungen gegenüberzustellen; in diesem Zusammenhang ist hinzuweisen auf jede dadurch verursachte weitere Schwächung der Bankerträge sowie die Kosten und Risiken von Preisanstiegen und Störungen an den Finanzmärkten. Es dürfte fraglich sein, ob eine

Währungsunion, die eigentlich als ein Sprungbrett für eine politische Union gesehen wird, als notwendige Ausweitung des Programms zur Herstellung des Gemeinsamen Binnenmarkts in der EG dargestellt werden sollte.

Während die institutionellen und rechtlichen Vorkehrungen im voraus getroffen werden können, ist die Erfüllung des Ziels der Preisstabilität abhängig von der Bereitschaft des europäischen Zentralbankrats, geeignete Entscheidungen zu treffen, und von seiner Fähigkeit, hierfür in dem dann vorherrschenden ökonomischen Umfeld und Klima der öffentlichen Meinung Unterstützung zu erlangen. Bedenkt man den weitaus niedrigeren Grad an Übereinstimmung unter den Staats- und Regierungschefs zur Frage der Übertragung politischer Kompetenzen auf eine Union, so sind mit den Auswirkungen einer auf EG-Ebene gestalteten Geldpolitik erhebliche Unsicherheiten verknüpft.

Daß viele der mit der Entwicklung einer gemeinsamen Zinspolitik verbundenen technischen, finanziellen und ökonomischen Schwierigkeiten unter günstigen Umständen überwunden werden können, hat ein kleiner Kern von am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmenden Ländern demonstriert. Es ist erkannt worden, daß ein „sanfter“ Übergang auf eine Währungsunion in Ländern, die keinen hohen Grad an Konvergenz bei den Zinsen erreicht haben, nicht zustande gebracht werden kann. Gleichwohl dürfte die Hinwendung zu einer gemeinsam bestimmten europäischen Geldpolitik weitere Fragen aufwerfen, selbst dann, wenn sie von einer Institution entschieden wird, in der Zentralbanken mit einer erwiesenermaßen antiinflationären Ausrichtung vertreten sind. In vielen Ländern ist es bei der Sicherstellung der öffentlichen Akzeptanz von geldpolitischen Entscheidungen hilfreich gewesen, diese mit äußeren Zwängen zu rechtfertigen. Bei Abwesenheit solcher Referenzgrößen wären geldpolitische Entscheidungen möglicherweise schwerer zu treffen und zu rechtfertigen, und zwar insbesondere deshalb, weil das Niveau der strukturellen Arbeitslosigkeit weiter von Land zu Land unterschiedlich sein wird. Auch dann, wenn sich erweisen sollte, daß die EZB in der Praxis über viel Spielraum bei der Festlegung der Geldpolitik verfügt, ist das Ziel der Preisstabilität inhärent gefährdet, wenn der dieses Ziel unterstützende politische Konsens auch nur im geringsten ins Wanken gerät.

Der Abhängigkeit der Geldpolitik von der Wechselkurspolitik wurde in den Vertragsverhandlungen nur wenig Aufmerksamkeit gewidmet; jene hat in den letzten Jahren zugenommen, spiegelt sich aber nicht einmal in den Statuten der mit dem höchsten Maß an Unabhängigkeit ausgestatteten Zentralbanken völlig wider. Die Ansichten darüber, wie erstrebenswert eine Stabilisierung des Wechselkurses der wichtigsten Weltwährungen ist, gehen auseinander. Durch die Errichtung einer Währungsunion in Europa könnte sich tatsächlich tendenziell der Druck verstärken, die Wechselkurse der Union gegenüber Währungen außerhalb des EWS auch dann zu stabilisieren, wenn dort keine Preisstabilität herrscht.

Der Beschluß, die Konvergenzbedingungen mit einem festen Zeitplan zu verknüpfen, birgt eine gewisse Gefahr, daß bei der Anwendung der Standards politische Erwägungen eine Rolle spielen könnten. Wenn ein solcher Druck zum laxen Gebrauch der Eintrittsvoraussetzungen darin münden sollte, daß Länder aufgenommen werden, bevor sie die Kriterien erfüllten, könnten sich für sie

Unsicherheiten im Zusammenhang mit Konvergenzbedingungen

Konvergenzindikatoren von EWS-Ländern und EWU-Kriterien								
Kriterium/Land	Anstieg der Verbraucherpreise ¹		Rendite langfristiger Anleihen		Öffentliche Haushalte			
					Finanzierungs-saldo		Bruttoschuldenstand	
	1981	1991 ²	1981	1991 ²	1981	1991 ²	1981	1991 ²
	Jahresdurchschnitt in Prozent				in Prozent des BIP			
Kriterium ³		4,2		11,4		- 3,0		60
Deutschland	6,0	3,5	10,4	8,6	- 3,6	- 3,6	36	46
Frankreich	13,4	3,0	15,8	9,0	- 1,9	- 1,5	24	47
Niederlande	5,8	3,2	12,2	8,9	- 5,5	- 4,4	50	78
Belgien	8,7	3,2	13,8	9,3	-12,8	- 6,4	88	129
Luxemburg	8,6	3,4	8,7	8,2	- 3,5	2,0	14	7
Dänemark	12,0	2,4	19,3	10,1	- 6,9	- 1,7	44	67
Irland	19,6	3,0	17,3	9,2	-13,4	- 4,1	82	103
Italien	18,2	6,4	20,6	12,9	-11,4	- 9,9	61	101
Spanien	14,3	5,8	15,8	12,4	- 3,9	- 3,9	23	46
Großbritannien	11,2	6,5	14,8	9,9	- 2,6	- 1,9	51	44
Portugal	20,2	11,7	-	17,1	- 9,3	- 5,4	46	65
Griechenland	22,7	18,3	17,6	-	-11,0	-17,9	34	96
EG	12,1	5,0	15,1	10,4	- 5,3	- 4,3	43	62

¹ Deflatoren des privaten Verbrauchs. ² Schätzungen der EG-Kommission. ³ Referenzwert. Verbraucherpreise und Zinssätze: 1½ bzw. 2 Prozentpunkte über dem Durchschnitt der drei preisstabilsten Länder 1991.
Quelle: EG-Kommission.

(und die Union als Ganzes) angesichts der dann unwiderruflich festgesetzten Wechselkurse große Anpassungsprobleme ergeben. Doch ganz unabhängig davon, ob es letztlich zu einer Verwässerung der Standards kommt, könnten die an einen strikten Fahrplan gebundenen Konvergenzkriterien zu Schwierigkeiten anderer Art führen. Wenn die Maßstäbe für die Überprüfung der Eintrittsvoraussetzungen an die wirtschaftlichen Ergebnisse von 1991 anzulegen wären, dürften sich wohl nur drei Länder – Frankreich, Luxemburg und Dänemark – qualifizieren. Viele andere Länder verfehlen zumindest eines der Kriterien mit deutlichem Abstand. Nun ist es auch nicht unbedingt erforderlich, daß tatsächlich alle EG-Länder bestrebt sein sollten, die Eintrittsvoraussetzungen schon bis zum Zeitpunkt der ersten – für 1996 und 1998 geplanten – Prüfungsverfahren zu erfüllen, aber wenn sie sich dennoch darum bemühen, könnte die Wechselkurs- und vielleicht auch Haushaltspolitik einiger Länder in den nächsten Jahren zu unbeweglich werden.

Risiken in bezug auf das gesamtwirtschaftliche Ergebnis

In Ländern, in denen eine unabhängige antizyklische Politik längst aufgegeben wurde, hat das herkömmliche makroökonomische Argument wenig Gewicht, wonach – sofern Glaubwürdigkeitsüberlegungen und Lohn-Preis-Zusammenhänge es zulassen – Wechselkursänderungen die Anpassung an Störungen erleichtern können, von denen verschiedene Länder asymmetrisch betroffen werden. Mit dem Programm zum Europäischen Binnenmarkt wird die gegenseitige Abhängigkeit der einzelnen Länder tendenziell verstärkt und die Mobilität des Kapitals zwischen ihnen gefördert. Die Kapitalmobilität könnte

die Unbeweglichkeit von Arbeitskräften kompensieren, indem sie die mittelfristige Entwicklung von Regionen mit niedrigem Einkommen unterstützt, von der viele meinen, daß sie wichtiger ist als die Fähigkeit, sich kurzfristigen Störungen anzupassen.

Frühere Pläne für eine Währungsunion scheiterten nach den Ölpreisschocks von 1973 und 1979. Die damaligen Schwierigkeiten dürften – in rückblickender Betrachtung – hauptsächlich auf die auseinanderlaufenden politischen Reaktionen zurückzuführen zu sein; eine Erfahrung, aus der man gelernt hat. Es ist wohl so, daß eine Währungsunion falsche Ausrichtungen der Wechselkurse und störende Einflüsse auf die Zinssätze begrenzt, indem sie auch im Fiskalbereich eine Angleichung der Politik erzwingt und eine Wechselkurspolitik nach dem Motto „beggar-thy-neighbour“ verhindert. Doch kann die Möglichkeit nicht ausgeschlossen werden, daß auch in der Zukunft große Erschütterungen mit asymmetrischen Auswirkungen auftreten können. Es ist denkbar, daß der Druck auf die Wechselkurse von seiten der Finanzmärkte zunimmt, wenn die Wirkung der jüngsten Liberalisierung der Devisenkontrollen stärker sichtbar wird. Tatsächlich dürfte in einigen Ländern die Ausdauer der Politiker auf die Probe gestellt werden, falls die bestehenden Probleme dazu führen, daß das Wirtschaftswachstum über einen längeren Zeitraum unter den Erwartungen bleibt.

Obwohl die Währungsunion zu einer Unterstützung des Wachstums in Ländern mit niedrigem Einkommen beitragen kann, werden damit wohl nicht alle Probleme gelöst werden können; darauf deuten jedenfalls die regionale Verteilung der Arbeitslosigkeit sowie die großen Einkommenstransfers innerhalb der gegenwärtigen Währungsräume hin. In Maastricht erhobene Forderungen nach Finanztransfers gehen von Tendenzen der Wirtschaftsentwicklung aus, die zentrale Regionen der Gemeinschaft begünstigen würden. Erste Reaktionen auf Vorschläge der EG-Kommission zur Aufstockung des Gemeinschaftshaushalts lassen vermuten, daß ein politischer Konsens über die Bereitstellung der nötigen Mittel nicht leicht zu erzielen sein wird. Europas Erfahrung mit landwirtschaftlichen und industriellen Subventionen sowie direkten Einkommensunterstützungen dürfte in diesem Zusammenhang nicht förderlich sein. Die Erfahrungen mit der deutsch-deutschen Währungsunion deuten – trotz zum Teil ganz anderen Voraussetzungen – auf mögliche Probleme mit einer europäischen Währungs-

Arbeitskosten je Stunde im verarbeitenden Gewerbe in den EG-Ländern 1991 in ECU						
	Dänemark	Deutsch- land	Luxemburg	Nieder- lande	Belgien	Groß- britannien
Löhne Insgesamt	12,4	10,6	9,8	8,6	8,3	7,8
	15,2	19,8	14,7	15,7	15,5	11,1
	Italien	Irland	Frankreich	Spanien	Griechen- land	Portugal
Löhne Insgesamt	7,7	7,4	6,9	6,8	3,3	2,2
	15,8	10,6	13,0	11,0	5,4	3,8

Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

union hin, auf die bislang wenige Gedanken verwendet wurden. Das Lohn- und Preisniveau in der Gemeinschaft variiert stark, und die Einführung einer gemeinsamen Währung könnte eine Tendenz sich annähernder Preisniveaus zur Folge haben. Vor allem könnten Forderungen nach einem Ausgleich der Lohnniveaus zwischen verschiedenen EG-Mitgliedstaaten, die Produktivitätsunterschiede nicht berücksichtigen, unangenehme Folgen für die Arbeitslosigkeit in Gemeinschaftsländern mit vergleichsweise niedrigem Einkommen haben.

Weltweite internationale Koordination und Kooperation der Wirtschaftspolitik

Internationale Wirtschaftssituation erforderte keine besondere wirtschaftspolitische Koordination

Der Berichtszeitraum scheint durch relativ geringe Aktivitäten zur Koordination der Wirtschaftspolitik unter den Industrieländern gekennzeichnet gewesen zu sein. Bevor ein so entschiedener Schluß gezogen wird, ist jedoch zu berücksichtigen, in welchem Maße die weltwirtschaftliche Situation einen hohen Grad an expliziter Koordination der Wirtschaftspolitik erforderte. Tatsächlich ist festzustellen, daß 1991 und in den ersten Monaten von 1992 weder die internationalen Zahlungsbilanzungleichgewichte noch das Verhalten der Wechselkurse in dem Umfang eine Bedrohung oder einen Zwang wie z.B. im Vorfeld des Plaza-Abkommens darstellten. Die Politiker wurden gezwungenermaßen auch von anderen, neuen Entwicklungen gefordert: Die Situation in Deutschland war natürlich ohne Beispiel, und alle Länder versuchten, sowohl allein als auch zusammen, angemessen auf die fortschreitende Umgestaltung in Osteuropa und – ganz besonders – das Auseinanderfallen der Sowjetunion zu reagieren.

Verbreitertes Aufgabenspektrum für Gipfeltreffen

Hinzu kommt, daß sich die internationalen Diskussionen und Kommuniqués in den letzten Jahren mit breiter gefaßten – und möglicherweise noch hartnäckigeren – Herausforderungen auseinandergesetzt haben, als es bisher üblich war. So hatte das Kommuniqué zum Gipfeltreffen der Siebenergruppe 1991 den Drogenhandel und die globale Umwelt zum Gegenstand. Letztere dürfte die Politiker zunehmend beschäftigen. Sie scheinen immer ernster zu bedenken, daß ein auf der Verbrennung fossiler Brennstoffe basierender weltwirtschaftlicher Fortschritt vielleicht nicht unbegrenzt weitergehen kann.

Besorgnis über schwaches weltweites Wirtschaftswachstum seitens der USA ...

Trotz solcher Überlegungen wurde jedoch im letzten Jahr einige Besorgnis über die kurzfristige Wachstumsschwäche zum Ausdruck gebracht. Zunächst schien dies vornehmlich eine Sorge auf Seiten der USA zu sein; im weiteren Jahresverlauf wurde allerdings allmählich deutlich, daß das weltweite Wirtschaftswachstum in der Tat hinter den Erwartungen und Prognosen zurückblieb. Demzufolge widersprachen die US-Behörden im ersten Halbjahr 1991 Berichten nicht, wonach sie andere Länder, insbesondere Deutschland und Japan, gedrängt hätten, ihre Zinssätze zu senken. Angesichts der immer noch vergleichsweise robusten Nachfrage in diesen beiden Ländern sowie eines zunehmenden Drucks von Seiten der öffentlichen Haushalte und der Löhne (in Deutschland) sahen diese jedoch wenig Spielraum für solche Schritte. Im Gegenteil, in beiden Fällen wurde ein weiterhin straffer geldpolitischer Kurs als erforderlich erachtet. Die Situation an den Devisenmärkten im ersten Halbjahr 1991, als der US-Dollar sich sowohl gegenüber dem Yen als auch gegenüber der D-Mark festigte, ließ Zinssenkungen zusätzlich unangemessen erscheinen. Es gab sogar einige

... aber Deutschland hält Zinssenkungsdruck stand ...

international abgestimmte Interventionsrunden, um die Befestigung des Dollars zu zügeln. Vor diesem Hintergrund standen Wechselkursüberlegungen der einseitigen Zinssenkung durch die US-Währungsbehörden im April nicht entgegen. Später wurden schließlich auch in Japan die Zinsen gesenkt, als die binnenwirtschaftliche Entwicklung dies gerechtfertigt erscheinen ließ. In Deutschland dagegen fiel zwar die Verschlechterung der öffentlichen Haushaltslage etwas weniger ausgeprägt aus, als befürchtet worden war, doch nahm der Lohndruck weiter zu, und das Geldmengenwachstum beschleunigte sich. Die offiziellen Zinssätze wurden daher Ende Dezember weiter erhöht, obwohl es Anzeichen für eine Verminderung des realen Nachfragedrucks gab und Bedenken über die internationalen Rückwirkungen – insbesondere in Europa – bestanden.

Vor dem Hintergrund der relativen Schwäche des Yen und der sich bestätigenden Befürchtungen der USA über eine Verzögerung der weltweiten Konjunkturerholung wurden zu Anfang des neuen Jahres bilaterale Treffen zwischen US- und japanischen Behörden abgehalten. Diesen folgten zwar einige gemeinsame Aktionen zur Stützung des Yen, die gemeinsame Erklärung über die Festlegung einer wachstumsorientierten Politik zog jedoch kein größeres neues wirtschaftspolitisches Paket nach sich. In den USA schloß die ernste Lage der Bundesfinanzen jeden bedeutenden finanzpolitischen Anstoß aus, während in Japan die politische Situation unsicher war. Kurz vor der Jahreswende überraschte jedoch der Federal Reserve Board die Märkte mit einer Senkung des US-Diskontsatzes um einen weiteren vollen Prozentpunkt. Abermals haben allerdings die Verhältnisse an den Devisenmärkten nur noch das wünschenswerter – und machbarer – werden lassen, was aus rein binnenwirtschaftlichen Gründen ohnehin als notwendig erachtet wurde. Überlegungen hinsichtlich einer internationalen Politikabstimmung waren in diesem Zusammenhang wahrscheinlich von geringer Bedeutung.

Indes wurde der internationale Konsens über zwei politische Fragen während der Berichtsperiode mehrfach bestätigt. Dies betrifft zum einen den fortbestehenden Bedarf für strukturpolitische Initiativen auf der Angebotsseite der Wirtschaft. In diesem Sinne wurde besonders das Erfordernis einer nachhaltigen Erhöhung der Sparquote hervorgehoben. Zum anderen wurde bestätigt, daß eine Geld- und Finanzpolitik nötig ist, die einem weltweiten Rückgang der – nach wie vor für zu hoch erachteten – Realzinsen dienlich ist. Bis zu einem gewissen Grade spiegelten diese Besorgnisse Erwartungen – oder Befürchtungen – eines starken Anstiegs der Kapitalnachfrage an den Weltmärkten wider, und zwar als Folge der Umgestaltungen in Osteuropa und in der ehemaligen Sowjetunion, die zu den Anforderungen der Entwicklungsländer und des Umweltschutzes hinzukommen. Insoweit, wie sich der Ruf nach mehr Ersparnis an den öffentlichen Sektor gerichtet hatte, entsprach er auch dem Erfordernis eines solideren mittelfristigen Ausblicks für die öffentlichen Defizite.

Nicht vollständig aufgelöst wurde allerdings ein gewisser Widerspruch zwischen diesen offensichtlich wünschenswerten mittelfristigen Zielen und dem Zustand der Weltwirtschaft auf kurze Sicht. Beispielsweise wurde Osteuropas Kapitalbedarf, der ohne Zweifel potentiell sehr hoch ist, in keiner Weise quantitativ erkennbar. Ähnliches gilt für die mittelfristigen finanzpolitischen Ziele; sie befinden sich in einem gewissen Wettbewerb sowohl mit dem Wirken der auto-

... während Japan aus vornehmlich binnenwirtschaftlichen Gründen behutsam zu stimulieren beginnt

Betonung angebotsorientierter und stabiler gesamtwirtschaftlicher Politik

Gewisser Konflikt zwischen mittelfristigen wirtschaftspolitischen Zielen und kurzfristigen ökonomischen Zwängen

matischen Haushaltsstabilisatoren als auch – in einigen Fällen – mit Zwängen, vorübergehende finanzpolitische Impulse zu schaffen. Außerdem bot sich eine konjunkturelle Schwächephase für die Förderung der privaten Ersparnis nicht gerade an, da dies nur dazu führen könnte, der Wirtschaft kurzfristig mehr Nachfrage zu entziehen. Schließlich schien vielen zwischen dem Wunsch, einerseits die private Ersparnis zu erhöhen und andererseits die realen Zinssätze zu senken, ein Widerspruch zu bestehen.

Potential für internationale Koordination der Wirtschaftspolitik bei Bedarf vermutlich immer noch vorhanden

Trotz solcher offener Fragen darf das Ausmaß an laufender, stillschweigender, internationaler wirtschaftspolitischer Kooperation vermutlich nicht unterschätzt werden. Ohne Zweifel erbringt der ständige Informationsaustausch auf internationaler Ebene, der von den relativ expliziten Überwachungstätigkeiten des IWF bis zu den eher formlosen Absprachen auf dem Gebiet der Geldpolitik reicht, als Nebenprodukt ein gewisses Maß an De-facto-Abstimmung, die nicht an die große Glocke gehängt wird. Bedenkt man darüber hinaus, daß kein wichtiger Grund für neue und ausdrückliche Initiativen gegeben war, so ist die Entwicklung 1991/92 kein Beweis für eine nennenswerte Abnahme dieser Koordination. Angesichts der tatsächlichen Gegebenheiten der gegenwärtigen Phase, in der die Vereinigten Staaten nach Expansion drängen, ist es andererseits wohl nicht überraschend, daß in Stellungnahmen zum Koordinationsprozeß vornehmlich auf die gelegentlich doch sichtbar gewordenen unvermeidlichen Auffassungsunterschiede hingewiesen wurde.

VI. Inländische Anlagemärkte, Wechselkurse und Gold

Schwerpunkte

Die wechselnden Einschätzungen der Wahrscheinlichkeit eines Wirtschaftsaufschwungs, insbesondere in den Vereinigten Staaten, waren häufig ein wichtiger Bestimmungsfaktor für das Geschehen an den inländischen Finanz- und an den Devisenmärkten während der Berichtsperiode. So gab es z.B. Anfang 1991 – als der Optimismus über das erfolgreiche Eingreifen der Alliierten am Persischen Golf hochschob – auch Anzeichen dafür, daß der Wiederaufschwung in den USA an Fahrt gewann. Die Renditen inländischer Anleihen gingen daraufhin etwas weniger stark als im vorhergehenden Halbjahr zurück und stiegen in einigen Ländern sogar leicht an. Im zweiten Halbjahr, als sich diese Erwartungen nicht erfüllten, sanken die langfristigen Zinsen wieder. Schließlich schienen sich Anfang 1992 die Aussichten wieder zu bessern, worauf die Zinsen, zumindest in den USA, eine Zeitlang ziemlich schnell kletterten, während in vielen anderen Staaten ihr Rückgang zumindest gestoppt wurde.

Teilweise standen optimistische Aufschwungerwartungen auch hinter dem weitverbreiteten Anstieg der Aktienkurse zu Beginn des letzten Jahres. Schon bald aber entwickelten sich die nationalen Börsenindizes auseinander, wobei diejenigen in den Vereinigten Staaten und in Großbritannien zeitweise – trotz der weiterhin geringen Dynamik dieser Wirtschaften – Rekordstände erreichten. Andererseits war die japanische Börse – nach einem Anstieg zu Jahresbeginn 1991 – größtenteils schwach, und die Kurse rutschten zu Beginn von 1992 auf ein Niveau ab, das fast 60% unter ihrem Höchststand im Jahr 1989 lag.

In den letzten Jahren haben viele Länder an ihren Immobilienmärkten einen deutlich ausgeprägten Preiszyklus feststellen müssen. Die Abschwungphase dieses Zyklus setzte sich während des Beobachtungszeitraums fort oder verstärkte sich sogar. Die japanischen Grundstückspreise gingen zum ersten Mal seit sieben Jahren zurück, und in Großbritannien, Australien und den Vereinigten Staaten waren besonders starke Preisrückgänge bei gewerblichen Immobilien zu verzeichnen.

Auf den Devisenmärkten durchlief der US-Dollar 1991 und Anfang 1992 einen kompletten Aufwertungs- und Abwertungszyklus gegenüber anderen wichtigen Währungen. Dabei dürften wiederum Meinungsänderungen über die allgemeinen wirtschaftlichen Perspektiven und die damit verbundenen Zins-erwartungen, insbesondere in den Vereinigten Staaten, ein wichtiger Faktor gewesen sein. Hinzu kommt, daß sich im zweiten Halbjahr die Zinsunterschiede zwischen D-Mark und Dollar weiter vergrößerten und ein noch nie dagewesenes Ausmaß erreichten, allerdings ohne bedeutende negative Auswirkungen auf die bilateralen Wechselkurse zu haben. Der Yen festigte sich im Berichtszeitraum im Durchschnitt geringfügig, aber der Schweizer Franken ging zurück.

Anfang 1992 begann dann der Dollar wieder eine Zeitlang zu steigen. Im EWS-Wechselkursmechanismus blieb die Lage im großen und ganzen relativ ruhig. Lediglich gegen Jahresende 1991 kam es zu Spannungen, aber offizielle Wechselkursanpassungen fanden nicht statt.

Der Goldpreis setzte auch in der Beobachtungsperiode seinen Rückgang fort und sank real und nominal auf den niedrigsten Stand seit 1977 bzw. 1986. Die auf den Märkten angebotene Gesamtmenge stagnierte, aber auch die Nachfrage blieb aufgrund von Rezession und abklingenden Inflationsängsten gedrückt. Mit Ausnahme der sehr kurzen Periode während des Putschversuchs im August beeinflussten auch die Vorgänge in der Sowjetunion den Goldpreis negativ. Eine Zeitlang gab es Befürchtungen über mögliche sowjetische Großverkäufe. Aber selbst nachdem viel niedrigere Schätzungen über die Höhe der sowjetischen Goldreserven veröffentlicht worden waren, schien der weltweite Abbau der internationalen Spannungen – eine Folge des Zusammenbruchs des Kommunismus in seinem Ursprungsland – auf die Goldmärkte zu drücken. Auch die Volatilität des Goldpreises war ungewöhnlich gering.

Entwicklung der langfristigen Zinsen

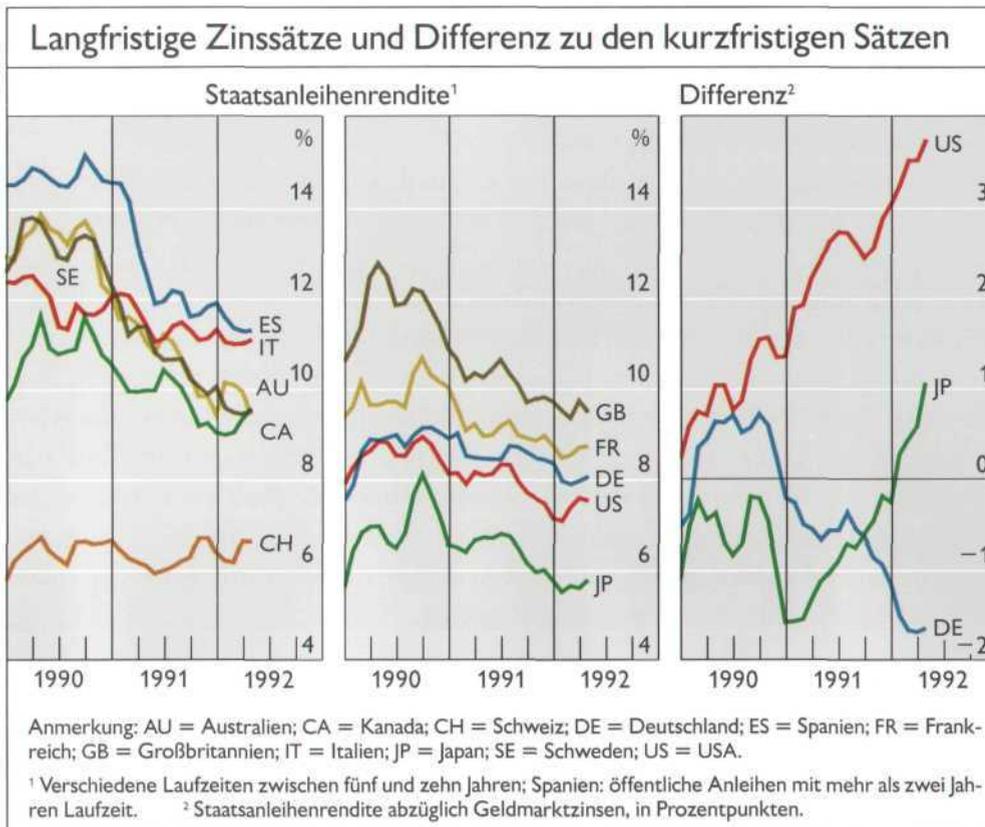
Die weitere Lockerung der Geldpolitik in mehreren wichtigen Ländern im letzten Jahr zog nur teilweise einen weiteren Rückgang der langfristigen Zinsen nach sich. In Europa war ein Grund dafür natürlich die spezielle Situation Deutschlands, zusammen mit dem engen Zinsverbund im EWS. Die Märkte reagierten auch in den USA sehr sensibel auf jedes Anzeichen für einen Wirtschaftsaufschwung und nahmen die Kurse für Anleihen jedesmal zurück, wenn weitere Indikatoren, die Anlaß zu Optimismus gaben, veröffentlicht wurden.

In großen Zügen können die Vorgänge auf den Märkten für langfristige Anleihen während des Beobachtungszeitraums in drei Hauptphasen gegliedert werden, die durch wechselnde Erwartungen hinsichtlich der künftigen Wirtschaftsentwicklung gekennzeichnet waren. In der ersten Phase, vom Ende des Golfkriegs Mitte Februar bis ungefähr zur Jahresmitte, waren die Märkte weitgehend von der Erwartung eines bevorstehenden weltweiten wirtschaftlichen Aufschwungs beeinflußt. Am ehesten traf dies auf Nordamerika und Großbritannien zu, aber von einem Aufleben dieser Wirtschaften wurde auch eine Stützung der Nachfrage insgesamt erwartet. Während dieser Zeit tendierten die Anleiherenditen dazu, wieder leicht zu steigen oder zumindest langsamer zurückzugehen als im zweiten Halbjahr 1990.

Die zweite Phase begann zur Jahresmitte und traf mit dem Aufkommen ernsthafter Zweifel zusammen, ob in den Vereinigten Staaten die vermutete Erholung tatsächlich im Gange war. Die langfristigen Renditen gingen während des zweiten Halbjahrs nahezu überall deutlich zurück, einzige Ausnahme war die Schweiz. Diese Phase dauerte ungefähr bis Ende des Jahres und wurde insbesondere in den Vereinigten Staaten durch eine kräftige Umkehr des Abwärtstrends der langfristigen Zinsen beendet. Von Anfang Januar bis Ende März 1992 stiegen die langfristigen US-Zinsen um mehr als 75 Basispunkte. Trotzdem ging die Trendumkehr bis zum Frühjahr nicht so weit, daß die Periode insgesamt nicht als durch einen nominalen Rückgang der langfristigen Zinsen geprägt bezeichnet

Langfristige Zinsen: drei Phasen mit zu- und abnehmendem Optimismus über die wirtschaftliche Erholung

Im allgemeinen sinkende Zinsen ...



werden könnte. So setzte sich also ein Trend fort, der für viele Länder im Verlauf des Jahres 1990 begonnen hatte. Im Frühjahr 1992 lagen die langfristigen Zinsen in praktisch allen Industriestaaten, die Schweiz wiederum ausgenommen, zwischen 1 und 3¾ Prozentpunkten unterhalb ihres Niveaus von achtzehn Monaten davor. Gleichzeitig jedoch ging die laufende Inflationsrate in den meisten, wenn auch nicht allen Ländern tendenziell zurück. Daher zeigten die „realen“ langfristigen Zinsen unter Berücksichtigung der laufenden Inflationsrate eine geringere Neigung zu sinken als die nominalen Sätze.

Abgesehen von einem geringen und vorübergehenden Rückgang der Renditen während des Golfkriegs reagierten die langfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten nicht auf die Lockerung der offiziellen kurzfristigen Sätze im ersten Quartal des letzten Jahres. Statt dessen hielten nach dem Krieg ein verbessertes Konsumklima und umfangreiche Refinanzierungsoperationen des Schatzamtes, die im Mai einen neuen Rekordstand erreichten, die nominalen Renditen ziemlich konstant, bis sie im Juni wieder zu steigen begannen. Positive Anzeichen in der Wirtschaft waren ein Grund für den Anstieg, und einige Beobachter vermuteten, daß sich die Inflationserwartungen verschlechterten. Weniger als zwei Monate später aber, als unerwartet schwache Wirtschaftszahlen für den Juli berichtet worden waren, begannen die Renditen mehr oder wenig kontinuierlich zurückzugehen, und diese Entwicklung setzte sich wegen der schwindenden Hoffnungen auf einen Wirtschaftsaufschwung bis zum Jahresende fort. Dieser Vertrauensverlust erwies sich als stärkerer Faktor als die gelegentlichen Sorgen über das Bundesbudget. Die privaten Schuldner nahmen die Gelegenheit wahr, ihre früher zu schlechteren Konditionen aufgenommenen Schulden umzufinanzieren.

... und rückläufige Inflation

US-Märkte: Golfkriegseuphorie und Aufschwungshoffnungen ...

... verflüchtigen sich zur Jahresmitte

Starker Anstieg der US-Renditen zu Jahresbeginn aufgrund zunehmender Emissionen ...

... und Verbesserung verschiedener Konjunkturindikatoren

Anleiherenditen Japans parallel zu den in den USA ...

... bis Anfang dieses Jahres

Diese Periode erreichte im Dezember ihren Höhepunkt, als besonders schlechte Arbeitsmarktdaten veröffentlicht wurden und der Rückgang der Marktzinsen sehr langfristiger Anleihen darauf hinzuweisen schien, daß die Inflationserwartungen nun endlich nach unten revidiert würden. Danach setzte die Federal Reserve den Diskontsatz unerwartet stark herab. Die sofortige Reaktion der langfristigen Märkte war ein weiteres Ansteigen der Anleihekurse, aber bereits Anfang Januar 1992 begann eine kräftige Aufwärtskorrektur der Renditen. Der Umfang der Diskontsatzsenkung überzeugte anscheinend viele potentielle Schuldner, daß der Tiefpunkt des Zinszyklus erreicht sei, und die Emissionstätigkeit nahm daraufhin stark zu. Die Märkte waren auch in der Lage, einen weiteren Zuwachs von Emissionen hochverzinsten Risikoanleihen (Junk bonds) aufzunehmen, deren Marktsegment bereits 1991 Anzeichen einer Belebung aufgewiesen hatte. Zudem gab es vermutlich auch Reaktionen auf die Rede des Präsidenten der Vereinigten Staaten zur Lage der Nation, in der eine weitere Verschlechterung des Defizits im Bundeshaushalt eingeräumt worden war. Obwohl die im Budget vorgesehenen Maßnahmen zur Stimulierung der Wirtschaft klein gehalten worden waren, faßten die Märkte dies möglicherweise als ein Abgehen von der Priorität der Haushaltskonsolidierung auf. Etwas später im ersten Quartal wurden die verschiedenen realwirtschaftlichen Indikatoren wieder positiv. Der Abstand zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen vergrößerte sich im Februar und März auf die relativ große Distanz von rund 3½ Prozentpunkten. In dem Maße, wie die langfristigen Zinsen und auch der Wechselkurs so rasch auf jedes Anzeichen und auf Erwartungen eines Wirtschaftsaufschwungs reagieren, scheinen sie allerdings einen fast automatischen Bremseffekt gerade auf die konjunkturelle Entwicklung auszuüben, die sie lediglich zu antizipieren glauben.

In Kanada folgten die langfristigen Zinsen sehr eng der Entwicklung in den Vereinigten Staaten, gingen aber eine Zeitlang noch stärker zurück. Die Rezession war in Kanada tiefer als in den Vereinigten Staaten, und die Regierung hatte sich ausdrücklich darauf festgelegt, die Inflationsrate mittelfristig in den Griff zu bekommen. Die langfristigen Zinsen gingen auch in Australien merklich zurück, wo die Rezession ebenfalls ziemlich einschneidend war.

Bis zu den ersten Monaten des laufenden Jahres folgten die langfristigen Zinsen in Japan dem internationalen Trend sehr eng. Insbesondere die Differenz zu den langfristigen Zinsen in den USA veränderte sich 1991 kaum. Neben den vermehrten Wechselwirkungen zwischen den Finanzmärkten spielten fundamentale Faktoren und Erwartungshaltungen wahrscheinlich ebenfalls eine Rolle. Im Falle Japans war es der sich während des zweiten Halbjahrs verfestigende Eindruck, daß die beabsichtigte Wirtschaftsverlangsamung auch tatsächlich eintrat. Ähnliche Überlegungen dürften helfen zu erklären, weshalb die langfristigen japanischen Zinsen nicht der starken Aufwärtsbewegung in den Vereinigten Staaten während der ersten Monate dieses Jahres gefolgt sind. Zu diesem Zeitpunkt war deutlich geworden, daß die Wirtschaftsverlangsamung stärker als erwartet ausfiel, und bereits im Januar hatten die 1991 vorgenommenen Herabsetzungen des Diskontsatzes dazu beigetragen, daß die kurzfristigen Marktzinsen wieder unter die langfristigen Renditen sanken. Die letzte Rücknahme des Diskontsatzes am 1. April 1992 zog allerdings keinen weiteren Rückgang der Anleiherenditen nach sich.

Zumindest qualitativ folgten die langfristigen Zinsen in Deutschland während der Beobachtungsperiode dem allgemeinen Abwärtstrend, aber in langsamerem Tempo. Obwohl der Druck auf die Produktionskapazitäten im Verlauf des Jahres abzunehmen begann, beeinflussten Befürchtungen über die budgetären Kosten der Einheit und über den wachsenden Lohndruck die Märkte. Hinzu kam, daß sich die kurzfristigen Zinsen in die entgegengesetzte Richtung bewegten, weil die Bundesbank unbeirrt auf die deutlich gewordenen Inflationsrisiken reagierte (s. Kapitel V). Aber gerade diese feste Absicht, die Inflation zu bekämpfen, ein Defizit des öffentlichen Sektors, das deutlich unter den anfänglichen Schätzungen lag, und die Entwicklungen bei den langfristigen Zinsen in anderen Ländern dürften die Märkte beruhigt haben. Als die offiziellen Zinsen dann gegen Ende Dezember wieder erhöht wurden, gingen die Anleiherenditen anfänglich leicht zurück, und eine umfangreiche Emission für den Fonds „Deutsche Einheit“ konnte zu einem Kurs von 7,9% ausgegeben werden, was ungefähr den Marktsätzen entsprach, die vor der Ankündigung von Verhandlungen über die deutsche Währungs- und Wirtschaftsunion im Februar 1990 gegolten hatten.

Rückgang der deutschen Anleiherenditen geringer als anderswo

Seit Anfang letzten Jahres gingen auch im übrigen Europa die langfristigen Renditen zurück. In mehreren Ländern, deren Währungen dem engen Band des EWS-Wechselkursmechanismus angehören, folgten die Zinsbewegungen eng denjenigen Deutschlands, und insbesondere in Frankreich, Belgien und Dänemark bildeten sich die Zinsvorsprünge zu Deutschland zurück. In Frankreich wurden die Märkte offensichtlich durch weitere Verbesserungen bestimmter fundamentaler Indikatoren beeinflusst, insbesondere den Rückgang der Kerninflationsrate sowie die Entschlossenheit der Währungsbehörden, den Franc im Band des europäischen Wechselkursmechanismus stabil zu halten. In Italien zogen relativ hohe nominale Renditen und das wachsende Vertrauen in die Position der Lira innerhalb der engen Bandbreite im letzten Jahr das Interesse ausländischer Anleger auf sich. Kürzlich aber, Ende März dieses Jahres, zeigten sich die Märkte in einer von den bevorstehenden Wahlen geprägten Periode der Unsicherheit doch etwas beunruhigt, nachdem bekanntgegeben worden war, daß das Budgetziel weit verfehlt wurde.

Zinsen anderer EWS-Länder folgen den deutschen eng, aber mit tendenziell abnehmenden Differenzen

In Großbritannien stabilisierten sich die langfristigen Zinsen zu Beginn des letzten Jahres, nachdem sie zuvor – im Anschluß an den Beitritt des Pfunds zum europäischen Wechselkurs- und Interventionsmechanismus im Oktober 1990 – ziemlich stark gesunken waren, und stiegen zwischen Frühjahr und Jahresmitte sogar etwas an. Diese Entwicklung trat ein, obwohl sowohl die kurzfristigen Zinsen als auch die Inflationsrate sehr stark zurückgingen und die Rezession kaum Anzeichen eines baldigen Endes erkennen ließ. Neben den internationalen Entwicklungen war ein weiterer, diesen aber entgegenwirkender Faktor die Rückkehr der öffentlichen Hand an den Markt für Staatspapiere zu Beginn des Jahres, als die öffentlichen Finanzen wieder defizitär geworden waren. 1991 emittierte der zentrale Haushalt marktfähige Wertpapiere von insgesamt £ 6,4 Mrd. netto, im Vergleich zu Nettorückzahlungen von £ 14,1 Mrd. bzw. £ 8,8 Mrd. in den Jahren 1989 und 1990. Die staatliche Emissionstätigkeit war im zweiten und dritten Quartal besonders stark. Zu Beginn des zweiten Halbjahrs 1991 unterstützte die Entwicklung des Pfundes im europäischen Wechsel-

In Großbritannien Wiederaufnahme der öffentlichen Emissionstätigkeit

kursmechanismus eine Zeitlang eine ziemlich starke Erholung der Märkte für Staatspapiere. Im März dieses Jahres stiegen die Anleiherenditen allerdings wieder kräftig, teilweise im Einklang mit internationalen Entwicklungen, aber auch wegen der Ankündigung einer sehr großen Zunahme des öffentlichen Finanzierungsbedarfs sowie wachsender Unsicherheiten über den Wahlausgang. Nach dem überraschenden Sieg der regierenden konservativen Partei gingen die Zinsen im April um einen vollen Prozentpunkt zurück und blieben bis in den Mai auf diesem niedrigen Niveau.

In Schweden starker Renditenrückgang, in der Schweiz aber kaum

Die beiden extremsten Entwicklungen auf den europäischen Anleihemärkten seit Anfang 1991 waren jedoch in Ländern zu verzeichnen, die nicht dem Europäischen Währungssystem angehören. In Schweden lagen die Renditen in den ersten Monaten des laufenden Jahres vor dem Hintergrund einer starken Verlangsamung der Inflation mitunter 300 Basispunkte niedriger als Ende 1990, während sich die Renditen in der Schweiz Ende März über denselben Zeitraum betrachtet per saldo kaum verändert hatten. Die Rezession in Schweden ist natürlich besonders lang und tief gewesen, und die Ankündigung im Mai letzten Jahres, die Krone an die ECU zu binden, zog einen besonders starken Zinsrückgang aufgrund des Vertrauenszuwachses nach sich. Die Entschlossenheit der Währungsbehörden, diese Bindung aufrechtzuerhalten, wurde anlässlich der finnischen Wechselkurskrise im November (s. S. 168) erfolgreich unter Beweis gestellt, und nach einem nur relativ schwachen und zeitweiligen Anstieg fielen die Renditen zu Jahresbeginn 1992 auf einen neuen Tiefstand, der deutlich unter demjenigen der kurzfristigen Finanzinstrumente lag.

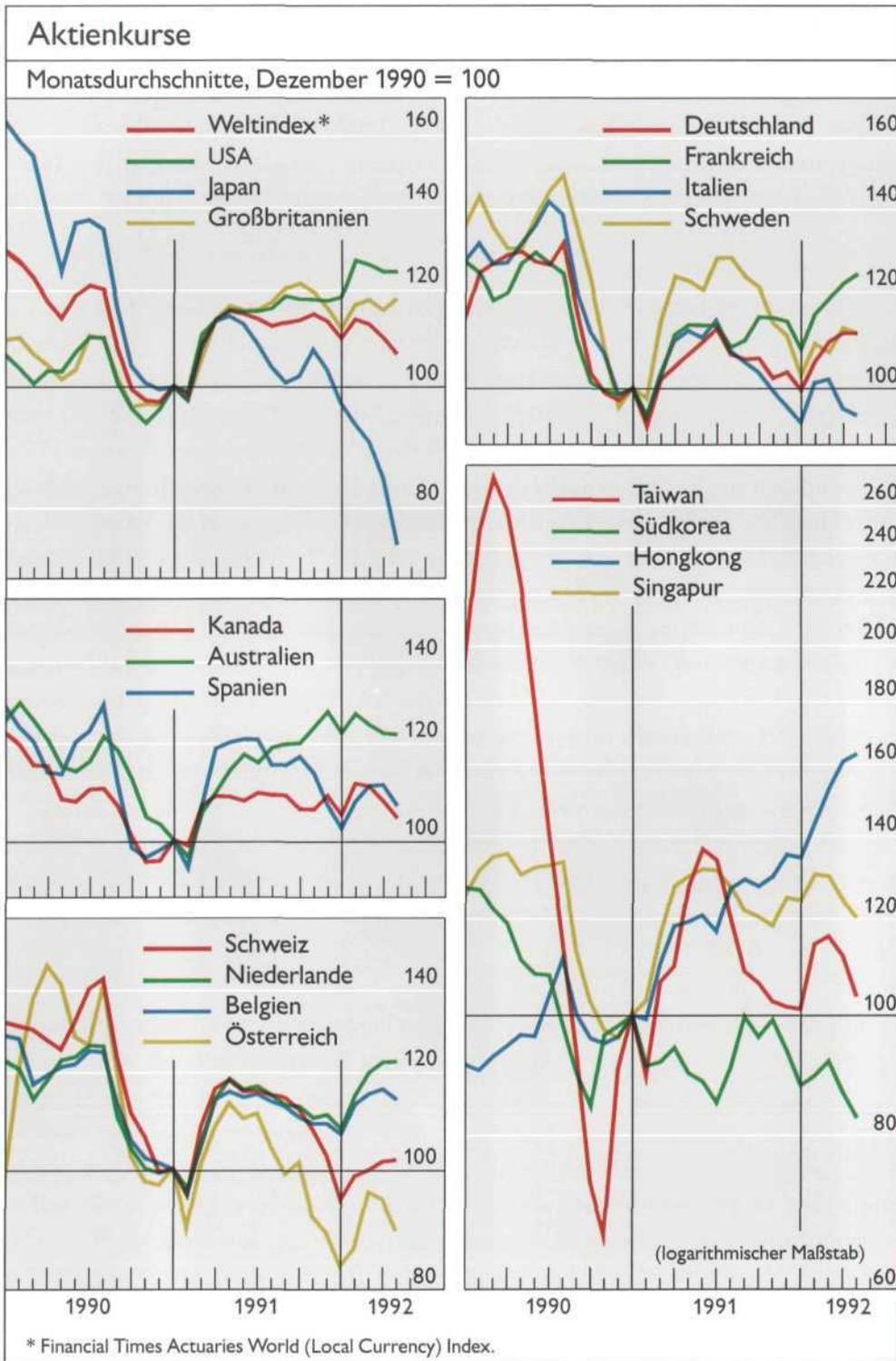
Im Gegensatz zu fast allen anderen Staaten setzten die langfristigen Zinsen in der Schweiz vom Frühjahr bis zum Frühsommer letzten Jahres ihren Rückgang fort, stiegen dann aber an und erreichten mit der Spitze im Oktober das höchste Niveau seit April 1990. Der Abstand zwischen den langfristigen Zinsen in der Schweiz und in Deutschland blieb trotzdem – auch wenn er sich ab Juli leicht verkürzte – eindeutig negativ, obwohl die Inflationsrate nach den traditionellen Schweizer Maßstäben seit mehreren Jahren ungewöhnlich hoch ist.

Aktienkurse

Allgemeiner Optimismus führt Anfang 1991 in den meisten Ländern zu Aktienkursanstieg

Die Kurse an den Weltbörsen stiegen erstaunlich rasch und gleichförmig selbst während und eine Zeitlang auch nach dem Golfkrieg von Anfang 1991. Die Erleichterung über den Erfolg der militärischen Operationen und der allgemeine Optimismus über die wirtschaftlichen Aussichten scheinen die Hauptursachen für diesen Höhenflug gewesen zu sein, der zwischen Mitte Januar und Anfang März durchschnittlich mehr als 15% ausmachte. Danach gab es keine weiteren allgemeinen Bewegungen dieser Größenordnung, und der „FT-Actuaries“-Weltindex ging zwischen März und Juli langsam zurück, kletterte gegen Sommerende wieder eine Zeitlang und schwächte sich schließlich im vierten Quartal vorübergehend ab. Etwas längerfristig betrachtet haben jedoch die weltweiten Aktienkurse im allgemeinen die Verluste noch nicht wieder aufgeholt, die sie nach der Invasion Kuwaits durch den Irak im Sommer 1990 erlitten hatten.

Für zahlreiche Länder spiegelt die weltweite durchschnittliche Entwicklung auf den Aktienmärkten ungefähr die Vorgänge auf ihren eigenen Märkten im



Berichtszeitraum wider. Einige der Ausnahmen fanden sich allerdings nicht nur an den sich entwickelnden Märkten in Südostasien und Lateinamerika, sondern auch an den drei größten Märkten der Welt. In Japan setzte sich der spektakuläre Aktienkursrückgang trotz einer Erholung aufgrund des Golfkriegs, die sich schon bald umkehrte, und einer weiteren kleineren „Rallye“ im Herbst im allgemeinen fort, und Anfang 1992 lagen die Kurse um rund 50% unter ihrem gegen Jahresende 1989 erreichten historischen Höchststand. In den Vereinigten Staa-

Danach unterschiedliche Entwicklungen: Schwäche des Tokioter Marktes ...

... aber Rekordstände für Märkte in den USA und Großbritannien

ten und Großbritannien entwickelten sich andererseits die Börsen besser als der Durchschnitt, wobei die Kurse zeitweilig neue Höchststände erreichten – ein Phänomen, das einen bemerkenswerten Kontrast zur damaligen allgemeinen Wirtschaftssituation in diesen Ländern darstellte. Diese Entwicklungen entsprachen aber durchaus früheren Erfahrungen und konnten selbstverständlich als Vertrauen der Märkte auf baldige Besserung sowie als Reaktion auf die fallenden kurzfristigen Zinsen interpretiert werden. Der australische Markt erholte sich ebenfalls und kletterte auf sein Niveau von vor August 1990; gleiches gilt für die Pariser Börse Anfang 1992.

Tokioter Markt von mehreren Faktoren gleichzeitig betroffen ...

Während die anderen Märkte im allgemeinen die Kursgewinne, die sie während der Erholung von Januar bis März 1991 erzielt hatten, größtenteils bewahren konnten, schwächten sich die japanischen Aktienkurse schon bald wieder ab und hatten bis Jahresmitte den gesamten Zuwachs wieder verloren. Den Hintergrund dazu bildete natürlich die frühere exzessive Aufblähung der Aktienkurse und der Preise anderer Vermögenswerte, der die Währungsbehörden eindeutig den Kampf angesagt hatten. Mehrere andere Faktoren belasteten ebenfalls den Markt: Eine ganze Reihe von Enthüllungen über Finanzskandale führte dazu, daß insbesondere die Kleinanleger vorsichtig wurden, es wurde befürchtet, daß es zu größeren Liquidationen bei verschiedenen steuerbegünstigten Anlageinstrumenten kommen würde, es schien immer wahrscheinlicher, daß die kommende Welle fällig werdender Optionsanleihen nicht durch Ausübung der Option refinanziert würde, und es wurde eine weitere Folge von Liquidationen für möglich gehalten, weil die zweijährige Mindestbindungsfrist für Investmentgesellschaften für viele, die auf der Höhe des Booms investiert hatten, auslief. Als die Kurse im Sommer noch weiter zurückgingen und der Markt für Staatspapiere wieder aufzuleben begann, verstärkte sich das ausländische Interesse wieder merklich, und die Kurse stiegen im Herbst eine Zeitlang. Ein Einbruch an der Wall Street Mitte November und wachsender Pessimismus über die künftige Entwicklung der Realwirtschaft sowie der Unternehmensgewinne führten zu einem neuerlichen Kursverfall im Winter. Das am 1. April dieses Jahres bekanntgegebene makroökonomische Maßnahmenpaket war sowohl auf den Zustand der Gesamtwirtschaft als auch indirekt auf die Schwäche der Börse gemünzt. Die Märkte sahen aber wenig Neues in diesem Paket, und die anfängliche Reaktion war ein weiterer Kurssturz, wodurch der Nikkei-Index seinen niedrigsten Stand seit dem Frühjahr 1987 erreichte und mehr als 55% unter seinem historischen Höchststand lag.

... und Kurssturz auf unter 55% des früheren Höchststands

Auf dem US-Aktienmarkt relativ lebhaftere Kursentwicklung und Emissionsaktivität

Im Gegensatz dazu stiegen die Aktienkurse der US-Börsen im Beobachtungszeitraum in zwei großen Schritten und erreichten neue Rekordstände parallel zu einer beispiellosen Emissionsaktivität. Die Ausgabe neuer Aktien machte im Verlauf des Jahres \$ 70 Mrd. brutto aus, wobei sie im vierten Quartal mit auf Jahresrate hochgerechneten \$ 108 Mrd. den Spitzenwert erreichte, als die Unternehmen versuchten, den Fremdkapitalanteil in ihren Bilanzen zu reduzieren und die im Laufe der Zeit entstandene Verschlechterung der Verschuldungsquote wieder rückgängig zu machen. Als die offiziellen Zinssätze im Dezember deutlich gesenkt wurden und das Vertrauen auf einen unmittelbar bevorstehenden Wirtschaftsaufschwung wieder zunahm, stiegen die Kurse stark, ebenso wenig später der Dollar und die Anleiherenditen, da alle drei ja

zumindest teilweise Ausfluß desselben Wirtschaftsphänomens sind. Trotzdem schien die Einschätzung der Finanzmärkte immer wieder nicht nur den tatsächlichen Ereignissen in der Wirtschaft vorauszuweichen, sondern auch den Einschätzungen der allgemeinen Geschäftswelt, die sich viel vorsichtiger über Stärke und Zeitpunkt eines Wirtschaftsaufschwungs äußerte.

Die Tendenz der Märkte zu gelegentlichen Volatilitätsausbrüchen zeigte sich wiederum, wenn auch in relativ milder Form, als die Kurse in New York am 15. November um rund 4% fielen. Dies war das dritte Mal seit Oktober 1987, daß der Dow-Jones-Index an einem Tag einen Kursrückgang von mehr als 100 Punkten aufwies. Diese Nervosität wurde durch das Zusammentreffen verschiedener Faktoren ausgelöst, insbesondere durch Befürchtungen über geringere Bankgewinne im Zuge von Debatten im Kongreß über ein gesetzliches Limit für Zinsbelastungen bei Kreditkarten sowie ziemlich vage Ängste vor einer möglicherweise exzessiven fiskalischen Reflation mit potentiell negativen Auswirkungen auf die langfristigen Zinsen.

Die Londoner Börse war, insbesondere nach der Jahresmitte, nicht ganz so dynamisch wie ihr amerikanisches Gegenstück. Das überrascht sicherlich nicht, wurde es doch immer klarer, daß die Wirtschaft Großbritanniens die längste, wenn auch nicht die tiefste Rezession der Nachkriegsperiode durchschritt. Trotzdem kam es nahezu zu einer Verdreifachung der Bruttoneuemissionen im Vergleich zu 1990, auch wenn sie mit £ 10,8 Mrd. deutlich hinter den £ 15,9 Mrd. des Jahres 1987 zurückblieben. Im Gegensatz zu den Kursen in den Vereinigten Staaten erreichten die Kurse der Londoner Märkte ihre Höchststände vom Frühherbst erst wieder nach dem überraschenden Wahlergebnis. Tatsächlich gingen sie im Oktober und November deutlich zurück, einerseits aufgrund genereller Besorgnis über die Wirtschaft und andererseits wegen der Schwierigkeiten, denen sich das Pfund im EWS-Wechselkursmechanismus gegenüber sah. Zwar folgten die britischen Kurse dem allgemeinen Anstieg zum Jahreswechsel, doch schwächten sie sich in der Folge aufgrund der Unsicherheiten im Vorfeld der Wahlen wieder ab. Das Wahlergebnis führte dann aber zu einer starken Erholung der Aktienkurse von rund 7½% in zwei Tagen; nach Senkung des Basiszinssatzes der Banken erreichten die Kurse Anfang Mai einen neuen Höchststand seit der Spitze vom vorigen September.

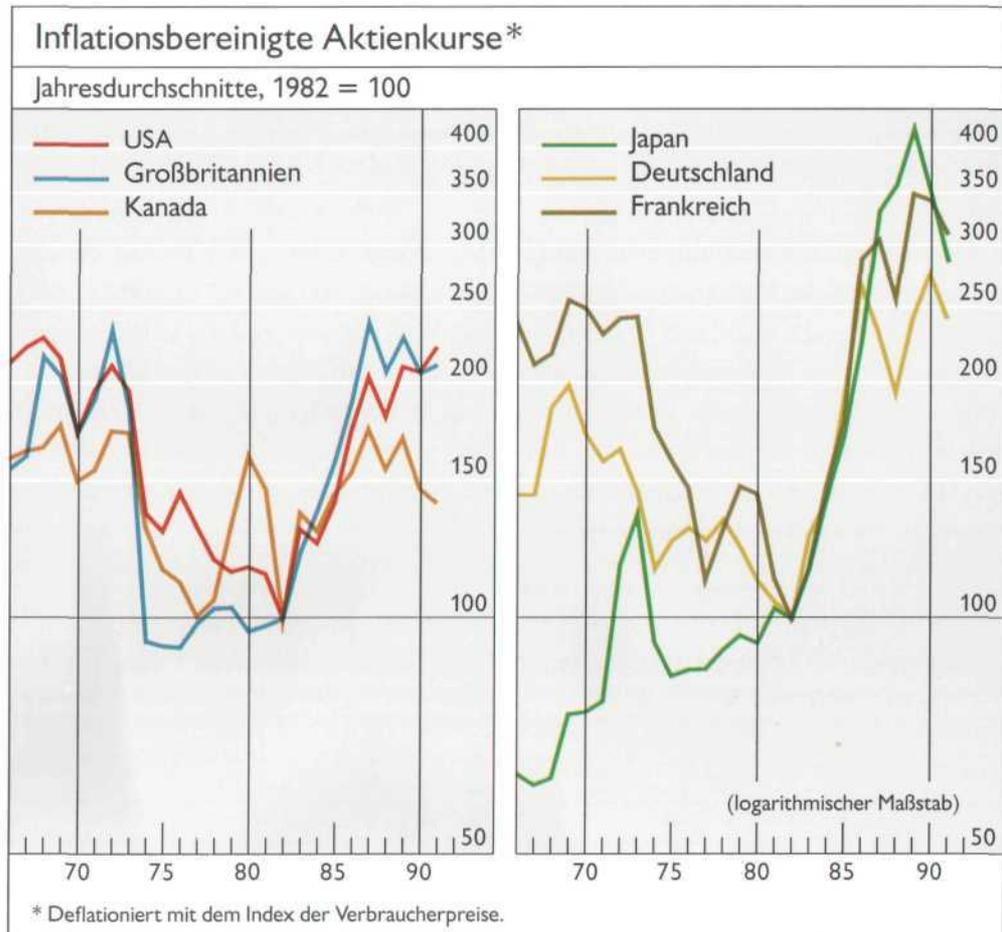
In den anderen europäischen Ländern gab es im letzten Jahr nach der Erholung zur Zeit des Golfkrieges einen tendenziellen, leichten Aktienkursrückgang. Die beginnende Wachstumsverlangsamung der Wirtschaft Deutschlands mit ihren Auswirkungen auf andere Länder spielte dabei zweifellos eine wichtige Rolle. Hinzu kommt, daß die Märkte das große öffentliche Haushaltsdefizit und den starken Lohndruck in Deutschland sowie die mögliche künftige politische Labilität in Osteuropa und der ehemaligen Sowjetunion registrierten. Trotzdem wurde der deutsche Aktienmarkt, ebenso wie der Markt für Anleihen, von der straffen Ausrichtung der Geldpolitik letztlich doch positiv beeinflußt. Das ließ es als möglich erscheinen, daß der Zinssgipfel bereits erreicht war. Die kontinental-europäischen Börsen nahmen daher zu Beginn des Jahres 1992 eine allgemeine Aufwärtsentwicklung, wobei sie wahrscheinlich indirekt auch von den ungewissen Aussichten in Japan und der Nervosität über den steilen Kursanstieg zum Jahresende in New York begünstigt wurden.

Märkte in
Großbritannien
nicht ganz so
dynamisch ...

... bis nach den
Wahlen

Nach Golfkrieg-
Rallye abglei-
tende Aktien-
kurse in
Kontinental-
europa ...

... bis Anfang
1992



Reale Aktienkurse

Die obenstehende Grafik zeigt – zu konstanten Preisen und längerfristig betrachtet – das Ausmaß des japanischen Börsenbooms in den achtziger Jahren. Sie offenbart auch, was vielleicht überrascht, daß die japanischen Aktienkurse vom Beginn des Jahres 1982 bis zu ihrem Höhepunkt 1989 real zwar auf das $4\frac{1}{2}$ fache stiegen, aber die vergleichbaren Zahlen für Frankreich und Deutschland immerhin eine Vervielfachung von $3\frac{1}{2}$ bzw. $2\frac{3}{4}$ ausmachten. Die Zahlen für die wichtigsten angelsächsischen Märkte sind beträchtlich niedriger. Der Hauptunterschied gegenüber Japan dürfte aber darin liegen, daß in den anderen Ländern der Anstieg der realen Aktienkurse während der achtziger Jahre zum größten Teil – und in den angelsächsischen Ländern praktisch ausschließlich – eine Umkehr des Kursverfalls der siebziger Jahre darstellte. Während also der jüngste Kursverlust die realen japanischen Aktienkurse, im Vergleich zu ihrem Niveau zu Beginn der achtziger Jahre, ungefähr auf die Höhe der Kurse der anderen Länder brachte, sind sie noch deutlich höher als in den späten sechziger und frühen siebziger Jahren. Ob das bedeutet, daß die japanischen Aktien noch immer überbewertet oder aber diejenigen der angelsächsischen Märkte unterbewertet sind, kann aufgrund solch allgemeiner Daten nicht beurteilt werden. Zumindest qualitativ dürften die Differenzen im Lichte der unterschiedlichen Wachstumsentwicklung gerechtfertigt sein: Seit 1970 hat sich das Bruttosozialprodukt in Japan kumulativ rund $1\frac{1}{2}$ mal so stark erhöht wie z.B. in den Vereinigten Staaten.

Sonderfall Japan

Immobilienpreise

Die Verlangsamung des Anstiegs oder der Rückgang der Immobilienpreise verstärkte sich in vielen Ländern während der Beobachtungsperiode. Obwohl das in verschiedenen Fällen eine von den Währungsbehörden erwünschte oder sogar herbeigeführte Entwicklung war, gab es doch Anlaß zu verschiedenen Befürchtungen. Der Schlüssel zu diesem Paradoxon ist natürlich, daß es gerade der frühere starke Preisanstieg war, der diese schwierige Lage herbeiführte, weil einem in unterschiedlichem Maße exzessiven Hochschießen der Preise fast unvermeidlich eine jähe Talfahrt folgen mußte. Die Kombination einer Deregulierung des Finanzsektors vieler Länder mit einer allgemeinen Wirtschaftsbelebung hat offensichtlich zu allzu optimistischen Einschätzungen der Investitionschancen, überschießendem Kreditwachstum und – in einigen Fällen – geradezu spekulativen Exzessen geführt.

In vielen Ländern verstärkter Rückgang der Immobilienpreise als Ausdruck einer unvermeidlichen Korrekturbewegung

Nominale Immobilienpreise									
Land/Stadt	1980–85	1985–90	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
	Durchschnitt		Jahresveränderung in Prozent ¹						
Gewerbliche Immobilien									
USA ²	8	1	5	4	5	2	0	– 7	–18
Japan ^{3,4}	7	22	13	48	61	3	5	4	– 7
Großbritannien ⁵	2	5	–1	6	16	35	1	–24	–20
Kanada ⁶	n.v.	5	3	4	6	8	9	– 3	– 6
Australien ⁷	18	11	11	17	40	30	6	–24	–21
Dänemark	10	3	21	17	0	3	1	– 7	– 2
Schweden	6	21	12	27	– 8	49	– 2	51	– 1
Stockholm ⁸							25	0	–35
Wohnbauten									
New York	16 ⁹	5	27	20	14	0	0	– 5	– 2 ¹⁰
Los Angeles	4	11	3	8	8	22	5	14	0 ¹⁰
Tokio ⁴	4	19	3	22	69	0	7	7	– 9
London	14 ¹¹	13	16	23	24	24	2	– 7	– 5
Paris ¹²	10	18	10	10	19	20	24	18	6
Frankfurt ¹³	4	5	–6	–11	5	14	0	20	20
Mailand	n.v.	13	n.v.	3	9	13	33	10	n.v.
Toronto ⁴	7 ¹⁴	14	16	38	25	26	3	–15	– 4
Brüssel	–2	15	2	7	6	11	32	22	0
Kopenhagen	–1 ¹⁵	–2	n.v.	13	–10	–1	– 2	– 8	2
Madrid	5	28	10	13	43	40	27	20	9
Stockholm	2	17	6	10	21	28	19	11	3 ¹⁰
Sydney ¹⁶	5	11	11	14	25	53	–13	–10	8

¹ Auf der Basis von Jahresdurchschnitten, sofern nicht anders angegeben. ² Nordosten; viertes Quartal gegen viertes Quartal des Vorjahrs. ³ Tokio. ⁴ Zwölf Monate bis Januar des folgenden Jahres. ⁵ Zwölf Monate bis März des folgenden Jahres. ⁶ Viertes Quartal gegen viertes Quartal des Vorjahrs. ⁷ Sydney; zwölf Monate bis Dezember. ⁸ Schätzung aufgrund von Stichproben. ⁹ 1981–85. ¹⁰ Die ersten drei Quartale. ¹¹ 1983–85. ¹² Zwölf Monate bis Juni. ¹³ Erstes Quartal gegen erstes Quartal des Vorjahrs. ¹⁴ 1982–85. ¹⁵ 1980–84; Bruch im Jahr 1985. ¹⁶ Zwölf Monate bis Dezember.

Quelle: Verschiedene private Immobilienverbände.

Einige Konsequenzen dieser Entwicklungen werden in anderen Kapiteln dieses Berichts näher beschrieben. In einigen Ländern gab die Situation Anlaß zur Sorge über den Zustand von Teilen des Finanzsystems. Diese Entwicklungen haben zusätzliche Belastungen für eine normale Konjunkturbelebung hinterlassen: Ein Überangebot bei gewerblichen Immobilien vermindert oder eliminiert selbstverständlich die Anreize, dort zu investieren, und eine im Verhältnis zu einem längerfristig angemessenen Immobilienpreinsniveau überhöhte Verschuldung verringert zusätzlich die Ausgabenneigung sowohl bei den Unternehmen als auch bei den privaten Haushalten.

Schließlich auch in Japan Immobilienpreisrückgang

Die bedeutendsten Preisentwicklungen des letzten Jahres gab es in Japan, wo die Preise nach einer verhältnismäßig lange währenden Periode restriktiver Geldpolitik und sogar direkter Begrenzung der Bankkredite für den Immobilienerwerb schließlich ziemlich stark nachgaben. Sobald offensichtlich wurde, daß sogar die städtischen Grundstückspreise zu fallen begonnen hatten (zum ersten Mal seit siebzehn Jahren und erst zum zweiten Mal in der gesamten Nachkriegsperiode), gab das Finanzministerium im Dezember eine Lockerung der seit Frühjahr 1990 geltenden Kreditvergabebeschränkungen bekannt.

US-Konjunktur weiter fortgeschritten ...

In den Vereinigten Staaten ist der Grundstückspreiszyklus weiter fortgeschritten, da er dort vom Wirtschaftsaufschwung in der ersten Hälfte der achtziger Jahre ausging, während die Preise später weniger steil anstiegen. Trotzdem beschleunigte sich der Preisverfall bei gewerblichen Immobilien im letzten Jahr, als Berichte die These vertraten, daß im letzten Jahrzehnt genug Büroraum gebaut worden sei, um den möglichen Nachfrageanstieg in der kommenden Dekade zu befriedigen. Die Grundstücksmärkte nahmen auch zur Kenntnis, daß ein zusätzliches Angebot von den Grundstücken ausgeht, die sich nun in den Händen der Resolution Trust Corporation befinden und von dieser laufend verkauft werden. Im Oktober forderten die Aufsichtsorgane die Banken öffentlich auf, gewerbliche Hypothekarkredite zu vergeben, und drängten, solche Grundstücke entsprechend dem wahrscheinlichen Ertragspotential ohne Furcht vor aufsichtsbehördlichen Bedenken neu zu bewerten. Um dem Nachdruck zu verleihen, wurde im November den Bankprüfern nahegelegt, ein breites Spektrum von Faktoren bei der Bewertung gewerblicher Immobilienkredite zu beachten

... und öffentliche Stellen drängen auf Unterstützung

Grundstückspreise in Japan								
	1980-85	1985-90	1986	1987	1988	1989	1990	1991
	Durchschnitt							
	Jahresveränderung in Prozent*							
Tokio	4,0	19,0	23,8	65,3	1,8	7,2	7,0	- 8,4
Osaka	4,6	22,2	4,6	19,8	32,1	53,9	6,8	-21,3
Nagoya	3,4	12,9	2,4	8,3	16,4	19,9	18,4	- 5,1
Durchschnitt	4,1	19,7	15,0	43,8	12,2	22,1	8,5	-11,6
Ländliche Gebiete	3,9	6,7	1,5	2,4	4,8	11,7	13,8	1,9
Gebiete insgesamt	4,0	13,0	7,7	21,7	8,3	16,6	11,3	- 4,6

* Zwölf Monate bis Januar des folgenden Jahres.
Quelle: National Land Bureau of Japan.

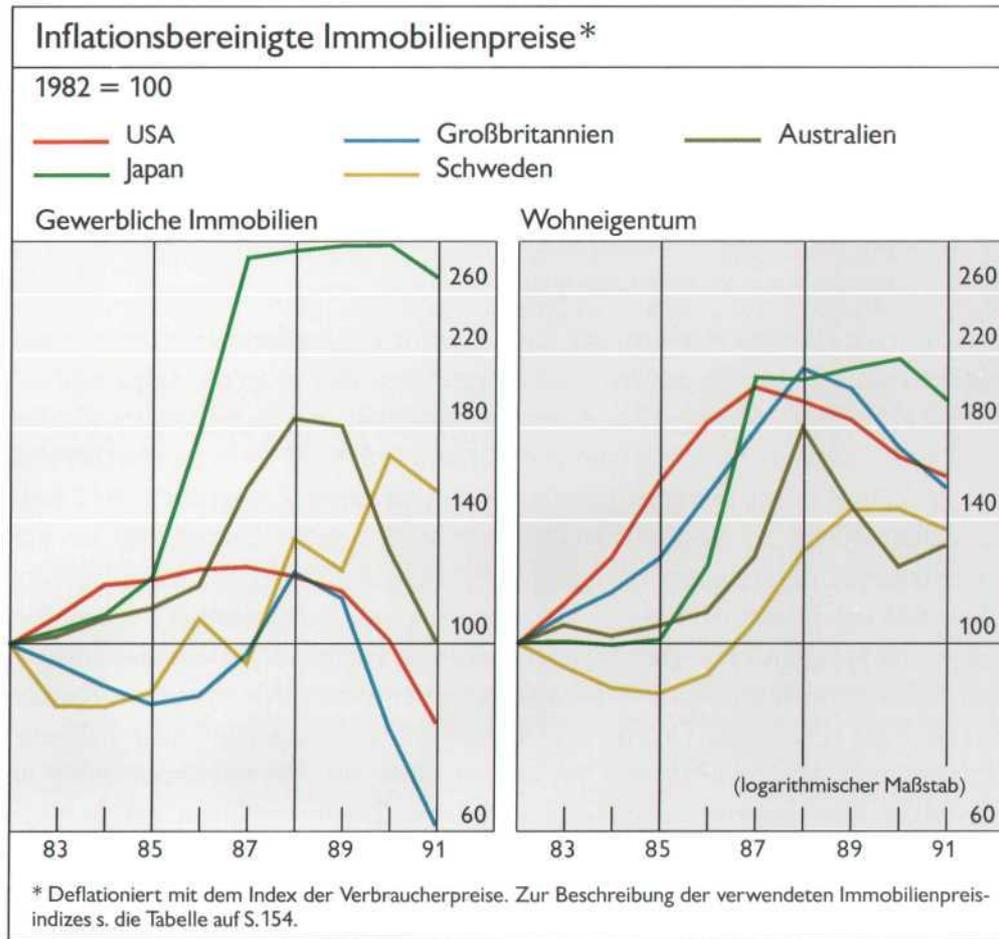
und nicht automatisch Abschreibungen und die Bildung von Rückstellungen zu fordern. Zusätzlich wurde die Beweislast umgekehrt, so daß die Prüfer nunmehr jede Herabsetzung der Bonität begründen müssen.

Obwohl durchaus erwartet werden kann, daß die Grundstückspreise auch normalerweise sensibel auf die allgemeine Konjunktur reagieren – bis hin zu gewissen Zuspitzungen während eines Abschwungs –, scheint doch diesmal eine ungewöhnlich große Zahl von Ländern einen besonders ausgeprägten Zyklus der Grundstückspreise registriert zu haben. In vielen war zudem in den vorangegangenen Jahren die Liberalisierung des Finanzsektors mit häufiger anzutreffenden Faktoren wie exzessivem Kreditwachstum, unsoliden Investitionseinschätzungen und einem unrealistischen Optimismus zusammengetroffen. So war z.B. in Großbritannien der Preisverfall bei Wohn- und gewerblichen Bauten verhältnismäßig stark und im Wohnsektor auch lang andauernd. In dem letztgenannten Sektor gab es im vergangenen Jahr einen neuen Rekord bei der Wiederinbesitznahme von Häusern seitens der Hypothekengeber, so daß Befürchtungen aufkamen, daß der Verkauf derartiger Immobilien den Markt weiter schwächen könnte. Die Regierung versuchte die Märkte zu stützen, sowohl durch die zeitweilige Abschaffung der Stempelgebühren für die meisten Hauskäufe als auch durch die Aufforderung an die Hypothekengeber, Maßnahmen zu ergreifen, um der Flut dieser im Zuge der Sicherheitenverwertung auf den Markt gelangenden Häuser entgegenzuwirken. Zu derartigen Maßnahmen gehörten Rettungspläne für Hypotheken, nach denen in Schwierigkeiten geratene Schuldner Miteigentümer oder Mieter ihrer ehemaligen Eigenheime werden können.

Im gewerblichen Sektor, insbesondere in dem Erschließungsgebiet der Londoner Docklands, nahm die Krise internationale Dimensionen an, als im Frühjahr 1992 damit zusammenhängende Finanzprobleme einer großen kanadischen Immobiliengesellschaft zutage traten. Auch die ziemlich dramatische Situation in Schweden war von solchen Problemen begleitet, die von ausländischen Immobilienengagements schwedischer Firmen herrührten. In Schweden selbst sind die gewerblichen Grundstückspreise, nachdem sie im Zeitraum 1984–88 im Durchschnitt um rund 20% gestiegen waren, seither in einigen Fällen stark gefallen, so daß auch im Finanzsektor verschiedentlich Belastungen aufgetreten sind. Im Wohnsektor wurde der Preiszyklus durch staatliche Maßnahmen verstärkt. Im Aufschwung wurden großzügige Subventionen und Hypothekarzinsereicherungen gewährt, um die sehr hohen Steuersätze etwas auszugleichen. Im Abschwung kehrte sich die Preisentwicklung sehr rasch um, weil die Wirtschaftspolitik von solchen Unterstützungen und Anreizen abging und insbesondere weil Steuerreformen den Wert der verbleibenden Steuererleichterungen implizit verringerten. Einige dieser Merkmale konnten in gewissem Maße ebenfalls bei den finanziellen Problemen Norwegens und Finnlands im Liegenschaftsbereich festgestellt werden. In Dänemark begann der Zyklus im Wohnsektor früher als in den meisten anderen Ländern, und die Preise für Eigenheime gingen von 1987 bis 1990 nominal zurück, bevor sie dann im letzten Jahr wieder leicht stiegen. Einigen der damit einhergehenden finanziellen Anspannungen mußte begegnet werden, indem Hypothekenbanken von den EG-Eigenkapitalerfordernissen ausgenommen wurden. Der Preiszyklus auf dem Immo-

In vielen anderen Ländern ausgeprägter Immobilienpreiszyklus

Auftauchen damit verbundener Spannungen im Finanzsektor



Im Immobilienmarkt war auch in Australien stark ausgeprägt, in Kanada aber etwas weniger, obwohl die Rezession in beiden Ländern ähnlich tief war. Selbst die Schweiz blieb von dieser Entwicklung nicht verschont, da die Hypothekenzinsen nach einem Boom im Wohnungsbausektor eine Zeitlang auf einem für Schweizer Verhältnisse sehr hohen Niveau gehalten werden mußten.

Obwohl auch in einigen anderen Ländern die Preise in den letzten Jahren – zumindest in einigen Sektoren – stark gestiegen sind, scheint dort der Zyklus mit weniger jähen Rückgängen zu enden als anderswo. Dafür scheint der Pariser Grundstücksmarkt ein Beispiel zu sein, zum Teil vielleicht aufgrund der strengeren Handhabung von Baugenehmigungen und der geringeren Spekulation während des Aufschwungs. Spanien ist ein weiteres Beispiel; dort könnten nachhaltig höhere Preise bis zu einem gewissen Grad durch die Anpassung der Wirtschaft an die EG-Mitgliedschaft und durch das relativ hohe Wachstumspotential des Landes gerechtfertigt sein. Deutschland ist vermutlich die auffälligste Ausnahme, weil das Problem dort von vornherein nicht auftrat. Dort beschleunigte der Preisauftrieb sich während der letzten beiden Jahre im Gegensatz zum internationalen Trend sogar leicht. So stiegen z.B. im letzten Jahr die westdeutschen Grundstückspreise durchschnittlich um fast 11% nach einer relativ schwachen Nachfrage 1990. Diese Entwicklungen sind offensichtlich auf die Auswirkungen der Vereinigung und die daraus resultierende untypische Position Deutschlands im internationalen Konjunkturzyklus zurückzuführen. Daß es

In einigen Ländern möglicherweise Zyklusbeendigung ohne störende Preisrückgänge

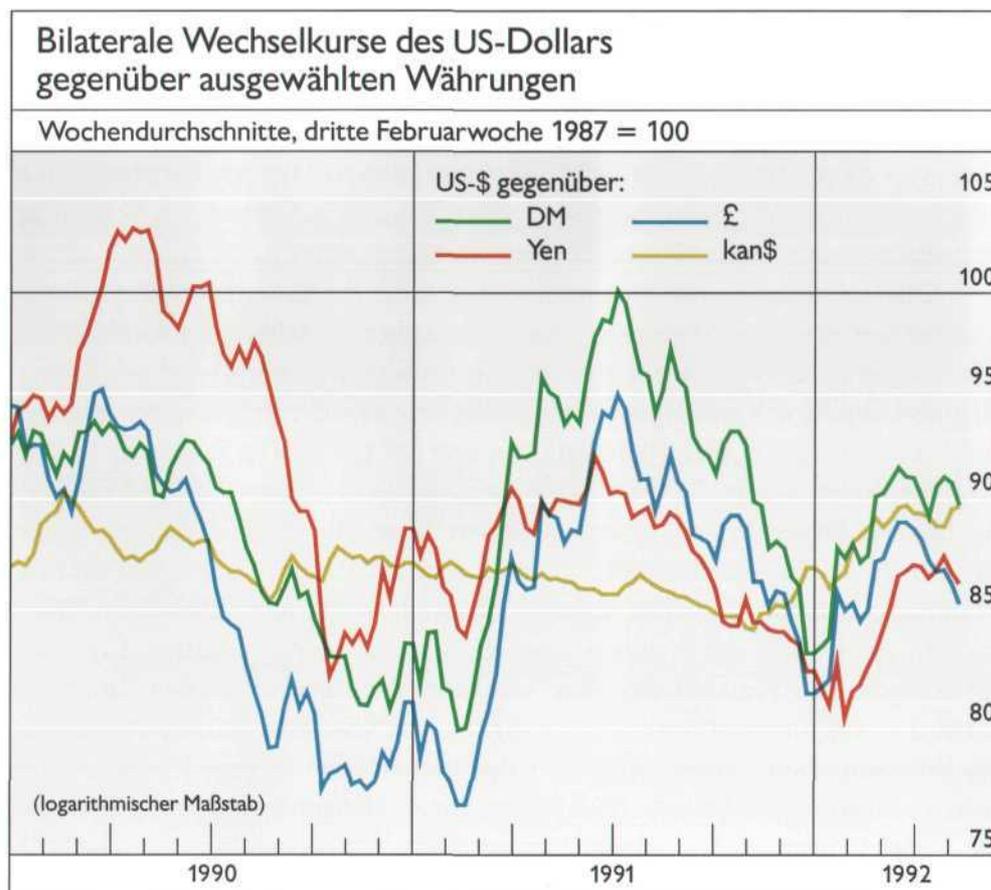
in früheren Jahren nicht zu einem exzessiven Boom bei den Immobilienpreisen gekommen ist, ist ohne Zweifel auch auf die frühzeitige Konsolidierung der Finanzderegulierung in Deutschland zurückzuführen sowie möglicherweise auf eine allgemein straffere Geldpolitik.

Devisenmärkte

Entwicklung der wichtigsten Währungen

Das hervorstechende Merkmal der Devisenmarktentwicklung während der Beobachtungsperiode war, daß der Dollar gegenüber den anderen Hauptwährungen von 1991 bis Anfang 1992 einen vollständigen und ausgeprägten Zyklus durchlief, obwohl sein Zinsabstand gegenüber den EWS-Währungen fortlaufend wuchs. Eine Zeitlang sah es sogar aus, als ob sich dieser Zyklus auch 1992 wiederholen würde. So zeigten die Devisenmärkte wieder einmal, daß sie die Wechselkurse der Hauptwährungen verhältnismäßig stark verändern können, ohne daß ein Zusammenhang zu den sogenannten „fundamentals“ erkennbar wäre, und gelegentlich sogar entgegen klaren, in Form von Devisenmarktinterventionen gegebenen Signalen der Währungsbehörden. Wie in diesem Kapitel mit Blick auf die anderen Finanzmärkte schon erörtert, haben offenbar vielmehr das An- und Abschwellen der Spekulation über die Wirtschaftserholung in den Vereinigten Staaten und die diesbezüglichen Zinserwartungen gelegentlich einen wichtigen Einfluß auf die Ereignisse an den Devisenmärkten ausgeübt.

Dollar durchläuft kompletten Zyklus losgelöst von „fundamentals“





Starke Dollarerholung Anfang 1991 ...

... führt zum Wechsel der offiziellen Interventionspolitik von Stützung auf Bremsung

Dollaranstieg von allgemeinem Optimismus angetrieben

Der Dollar sank bis zum 11. Februar vergangenen Jahres auf einen neuen Tiefstand gegenüber der D-Mark (von DM 1,4430), nachdem sich die Zinsdifferenz am kurzen Ende während des Winters 1990/91 weiter zu seinen Ungunsten vergrößert hatte. Zwar gab es mehrmals konzertierte Interventionen, um diesen Rückgang abzufangen, eine Kurserholung trat aber erst ein, als die Indikatoren eine dynamischere Wirtschaftsentwicklung anzuzeigen begannen. Der Kursanstieg war dann so steil, daß die Währungsbehörden im März neuerlich mehrmals intervenierten, als die Märkte in Unordnung zu geraten drohten, diesmal aber, um zu versuchen, den Auftrieb der US-Währung zu dämpfen, der allerdings trotz einer weiteren Ausweitung der Zinsdifferenzen anhielt. Als der Dollar Anfang Juli schließlich einen Höchststand erreicht hatte, betrug sein Anstieg gegenüber dem tiefsten Punkt 26% zur D-Mark und rund 24% gegenüber dem Pfund Sterling; gegenüber dem Yen war der Anstieg mit rund 9% weniger steil. Als der Kursabschwung einsetzte und nahezu den gesamten vorherigen gewogenen Kursgewinn aufzehrte, verlief er allerdings mit 12%, 18% und 15% viel gleichförmiger gegenüber dem Yen, der D-Mark bzw. dem Pfund. Anfang 1992 änderte der Dollarkurs seine Richtung aber wieder drastisch und legte gegenüber den drei Währungen bis März rund 10% zu.

Der Anstieg des Dollars zwischen Februar und Juli letzten Jahres wurde zum Teil von den gleichen Bestimmungsgrößen beeinflusst, wie sie weiter oben im Zusammenhang mit den anderen Finanzmärkten beschrieben worden sind: Zuversicht über eine Wirtschaftserholung in den USA und Höhenflug des Vertrauens im Kielwasser der erfolgreichen militärischen Operationen im Golf. Hinzu kam, daß der rasche alliierte Sieg sowie die Bereitschaft der anderen Staaten zu finanziellen Beiträgen halfen, frühere Bedenken über die möglichen Auswirkungen sowohl auf den öffentlichen Haushalt der Vereinigten Staaten wie auf die Leistungsbilanz zu zerstreuen. Tempo und Ausmaß des Dollarkursanstiegs gegenüber der D-Mark lassen allerdings vermuten, daß noch weitere Faktoren am Werk waren. Denn trotz der von der Bundesbank angeführten

Interventionen im April und Juni und einer weiteren leichten Vergrößerung der Zinsdifferenzen zwischen D-Mark und Dollar am kurzen Ende schwächte sich die D-Mark weiterhin viel stärker gegenüber dem Dollar ab als der Yen. Die Gründe hierfür könnten auf seiten der D-Mark zu suchen sein und dürften die starke Verschlechterung der deutschen Handelsbilanz, das wachsende Bewußtsein um das Ausmaß der Probleme in der ostdeutschen Wirtschaft, Verunsicherungen im Zusammenhang mit der möglichen Wiedereinführung einer Quellensteuer, die Verschlechterung der politischen Lage in Jugoslawien und der Sowjetunion sowie schließlich die Rückschläge der Koalition bei den Landtagswahlen umfassen.

Der Dollar stieg gegenüber der D-Mark weiter, bis er am 5. Juli einen Höchststand von fast DM 1,84 erreichte; zu diesem Zeitpunkt wurde ein unerwarteter Rückgang der Beschäftigtenzahlen in den Vereinigten Staaten bekannt, und das Vertrauen auf einen Wirtschaftsaufschwung ging plötzlich deutlich zurück. Die Lage blieb aber ungewiß, weil die Bundesbank die von den Märkten erwartete Zinserhöhung nicht vornahm und weil wenig später ein weiterer US-Arbeitsmarktindikator veröffentlicht wurde, der den Beschäftigtenzahlen vom Juni offenbar etwas widersprach. Die Zentralbanken ergriffen allerdings die Gelegenheit, die sich ihnen aufgrund der wachsenden Unsicherheit des Marktes und des bevorstehenden Gipfeltreffens der Siebenergruppe bot, und unternahmen mehrere konzertierte Interventionen, an denen am 12. Juli auch die US-Währungsbehörden teilnahmen. Diese Kombination von Ereignissen und Demonstrationen offizieller Positionen war dann entscheidend, und der Dollar begann sich abzuschwächen – ein Trend, der mehr oder weniger für den Rest des Jahres anhielt. Er wurde darüber hinaus sehr bald von einer weiteren deutlichen Verstärkung des Zinsvorsprungs der D-Mark im kurzfristigen Bereich unterstützt, der Ende des Jahres einen neuen Rekordstand von 5½ Prozentpunkten erreichte. Diese Entwicklung war zudem von einer weiteren Vergrößerung der Zinsdifferenz am langen Ende begleitet. Das am 17. Juli veröffentlichte Kommuniqué des Gipfeltreffens bekräftigte die Bedeutung einer engen internationalen Zusammenarbeit auf den Devisenmärkten. Da es keine weiteren Interventionen gab, um den Dollarkursverfall aufzuhalten, verstärkte sich der Eindruck, daß die Währungsbehörden im großen und ganzen mit dem Rückgang zufrieden waren. So intervenierten mehrere Zentralbanken gemeinsam, um den Kurs zu stabilisieren, als der Dollar am 19. August zur Zeit des Putschversuchs in Moskau stark – wenn auch nur kurzfristig – hochschnellte, noch bevor die US-Märkte öffneten.

Der Kursrückgang des Dollars gegenüber dem Yen in der zweiten Jahreshälfte war etwas geringer als gegenüber der D-Mark. Dies wurde aufgrund des stetig wachsenden Handelsüberschusses Japans und der beginnenden Verlangsamung der Binnenwirtschaft als nicht angemessen betrachtet. Um der zuletzt genannten Entwicklung zu begegnen, nutzten die japanischen Währungsbehörden die Stärke des Yen gegenüber dem Dollar zu einer Zinssenkung. Der Zinsvorsprung des Yen am kurzen Ende begann daher vom Frühsommer an langsam zurückzugehen. Im langfristigen Bereich blieb der Zinsvorsprung des Dollars dagegen während des gesamten Jahres 1991 mehr oder weniger gleich, um dann Anfang 1992 ein wenig größer zu werden.

Unsicherheiten
zur Jahres-
mitte ...

... und Dollar-
trendumkehr
durch offizielle
Interventionen
zu günstig ge-
wähltem Zeit-
punkt

Am 7. und 8. Januar dieses Jahres erreichte der Dollar schließlich Tiefstände von Yen 123 bzw. DM 1,51. Gemessen am gewogenen Außenwert brachte diese Entwicklung den Dollar auf ein Niveau, das weniger als 1% vom Tiefpunkt des vergangenen Februars entfernt war.

Anfang 1992
plötzliche
Dollar-
erholung...

Aber ebensowenig wie die Natur ein Vakuum erträgt, scheinen manchmal die Devisenmärkte den Zustand der Ruhe zu ertragen. Offensichtlich als Reaktion auf diese Tiefstände Anfang 1992 schnellte der Dollar im Zuge eines neuerlichen Meinungsumschwungs plötzlich in wenig mehr als einer Woche gegenüber der D-Mark um rund 7½% und gegenüber dem Yen um nahezu 4½% nach oben. Bis Mitte März nahmen diese Gewinne weiter zu und erreichten gegenüber der D-Mark fast 11% und mehr als 9% zum Yen. Ferner stieg die US-Währung – anders als im Jahr davor – dieses Mal auch gegenüber dem kanadischen Dollar, nach dem Rückgang der kanadischen Zinsdifferenz im letzten Jahr und den weniger weit zurückliegenden Portfolioanpassungen japanischer Investoren als Reaktion auf die Kursrückgänge an der Tokioter Börse. Auf nominaler gewogener Basis hatte der Anstieg des Dollars von Januar bis März dieses Jahres damit eine ähnliche Größenordnung wie der von Mitte Februar bis Ende März des letzten Jahres.

... weil Umfang
der offiziellen
Zinsänderung
präventiv scheint

Die deutliche Herabsetzung des US-Diskontsatzes und die Erhöhung der offiziellen deutschen Sätze am 19. Dezember 1991, deren Ausmaß die Märkte doch etwas überraschte, schwächte somit den Dollar nicht weiter. Sie scheinen im Gegenteil den Grundstein für eine Wende der US-Währung gelegt zu haben, indem sie offenbar die Unsicherheiten über den künftigen Zinsverlauf beseitigten. Man nahm an, daß die zukünftige Zinsentwicklung, wenn sich diese Zinsanpassungen erst einmal durchgesetzt haben, in Deutschland nur noch abwärts und in den Vereinigten Staaten aufwärts gehen konnte. Diese Erwartung einer Änderung der Zinsdifferenzen zugunsten der Vereinigten Staaten wurde darüber hinaus nochmals durch statistische Hinweise auf einen Wirtschaftsaufschwung in den USA und ziemlich deutliche Zeichen eines Abschwungs in Deutschland und Japan untermauert.

Veränderung der
Zinsdifferenzen
zugunsten des
Dollars vor allem
am langen Ende

Tatsächlich reagierten die kurzfristigen Marktzinsen in Deutschland im allgemeinen nicht auf die offizielle Zinserhöhung im Dezember, während die kurzfristigen US-Sätze nach ihrem starken Rückgang während der vorhergehenden fünf Monate nur noch ein wenig weiter nachgaben. Daher wuchs der Zinsvorsprung der D-Mark am kurzen Ende nur wenig, während der positive Zinsabstand des Yen im kurzfristigen Bereich gegenüber dem Dollar nach der Diskontsatzsenkung Japans Ende Dezember weiter abnahm. Bei den Zinsdifferenzen am langen Ende waren die Entwicklungen zugunsten des Dollars deutlicher. Die Anhebung offizieller deutscher Sätze half, Inflationsängste zu beruhigen, worauf die deutschen langfristigen Renditen im Januar beträchtlich nachgaben, während die langfristigen Zinsen in den USA recht steil anstiegen. Daher wurde der Zinsaufschlag der D-Mark gegenüber dem Dollar bei den Anleihen mit zehnjähriger Laufzeit innerhalb eines Monats nahezu halbiert und verschwand im sehr langfristigen Bereich vollständig. Gleichzeitig führte die Aufwärtsbewegung der langfristigen US-Zinsen zu einer Vergrößerung ihres Abstands gegenüber den japanischen Sätzen.

Interventionen
zur Bremsung
des Dollar-
anstiegs

Der starke Anstieg des Dollars während des Januars wurde einmal durch gemeinsame Interventionen der japanischen und US-amerikanischen

Währungsbehörden unterbrochen, die eine größere Aufwertung im Hinblick auf den wachsenden japanischen Handelsüberschuß und daraus resultierende politische Spannungen für nicht wünschenswert hielten. Trotzdem festigte sich das Vertrauen in den Dollar kontinuierlich, und weitere, hauptsächlich von der japanischen Zentralbank durchgeführte Dollarverkäufe im Februar und Anfang März schienen kaum Einfluß auf die Märkte zu haben. Obwohl der Anstieg des Dollars gegenüber den europäischen Währungen während dieser Periode noch deutlicher ausfiel als gegenüber dem Yen, nahmen die europäischen Währungsbehörden von Interventionen Abstand. Angesichts der recht schwachen Inlandskonjunktur begrüßten mehrere europäische Länder eine Verbesserung ihrer Wettbewerbssituation, insbesondere gegenüber dem Yen. In Deutschland, wo dem inländischen Inflationsdruck das Hauptaugenmerk geschenkt wurde, schienen die geldpolitischen Instanzen angesichts der optimistischen Erwartungen der Märkte mit Blick auf die US-Wirtschaft und wahrscheinlicher Zinsbewegungen die Zeit noch nicht reif für solche Interventionen zu halten.

In der Folge hat sich dieser Optimismus als nicht ganz berechtigt herausgestellt. In der Tat schleuste die amerikanische Notenbank den Tagesgeldsatz Anfang April weiter nach unten, während in Deutschland die Sorge über den Lohnkostendruck mit einer leichten Aufwärtsbewegung der Marktzinsen im April und Anfang Mai einherging. Danach schwankte der Dollar, dessen Anstieg bereits Ende März zum Halten gekommen war, gegenüber der D-Mark und dem Yen und schwächte sich Mitte Mai – zumindest gegenüber der D-Mark – etwas ab, als ein klareres Bild über die Lohnrunde in Deutschland zutage trat.

Dollaranstieg gerät im Frühjahr ins Stocken

Kreuzparitäten: Yen und Schweizer Franken zur D-Mark

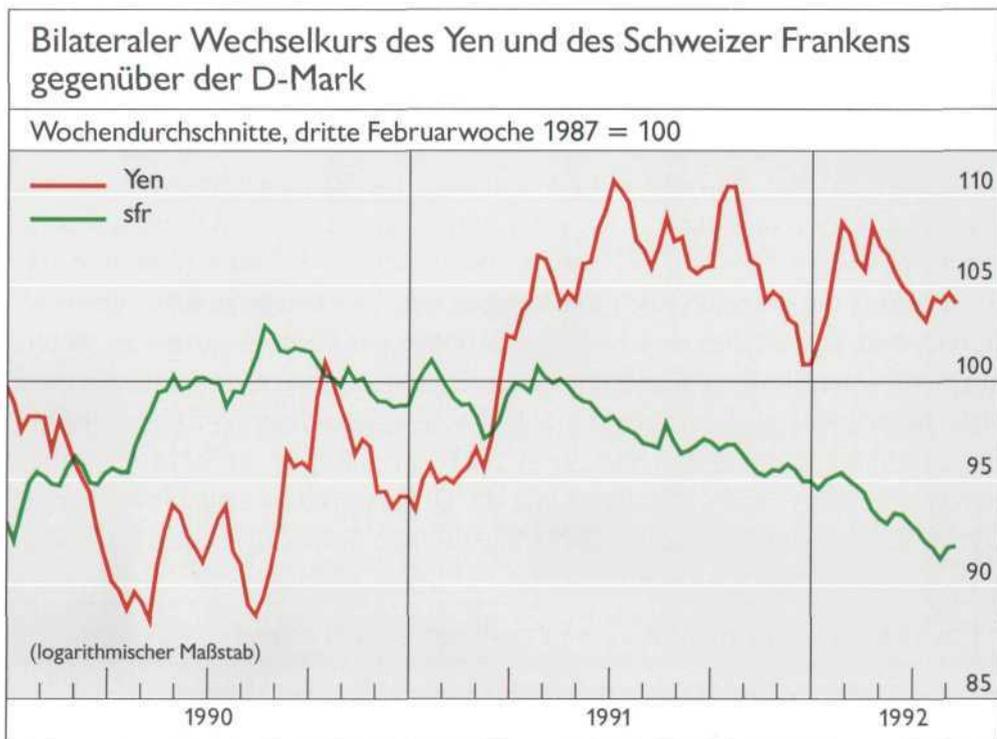
Nach einer deutlichen Abschwächung während des Jahres 1989 und im ersten Halbjahr 1990 erholte sich der Yen nach der Jahresmitte 1990 auf nominaler gewogener Basis etwas, konsolidierte während der Beobachtungsperiode zunächst seine früheren Gewinne und baute sie dann noch leicht aus. Wie schon weiter oben ausgeführt, verlor der Yen während der ersten Hälfte des letzten Jahres gegenüber dem Dollar an Terrain, aber in bedeutend kleinerem Ausmaß als die D-Mark. Folglich verteuerte sich der Yen – insbesondere gegen Ende des ersten Quartals – ziemlich stark gegenüber der D-Mark und lag Anfang Juli fast 18% über seinem Niveau von Anfang 1991. Einen wichtigen Beitrag dazu leistete ohne Zweifel der rasche Abbau des deutschen Leistungsbilanzüberschusses. Wegen des Kursrückgangs gegenüber dem Dollar änderte sich aber der reale gewogene Außenwert des Yen während des ersten Halbjahres kaum.

Yen holt Schwäche von 1990 nur teilweise auf...

Im zweiten Halbjahr verschlechterten sich für den Yen sowohl die lang- wie die kurzfristigen Zinsdifferenzen deutlich. Der Abstand bei den kurzfristigen Zinsen gegenüber Deutschland z.B. vergrößerte sich von rund 1 Prozentpunkt im April auf nahezu 4 Prozentpunkte am Jahresende 1991. Daher schwankte der Yen trotz des wieder zunehmenden Leistungsbilanzüberschusses Japans während des dritten Quartals ohne klare Richtung, bevor er dann bis Jahresende nahezu die Hälfte seines vorherigen Kursgewinns wieder verlor.

... und Zinsdifferenzen wenden sich gegen ihn

Trotz weiterer Beweise für die feste Haltung der Bundesbank von Ende Dezember begann sich der Yen im Januar gegenüber der D-Mark wieder deutlich zu erholen, als sich nämlich die Auffassung verfestigte, daß die deutschen



Zinsen ihren Höhepunkt schon erreicht hätten. Trotzdem konnte die Höherbewertung vom Januar wegen des Absinkens der lang- und kurzfristigen Zinsen in Japan nicht in vollem Umfang gehalten werden. Auf realer gewogener Basis befand sich der Yen zu Beginn dieses Jahres noch immer leicht unter seinem Stand vom Februar 1987 zur Zeit des Louvre-Akkords.

Schweizer
Franken weiter
schwach

Im Gegensatz dazu schwächte sich der Schweizer Franken während der Beobachtungsperiode gegenüber der D-Mark fast ununterbrochen ab, so daß er Anfang Mai dieses Jahres ungefähr 10% gegenüber dem Jahresbeginn 1991 verloren hatte. Obwohl der Ruf der Schweizer Währung als „sicherer Hafen“ noch einmal während des Golfkrieges und später während des Putschversuchs in Moskau bis zu einem gewissen Grad deutlich geworden war, könnte der Zusammenbruch des Kommunismus durchaus dazu beigetragen haben, den Wert eines solchen Status zu mindern. Obwohl die inländischen Zinsen schon seit geraumer Zeit hoch sind, sind sie doch und trotz höherer Inflation unter denjenigen in Deutschland geblieben. Anfang 1992 wuchs die Zinsdifferenz gegenüber Deutschland am kurzen Ende auf über 2 Prozentpunkte, die Schweizer Währung kam unter starken Abwertungsdruck und fiel fast auf den niedrigen Stand zurück, den sie etwas weniger als zwei Jahre zuvor innegehabt hatte. Die Nationalbank führte mehrere umfangreiche, einseitige Interventionen durch, von denen einige ausnahmsweise als DM-Verkäufe ausgeführt wurden, worauf die Marktzinsen wieder stark anzogen. Allerdings berührte der Franken Anfang Mai neue Tiefstände von rund 93 Rappen je D-Mark, die es seit April 1981 nicht mehr gegeben hat.

Entwicklungen im EWS-Wechselkursmechanismus

Angesichts einer weiteren Annäherung der Inflationsraten in Europa waren es die in der deutschen Wirtschaftspolitik wegen der Vereinigung aufgetretenen

Spannungen, die den wichtigsten Hintergrund für das Geschehen im EWS-Wechselkursmechanismus während der Beobachtungsperiode bildeten. Weil die konjunkturelle Position der meisten Partnerländer von der Deutschlands ziemlich stark abwich, hätten diese ohne Zweifel niedrigere kurzfristige Zinsen bevorzugt als die, die notwendig waren, um die Paritäten im europäischen Wechselkursmechanismus im Lichte der hohen Zinsen in Deutschland aufrechterhalten, zumal in vielen Fällen aufgrund niedrigerer Inflationsraten in realer Betrachtung die Situation noch ungünstiger war. Das führte zu einer gewissen Bereitschaft der Länder, manchmal die Grenzen des Paritätengitters zu testen, um sich die niedrigsten damit kompatiblen Zinsen zu sichern, ohne daß die über viele Jahre aufgebaute wirtschaftspolitische Glaubwürdigkeit in Frage gestellt würde. Während des ersten Halbjahres 1991 und zu Beginn dieses Jahres verhinderten allerdings externe Einflüsse wie die Dollarstärke und die Unwägbarkeiten im Zusammenhang mit der D-Mark, daß diese Spannungen allzu stark wur-

Weitgehende Ruhe im EWS trotz Spannungen in der deutschen Wirtschaftspolitik



den. Nur für eine relativ kurze Periode am Ende des letzten Jahres, als der Dollar kontinuierlich fiel, erreichte der Abstand von Währungen im engen Band sein erlaubtes Maximum von 2¼ Prozentpunkten.

Im ersten Quartal 1991 einige Interventionen notwendig

Während der ersten Monate des Jahres 1991 war die Lage im EWS-Wechselkursmechanismus trotz der wegen des Golfkriegs ansonsten labilen Situation verhältnismäßig spannungsfrei. Dennoch vergrößerte sich im ersten Quartal der Abstand der Währungen im engen Band langsam, teilweise von Zinsdifferenzänderungen beeinflusst. Der französische Franc glitt langsam tiefer, und die italienische Lira erholte sich ziemlich rasch und übernahm gegen Ende März sogar die Führungsposition im engen Band. Nach einem Schwächeanfall im Februar, der einige Interventionen nach sich zog, begann das Pfund zur Mitte des engen Bandes zu steigen und kletterte im April, vom steigenden Dollarkurs und der gleichzeitigen Schwäche der D-Mark beeinflusst, noch weiter. Die andere Währung im breiten Band, die spanische Peseta, stieg während des ersten Quartals stärker an und erreichte im März ihre Obergrenze gegenüber dem französischen Franc, was ziemlich umfangreiche Interventionen der französischen und spanischen Währungsbehörden nach sich zog.

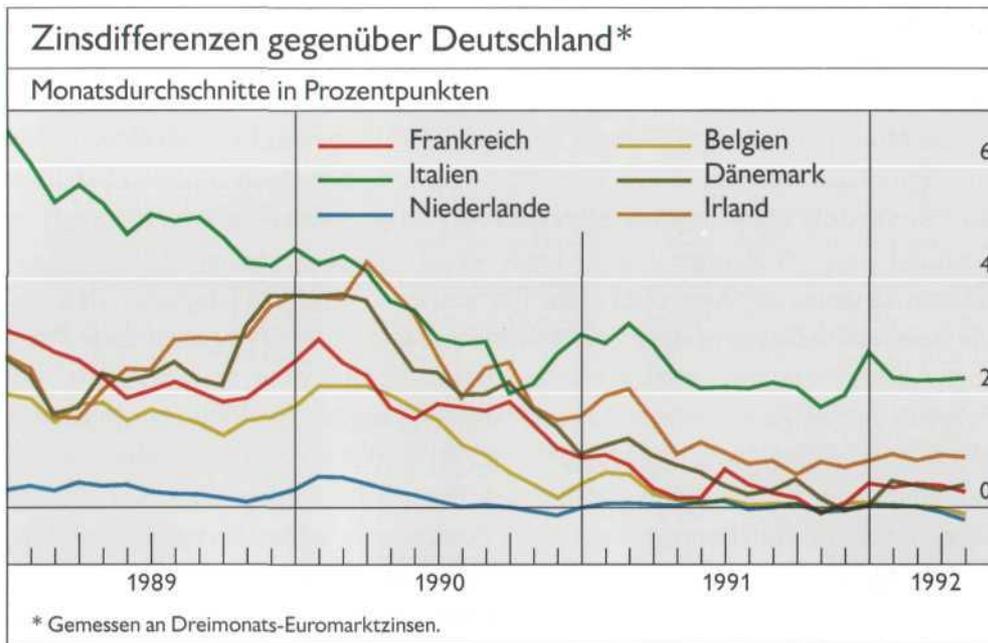
Peseta anhaltend stark...

Die Peseta blieb gegenüber dem französischen Franc von März bis Mitte Juni fest, und die Lira hielt sich an oberster Position im engen Band. Die Stärke der Peseta zog bis Mitte Juni trotz einer Senkung der kurzfristigen Zinsen in Spanien um ungefähr 2 Prozentpunkte laufend Pflichtinterventionen nach sich. Weil der Abstand der Lira zum französischen Franc während dieser Periode bei rund 2 Prozentpunkten verharrte, unternahmen die italienischen und französischen Währungsbehörden auch mehrmals intramarginale Interventionen. Aufgrund des stark steigenden Dollars und wachsender Sorgen über die Entwicklung in Ostdeutschland ebenso wie in der Sowjetunion rutschte die D-Mark gegen Ende März und im April jedoch ziemlich rasch nach unten und gelangte dann in die untere Hälfte des engen Bandes. Obwohl sie sich später wieder etwas erholte, könnte diese Schwäche der D-Mark verhindert haben, daß die Spannungen im EWS-Wechselkursmechanismus vom Frühjahr bis zum Frühsommer noch stärker ausfielen.

... aber DM-Rückgang verhindert allgemeine Spannungen

Im Sommer wieder Ruhe

Mitte Juni gab es auf den Märkten plötzlich Gerüchte, die Peseta stehe unmittelbar vor ihrer Aufnahme in die enge Bandbreite des EWS-Wechselkursmechanismus, worauf die spanische Währung stark zurückging. Das war der Beginn einer ruhigeren Periode im europäischen Wechselkurs- und Interventionsmechanismus, insbesondere, da sich Ende Juli auch die Lira etwas abschwächte und der französische Franc infolge eines Anstiegs der Marktzinsen Anfang Juni in Frankreich und günstiger Inflationskennzahlen leicht höher bewertet wurde. In der Tat verringerte sich im Juli – trotz der Umkehr des Dollarkurses – der maximale Abstand der Währungen im engen Band bis Ende des Monats von 2 auf ungefähr 1½ Prozentpunkte. Das Pfund geriet aufgrund politischer Befürchtungen und in Erwartung weiterer Zinsrückgänge etwas unter Druck, aber durch die Abschwächung der Peseta hatte sich auch die Untergrenze des weiten Bandes gesenkt. Am 15. August leitete die Bundesbank eine Runde konzertierter offizieller Zinserhöhungen ein, an der allerdings weder die Währungsbehörden Frankreichs und Italiens noch die Großbritanniens teilnahmen. Trotzdem war die Lage im EWS-Wechselkursmechanismus nicht angespannt,



obwohl der französische Franc und das Pfund weiterhin langsam abwärts glitten. Anfang September senkten die britischen Währungsbehörden die Zinsen zum siebten Mal während des Jahres 1991, da die Wirtschaft unerwartet schwach blieb. Das Pfund fiel weiter, aber im weiteren Monatsverlauf setzten erneut Spekulationen über die Möglichkeit einer Aufnahme der Peseta in die enge Bandbreite ein, worauf die spanische Währung ebenfalls stark zurückging. Inzwischen hatten sich die Maximalabstände der Währungen im engen Band wieder vergrößert und Ende Oktober einmal mehr 2 Prozentpunkte erreicht. Als aber die dänische Krone den französischen Franc als Schlußlicht im engen Band ablöste, sahen sich die französischen Währungsbehörden in der Lage, die offiziellen Zinssätze am 17. Oktober erneut zurückzunehmen, und eine Zeitlang fielen die kurzfristigen französischen Zinsen sogar hinter die Deutschlands zurück. Wenig später begann der französische Franc etwas unter Druck zu geraten.

Französische Währungsinstanzen sehen Spielraum für Zinssenkung

Dabei handelte es sich aber wahrscheinlich nur um eines der auslösenden Momente für die Hauptphase der während der Berichtsperiode im EWS-Wechselkursmechanismus aufgetretenen Spannungen. Im Hintergrund setzte der Dollar seinen Kursabstieg fort, die Zinsen waren in Italien ebenso wie in Frankreich zurückgegangen, und es gab Erwartungen, daß die deutschen Zinsen noch weiter erhöht werden müßten. Darüber hinaus nährte die Krise im Zusammenhang mit der Abwertung der Finnmark vom 15. November Befürchtungen und Spekulationen über eine mögliche Anpassung im EWS-Wechselkursmechanismus. Daher kam es – zusätzlich zum Druck auf den französischen Franc – zu einem starken Rückgang der italienischen Lira und kleineren Kursabschwächungen bei Pfund und Peseta. Gleichzeitig stiegen die D-Mark, der Gulden und der belgische Franc weiter. Der Abstand der Währungen sowohl im engen wie im breiten Band wuchs, es kam zu umfangreichen Interventionen, und in Frankreich und Italien mußten die offiziellen Zinsen in der zweiten Novemberhälfte trotz der binnenwirtschaftlichen Flaute wieder erhöht werden. Zum ersten Mal seit Anfang Februar fiel das Pfund aus der engen Bandbreite, was teilweise auf den andauernden Dollarkursrückgang zurückzuführen war.

Spannungen im vierten Quartal

Im Dezember beträchtliche Interventionen erforderlich, und sieben Staaten folgen deutscher Zinsanhebung ...

... was als entscheidend beurteilt wurde und Spannungsabbau förderte

Weil die Lage weiter angespannt blieb, kam es im Dezember wieder zu beträchtlichen Interventionen Frankreichs, Italiens und Spaniens. Diese Länder sowie Belgien, Dänemark, die Niederlande und Irland mußten mit den von der Bundesbank am 19. Dezember eingeleiteten Zinserhöhungen mitziehen. Die Zinsabstände zur D-Mark vergrößerten sich wieder. Ungefähr zur gleichen Zeit erreichte der Abstand der Währungen in der engen Bandbreite sein erlaubtes Maximum, wobei der belgische Franc am höchsten und die dänische Krone am niedrigsten notierten.

Gleich nach Jahresbeginn flauten aber die Spannungen im System ab. Wie auf den anderen Märkten auch, überzeugte offenbar die entschlossene Anhebung der offiziellen Zinsen Ende Dezember die Devisenmarktteilnehmer, daß die deutschen Zinsen nun wahrscheinlich ihren Höhepunkt erreicht hätten. Zudem belasteten Befürchtungen über den Lohnkostendruck in Deutschland die D-Mark, die innerhalb des engen Bandes stärker zurückfiel als die beiden Währungen, die ihr gegenwärtig am engsten folgen, nämlich der Gulden und der belgische Franc. Im übrigen testeten die Ereignisse vom November und Dezember die Entschlossenheit der Währungsbehörden und zeigten, daß diese bereit waren, die notwendigen Schritte zu unternehmen, um die beiden Bänder des EWS-Wechselkursmechanismus zu verteidigen, selbst wenn solche Schritte den inländischen wirtschaftspolitischen Notwendigkeiten zuwiderliefen. Schließlich dürfte das Pfund etwas von der Stärke des Dollars im Februar profitiert haben, was ebenfalls ganz allgemein zum Nachlassen der Spannungen im Wechselkursmechanismus beigetragen haben dürfte. Die italienischen Währungsbehörden versuchten im Februar einmal, ihre Reserven aufzufüllen, und intervenierten, um den schnellen Anstieg der Lira abzubremsen, die im März dann aufgrund der Nervosität im Vorfeld der Wahlen sowie budgetärer Befürchtungen wieder zurückfiel, worauf die Interventionen in die entgegengesetzte Richtung liefen. Von März bis Mitte Mai festigte sich der französische Franc weiter deutlich und erreichte seinen Höchststand in der Beobachtungsperiode, was es den Währungsinstanzen ermöglichte, eine leichte Lockerung der Marktzinsen zu bewirken.

Starker Pfundanstieg nach den Wahlen

Mit dem Rückgang der kurzfristigen britischen Zinsen im Januar und Februar näherte sich das Pfund im Februar der unteren Grenze des breiten Bandes. Die spanischen Zinsen wurden leicht gesenkt, und es entstand bald ein Aufwärtsdruck auf die britischen Zinsen, der sich mit dem Nahen der Wahlen verstärkte. Im März mußte das Pfund durch Interventionen gestützt werden. Nach dem überraschenden Wahlsieg der Konservativen stieg das Pfund spektakulär an und erreichte gegen Ende April die Mitte des engen Bandes, wodurch die dänische Krone die niedrigste Währung im System wurde. Eine Senkung des Basiszinssatzes britischer Banken Anfang Mai wirkte sich nur sehr kurz auf das Pfund aus, und bald darauf war es wieder in der oberen Hälfte des engen Bandes.

Beitritt des Escudo zum EWS-Wechselkursmechanismus

Am 6. April gab die portugiesische Währungsbehörde die einseitige Bindung des Escudo an einen Index von Währungen des EWS-Wechselkursmechanismus auf, und die portugiesische Währung wurde in das breite Band des Wechselkursverbunds aufgenommen, wo sie sofort ihren oberen Limitkurs gegenüber dem Pfund ansteuerte, bevor sie durch Interventionen des Banco de

Portugal und Zinssenkungen gestoppt wurde. Nach dem Kurssprung des Pfundes im Anschluß an die Wahlen stieg der Escudo stark an und übernahm Anfang Mai die oberste Position im Wechselkursmechanismus.

Schwedische Krone und Finnmark

1991 banden Schweden und Finnland ihre Währungen einseitig an die ECU, ein Schritt, den Norwegen schon im Oktober 1990 vollzogen hatte. Im Falle Schwedens führte die Entscheidung vom 17. Mai, die Krone mit einer Bandbreite von $\pm 1\frac{1}{2}\%$ an die ECU zu binden, zu großen Devisenzuflüssen und einem starken Rückgang der kurz- und langfristigen schwedischen Zinsen sowie zu einer Stärkung der Krone. Die Abwendung vom früheren schwedischen Wechselkursziel für einen nach Handelsanteilen gewichteten Währungskorb führte auch zu umfangreichen Käufen von US-Dollar gegen D-Mark durch schwedische Unternehmen, die damit die Zusammensetzung ihrer Nettoverbindlichkeiten in Fremdwährung anzupassen suchten. Ein Nebeneffekt von Schwedens Ausrichtung auf ein ECU-Ziel war ein Abwertungsdruck auf die Finnmark, dem die Überlegung zugrunde lag, daß Finnland seine Währung abwerten werde, bevor es Schwedens Beispiel folgte und sie an die ECU bände. Tatsächlich wurde die Finnmark am 7. Juni einseitig ohne Abwertung mit einer Bandbreite von $\pm 3\%$ an die ECU gebunden, was den Druck auf die Währung sofort verminderte und zu einem starken Rückgang der kurzfristigen finnischen Zinsen führte. Zur selben Zeit wurde beschlossen, alle verbleibenden Kapitalverkehrskontrollen abzuschaffen.

Trotz der Bindung an die ECU kam die Finnmark schon bald wieder unter neuerlichen Abwertungsdruck, was teilweise auf die andauernde tiefe Rezession in Finnland, eine Vergrößerung der Zinsdifferenz zuungunsten der Finnmark und Zweifel darüber, ob ein jüngst abgeschlossenes Lohnabkommen auch angenommen werden würde, zurückzuführen war. Diese Spannungen erreichten Anfang November ihren Höhepunkt und gipfelten – nach vorübergehender Kursfreigabe – am 15. November in einer Abwertung des Leitkurses der Finnmark gegenüber der ECU um 12,3%. Durch die Krise der Finnmark geriet auch die Schwedenkrone unter sehr starken spekulativen Druck, der nur aufgrund der beeindruckend festen Haltung der Riksbank nachließ. Da eine Anhebung ihres Spitzenrefinanzierungssatzes um 1 Prozentpunkt am 26. November nicht ausreichte, um die Abflüsse zu stoppen, erhöhte ihn die Riksbank am 5. Dezember um weitere 6 Prozentpunkte auf 17,5%. Dieses Mal verstanden die Märkte die Botschaft, und nach nur wenigen Tagen konnte diese ungewöhnlich starke Anhebung der offiziellen Zinsen zum Teil wieder zurückgenommen werden. Der Rückgang der schwedischen Zinsen kam allerdings Anfang April zum Stillstand, als der erneute Abwertungsdruck auf die Finnmark wieder auf den schwedischen Devisenmarkt übergriff. Der Druck auf beide Währungen nahm wieder ab, als die finnischen und schwedischen Leitzinsen erneut stark angehoben wurden und die der finnischen Zentralbank zur Verfügung stehenden Interventionsmittel durch die Aktivierung von Swap- und Kreditfazilitäten erweitert wurden, die mit den anderen skandinavischen Zentralbanken bestehen, und die Bundesbank ähnliche Hilfestellungen gab. Zu dieser Zeit gab Finnland darüber hinaus ein Paket makroökonomischer Stabilisierungsmaßnahmen bekannt.

Bindung der Schwedenkrone an die ECU ...

... gefolgt von gleicher Entscheidung in Finnland ...

... aber im November Abwertung der Finnmark wegen schwerer Krise

Entschlossenes Handeln der schwedischen Währungsbehörden zum Schutz der Krone

Gold

Wie die meisten anderen Rohstoffe und viele Real- und Finanzvermögenswerte zeigte auch der Goldpreis während der Beobachtungsperiode weiterhin beträchtliche Schwäche. Obwohl das Angebot des auf die Märkte gelangenden Goldes konstant blieb, ging der Preis im vierten aufeinanderfolgenden Jahr tendenziell zurück. Die Nachfrage war durch die Rezession und die Abwesenheit ernster Inflationsgefahren in den meisten Industriestaaten gedämpft.

Konstantes
Gesamtangebot
aufgrund ...

Angebot. Das Gesamtangebot an Gold änderte sich 1991 kaum. Die bescheidene Ausweitung der Minenförderung und einige offizielle Nettoverkäufe wurden durch die Rückzahlung von Goldkrediten sowie durch das insgesamt rückläufige Angebot aus der Sowjetunion und China aufgewogen.

... höherer
Minen-
förderung ...

Trotz der andauernden Schwäche des Goldpreises erhöhte sich auch im letzten Jahr die weltweite Minenförderung, weil Rückgänge in einigen der Hauptproduzentenländer durch eine steigende Goldgewinnung in Nordamerika und einigen kleineren Erzeugerländern aufgewogen wurden. Die trotz des weiteren Goldpreiserückgangs relativ hohe Minenproduktion war teilweise auf frühere Terminverkäufe der Produzenten zurückzuführen. Solche Verkäufe gestatteten es einigen Produzenten, höhere Preise als auf den Kassamärkten zu erzielen und einige Minen am Rande der Rentabilitätsgrenze in Betrieb zu halten.

Die südafrikanische Produktion fiel um 0,7% auf 600 t, was die niedrigste Gesamtproduktion seit über dreißig Jahren war. In Australien ging die Produktion erstmals seit 1980 ebenfalls zurück, teilweise aufgrund der Einführung einer Körperschaftsteuer auf Gewinne aus dem Goldabbau.

Sowohl in den USA wie auch in Kanada wurde die Förderung geringfügig erhöht, aber der Zuwachs konnte die hohen Raten der achtziger Jahre nicht erreichen. Andernorts erhöhte sich die Gesamtförderung weiter, allerdings mit großen Unterschieden zwischen den einzelnen Ländern.

Der Zerfall der Sowjetunion hatte für den Goldmarkt wichtige Auswirkungen. Die Förderung in Rußland und den anderen goldgewinnenden Republiken, insbesondere Usbekistan und Kasachstan, dürfte geringer gewesen sein als die

Herkunft und Verwendung des Goldes (Schätzung)					
Position	1987	1988	1989	1990	1991
	Tonnen				
Goldgewinnung	1 385	1 550	1 680	1 745	1 780
Andere Anbieter*	300	260	300	350	300
Veränderung der offiziellen Goldbestände durch Markttransaktionen (geschätzt; – = Zuwachs)	95	–175	175	30	75
Neue Goldausleihungen (netto)	70	150	50	100	–25
Insgesamt (= geschätzte nichtmonetäre Verwendung)	1 850	1 785	2 205	2 225	2 130

* Ehemalige Sowjetunion, China und einige kleinere Förderländer.

Weltgoldgewinnung ¹								
Land	1953	1970	1980	1987	1988	1989	1990	1991
	Tonnen							
Südafrika	371	1 000	675	607	621	608	605	601
<i>Anteil an der Weltgoldgewinnung (%)</i>	49,1	78,6	70,2	43,8	40,0	36,1	34,7	33,7
USA	61	54	31	155	201	266	294	300
Australien	33	20	17	111	157	204	243	234
Kanada	126	75	52	117	135	160	167	177
Brasilien	4	9	35	85	102	101	84	80
Papua-Neuguinea	0	1	14	34	37	34	34	61
Chile	4	2	9	23	27	29	33	33
Kolumbien	14	7	17	33	33	32	33	32
Philippinen	15	19	22	40	39	38	37	31
Ghana	23	22	11	12	12	15	17	26
Andere Länder ¹	104	64	79	169	188	194	197	207
Weltgoldgewinnung	755	1 273	962	1 386	1 552	1 681	1 744	1 782
<i>Nachrichtlich:</i>	Jahresdurchschnitt in US-Dollar je Unze							
<i>Goldpreis</i>								
<i>zu jeweiligen US-Dollars</i>	35	36	615	447	437	381	384	362
<i>zu konstanten US-Dollars²</i>	35	25	200	105	99	82	79	71
¹ Ohne die ehemalige Sowjetunion, China und einige kleinere Förderländer. ² Deflationiert mit dem Index der US-Verbraucherpreise (1953 = 100). Quellen: Consolidated Gold Fields PLC (London); Gold Fields Mineral Services Ltd. (London).								

260–310 t, die für 1989 und 1990 angegeben worden waren. Die Informationen über die auf den Märkten verkaufte Nettomenge sind weniger zuverlässig, zum Teil aufgrund umfangreicher Swapgeschäfte. Trotzdem übertrafen die Verkäufe eindeutig die Erzeugung, wobei der offizielle Goldbestand der ehemaligen Sowjetunion bis zum Jahresende 1991 auf nur noch rund 240 t zurückging. China erhöhte im letzten Jahr seine Goldgewinnung, aber der Inlandsbedarf weitete sich ebenfalls aus, so daß das Land auf den internationalen Märkten ein Nettokäufer gewesen zu sein scheint.

Außerhalb der ehemaligen Sowjetunion gingen die offiziellen Goldbestände um 75 t zurück. Obwohl die Reserven der allermeisten Länder unverändert blieben, wurden die Zuwächse in einigen Staaten, inklusive Südafrika, Indien, die Philippinen, Algerien, die Tschechoslowakei und Kolumbien, durch Rückgänge andernorts überkompensiert. Im Falle Südafrikas glich der Zuwachs von 74 t den Rückgang der Nichtgoldreserven mehr als aus. Indien verzeichnete einen Jahreszuwachs von 18 t, verwendete aber zur Jahresmitte eine große Menge Gold als Sicherheit, um vorübergehend seine stark geschrumpften Währungsreserven wiederaufzufüllen (s. Kapitel III). Brasilien, das seine offiziellen Bestände im Laufe der achtziger Jahre stetig bis zu einem Höchststand von 142 t Ende 1990 aufgestockt hatte, verzeichnete 1991 einen Rückgang von 79 t. Kanada veräußerte 56 t im Rahmen seines laufenden Goldverkaufsprogramms.

Nettorückzahlungen von Golddarlehen reduzierten im letzten Jahr das Angebot am Markt. Der Zinssatz für kurzfristige Golddarlehen ging von über

... niedrigerer Abgaben aus dem Osten ...

... geringer offizieller Verkäufe ...

... und von Nettorückzahlungen von Golddarlehen

2% am Jahresende 1990, als die Golfkrise zur allgemeinen Unsicherheit beitrug, auf unter 1% Ende 1991 zurück.

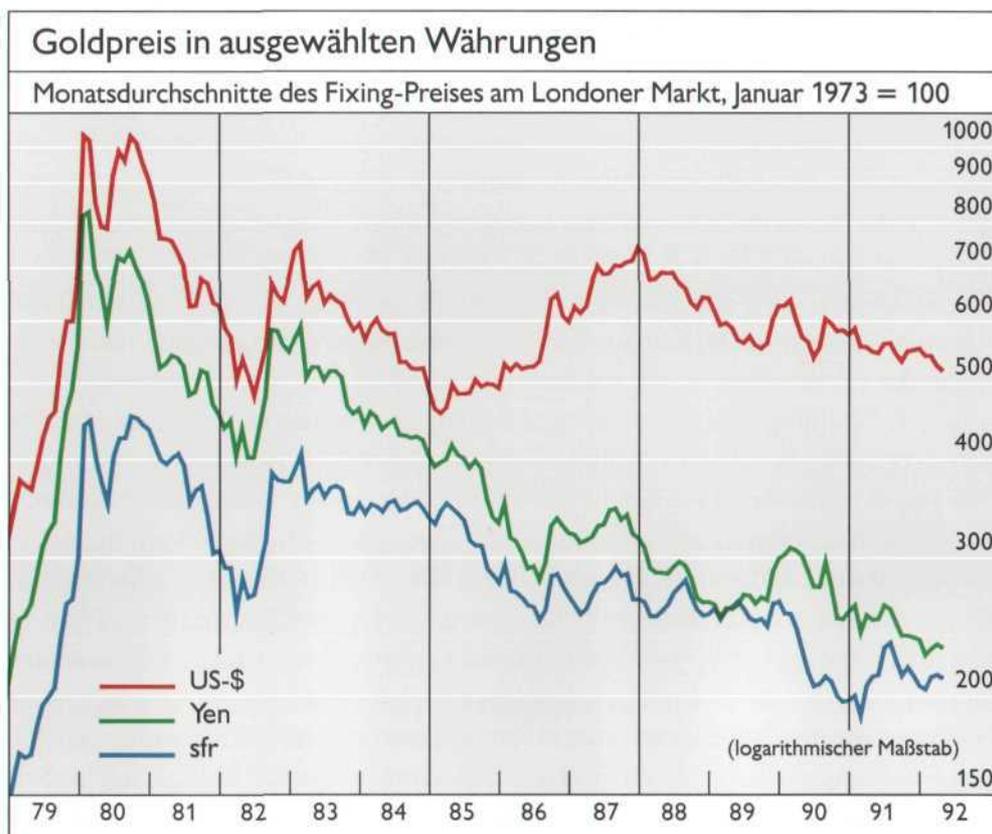
Nachfrage. Im letzten Jahr war die allgemeine Goldnachfrage schwach. Die Rezession verminderte die Käufe für industrielle Zwecke, während die Nachfrage aus Anlage- und Spekulationsgründen durch den Abwärtstrend des Goldpreises, die Abwesenheit ernster Inflationsgefahren in den Industriestaaten und durch die relativ hohen Realzinsen für liquide Finanzanlagen gering gehalten wurde. Die Importe von Japan und Taiwan, die den Markt in den letzten Jahren stützten, weiteten sich nicht so stark aus wie in der Vergangenheit. In anderen Teilen des Fernen Ostens war das Interesse an Gold allerdings ungemindert.

Schwache Nachfrage von Industrie und Anlegern

Die Nachfrage nach Industriegold hatte in den letzten Jahren durch den Abwärtstrend des Preises Auftrieb erhalten, und die gesamte verarbeitete Menge war tendenziell größer als die Minenförderung. Im letzten Jahr allerdings wurde die Nachfrage rezessionsbedingt im Zaum gehalten. Hinzu kommt, daß in den reicheren Ländern des Fernen Ostens die Schmuckindustrie offenbar auf einem Plateau angekommen ist. Die Liberalisierung des Finanzsektors hat es Investoren in Japan ermöglicht, eine Diversifizierung ihrer Anlagen auf weniger teurem Wege als durch den Besitz von physischem Gold zu erreichen. Sie hat im übrigen auch einer größeren Anzahl von Sparern ermöglicht, Marktzinsen für ihre Finanzanlagen zu erhalten. Frühere Beschränkungen der Bankzinsen für Privatkonten wurden durch Anlage auf Goldinvestmentkonten umgangen. Die sich daraus ergebenden Kassa- und Termingeschäfte haben zu der Zeit, als diese Konten an Bedeutung gewannen, den japanischen Goldbesitz – wenn auch nicht notwendigerweise die Importe von physischem Gold – erhöht. Seit ihre Popularität durch die Lockerung der Zinsbeschränkungen abgenommen hat und der Goldpreis schwach geblieben ist, hat Gold für die japanischen Kleinanleger einiges von seinem Glanz verloren.

Preisentwicklung weist abwärts

Preise. Als Reaktion auf die unmittelbare Kriegsgefahr im Nahen Osten erholte sich das Gold zu Beginn des Jahres 1991 nur kurzfristig und überraschend zaghaft. Der Preis stieg von \$ 390 Ende 1990 und durchbrach Mitte Januar für nur einen Tag die Marke von \$ 400. Sobald klar wurde, daß die Kampfhandlungen nur kurz sein würden, gewann die Grundströmung wieder die Oberhand und drückte den Preis. Die Notierungen fielen Ende Februar auf einen Tiefstand von \$ 358, bevor sie in weniger als einer Woche wieder auf \$ 367 kletterten. In den nachfolgenden zwei Monaten glitt der Preis langsam abwärts und erreichte Ende April \$ 351. Im Mai begann sich das Gold dann trotz der anhaltenden Schwäche der anderen Rohstoffpreise zu festigen und stieg auf über \$ 370 in der zweiten Juniwoche. Die Produzenten ergriffen dann allerdings die Gelegenheit, in dieser – wie sich herausstellte – stärksten Erholungsphase seit über einem Jahr ihre künftige Förderung durch Termingeschäfte abzusichern. Die Kurse begannen bald danach zurückzugehen und glitten während des Sommers stetig abwärts bis auf einen Jahrestiefstand von \$ 344 Mitte September. Es ist bemerkenswert, daß der Putschversuch in der Sowjetunion keine Nachfrage nach einem als „sicherer Hafen“ geltenden Anlagemedium hervorrief, die stark genug war, um diesen Trend umzukehren. Erst im September kam es beim Gold zu einer kleinen Preiserholung. Nach der Bekanntgabe, daß die russischen Reserven viel kleiner wären, als man allgemein angenommen hatte,



kletterte der Preis wieder auf \$ 371 Mitte Dezember. Der Preisanstieg erwies sich jedoch als nur vorübergehend, und die Notierungen setzten bald ihren Rückgang fort und erreichten Ende April dieses Jahres auf Dollarbasis einen Sechsjahrestiefstand von \$ 335. In Yen denominated waren die Notierungen damals auf dem tiefsten Niveau seit dreizehn Jahren.

Im großen und ganzen war der Goldpreis im letzten Jahr ungewöhnlich stabil. Sowohl die Handelsbandbreite als auch die Tagesvolatilität waren deutlich kleiner als in früheren Jahren (s. die folgende Tabelle). Auch dadurch gingen die Umsätze der Goldterminkontrakte und -optionen stark zurück und fielen auf das niedrigste Niveau seit 1986. Die abnehmende Preisvolatilität im letzten Jahr ist Teil eines langfristigen Trends. In früheren Jahrzehnten war der Abstand zwischen den zyklischen Gipfeln und Tälern beim Goldpreis viel größer. Zunächst hingen die überzogenen Preisausschläge damit zusammen, daß der Preis ein neues Gleichgewicht suchte, nachdem die nationalen Währungsbehörden 1971 ihre Versuche eingestellt hatten, den Preis konstant zu halten. Die hohen und variablen Inflationsraten der früheren Jahrzehnte verursachten ebenfalls große Preisausschläge, da Gold als Sachwert betrachtet wurde.

Die Änderung des Marktverhaltens trug zu einer größeren Stabilität des Goldpreises bei. Die Nachfrage für die Schmuckherstellung, bei weitem die wichtigste industrielle Verwendung, hat sich als preiselastisch herausgestellt, und die Käufe nahmen tendenziell immer dann zu, wenn die Preise fielen. Zweitens verwenden immer mehr Goldproduzenten Preissicherungstechniken. Terminverkäufe bei steigenden Preisen, um Unsicherheiten über künftige Erlöse zu verringern, tendieren dazu, Preiserholungen zu begrenzen. Drittens dürfte die Entwicklung derivativer Instrumente, die es gestatten, Geschäfte mit großer

Geringere Preisvolatilität ...

... und einige Gründe dafür

Tägliche Volatilität des Goldpreises ¹			
Jahr	Anzahl der Tage mit Preisveränderungen von mehr als		Standardabweichung der Veränderungen von Tag zu Tag in Prozent
	1%	2%	
1979–85 ²	116	49	1,66
1986	69	23	1,18
1987	72	17	1,04
1988	41	12	0,78
1989	43	4	0,78
1990	55	14	0,96
1991	24	2	0,65
1992 1. Q.	2	0	0,48

¹ Londoner Morgen-Fixing, US-Dollar je Feinunze. ² Jahresdurchschnitt.

Hebelwirkung abzuschließen, einige Spekulationsnachfrage vom Gold abgeleitet haben, bei dem die Liefer- und Lagerkosten hoch sind. Letztlich versuchen auch einige wichtige Produzenten, heftige Preisausschläge durch ihre Geschäfte an den Märkten zu verhindern. Früher wurde angenommen, daß die Sowjetunion solche Operationen durchführt, aber es ist unwahrscheinlich, daß im letzten Jahr die Glättung von Goldpreisschwankungen ihr Hauptanliegen war. Südafrika setzt seine Versuche zur Stabilisierung des Goldpreises fort, ohne jedoch damit dessen Richtung ändern zu wollen.

VII. Internationale Finanzmärkte

Schwerpunkte

1991 war ein Jahr beispielloser Kontraste an den internationalen Finanzmärkten. Nach mehreren Jahren lebhafter Expansion gingen die internationalen Bankforderungen zum ersten Mal absolut zurück, während sich die um die Mittelweitergabe zwischen Banken bereinigten Kreditaggregate mit 2½% geringer ausweiteten als je zuvor. Gleichzeitig erreichte die Geschäftstätigkeit an den internationalen Anleihenmärkten einen neuen Rekordumfang, und die Märkte für kurz- und mittelfristige Notes expandierten weiterhin kräftig. Der Rückgang im Bankgeschäft war zum großen Teil darauf zurückzuführen, daß die Banken bemüht waren, ihre Erträge zu steigern und ihre Eigenkapitalausstattung zu verbessern, und daß sie in stärkerem Maße Kreditrisiken im Blick hatten. Vor allem das Interbankgeschäft, das als wenig einträglich und mit einem hohen Gegenparteiisiko behaftet galt, wurde stark eingeschränkt. Niedrigere Zinsen und höhere Anleiheitilgungen als je zuvor begünstigten auf dem internationalen Wertpapiermarkt die Emission klassischer festverzinslicher Anleihen. Besonders gefragt waren in ECU und einer Reihe von Währungen mit vergleichsweise hoher Rendite denominierte Anleihen. Bedingt durch eine Erholung an der Tokioter Börse, die sich als nur vorübergehend erwies, nahmen die eigenkapitalbezogenen Emissionen bis zum Frühsommer zu, doch danach stagnierte das Geschäft. Das Geschäft am Markt für variabel verzinsliche Notes war gedämpft.

Finanzinnovation und Wettbewerb blieben wichtige Triebkräfte für das starke Wachstum derivativer Instrumente an den Börsen und im außerbörslichen Handel, und die Banken bauten ihr Engagement in diesem Bereich weiter aus. Im vergangenen Jahr kamen jedoch ordnungspolitische Bedenken hinsichtlich der Transparenz der Transaktionen an den außerbörslichen Märkten und der von diesen Märkten möglicherweise drohenden Systemrisiken auf.

Die private Verwendung der ECU nahm weiter zu; die Bankkredite und die Emission internationaler Wertpapiere erreichten Rekordhöhen. Das ECU-Geschäft dürfte durch die Ergebnisse des Gipfels von Maastricht noch mehr gefördert werden.

Erwähnenswert ist der Umschwung des letzten Jahres im Bankgeschäft mit den Entwicklungsländern (ohne OPEC). Die asiatischen Länder nahmen erneut in hohem Umfang Bankkredite auf, während einige große lateinamerikanische Länder an die internationalen Wertpapiermärkte zurückkehrten und dort Mittel in einer Größenordnung aufnahmen, wie sie es seit dem Ausbruch der Schuldenkrise nicht mehr getan hatten. Der wachsende Rückgriff auf Finanzmittel aus dem Ausland ist mit der in vielen Entwicklungsländern in Gang befindlichen Liberalisierung der inländischen Finanzmärkte einhergegangen, die im vergangenen Jahr auch die Privatisierung vieler Banken einschloß.

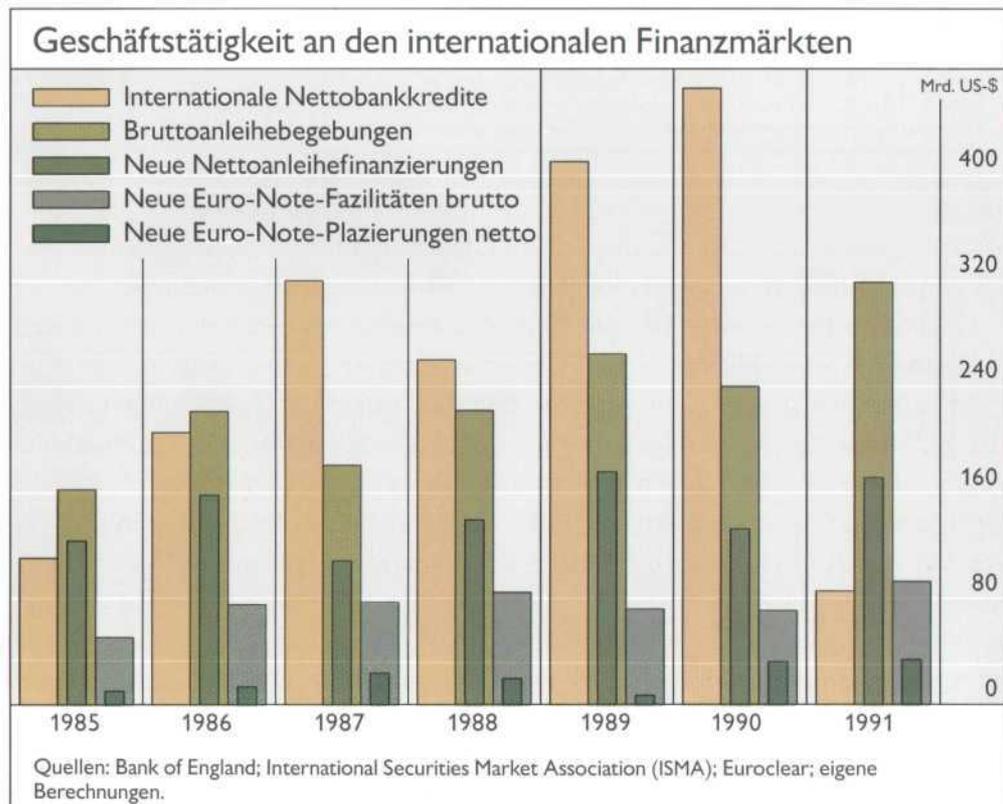
Überblick über das Finanzmarktgeschäft

Erstmals absoluter Rückgang der aggregierten Bankpositionen

Im vergangenen Jahr gingen die aggregierten internationalen Bankpositionen zum ersten Mal zurück. Die grenzüberschreitenden Forderungen zuzüglich der lokalen Fremdwährungsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken sanken um \$ 102 Mrd. bzw. 1%, nachdem sie in den sechs vorangegangenen Jahren jeweils mit Jahresraten von über 10% gestiegen waren. Dieser Rückgang spiegelte eine noch stärkere Schrumpfung des Interbankgeschäfts wider. Nach Ausschaltung der Doppelzählungen aus dem Interbankgeschäft betrug das geschätzte Volumen der Neuausleihungen des internationalen Bankensystems mit \$ 85 Mrd. weniger als ein Fünftel des Betrags von 1990. Eine ausgeprägte Abschwächung verzeichnete die Entwicklung der Endausleihungen an Gebietsansässige innerhalb des BIZ-Berichtsgebiets, nachdem diese in den Jahren davor in hohem Maße Mittel im internationalen Bankgeschäft aufgenommen hatten, als der Kapitalverkehr und die Finanzmärkte in mehreren Ländern liberalisiert worden waren. Die Vergabe neuer Kredite an Länder außerhalb des Berichtsgebiets, die von der Rezession in den Industrieländern weniger stark beeinträchtigt wurden, nahm dagegen wieder etwas zu.

Ursachen der Kontraktion

Die Bemühungen der Banken um eine Verbesserung ihrer Eigenkapitalausstattung, die größere Sensibilität für die Kreditrisiken an den Finanzmärkten, der allgemeine Prozeß der finanziellen Umstrukturierung und die Konjunkturlage dürften zu den wichtigsten Ursachen für den Rückgang im internationalen Bankgeschäft gehören (s. Kapitel VIII). Insbesondere verbanden die Banken mit dem Interbankgeschäft in wachsendem Maße wenig attraktive Ertragsaussichten, aber potentiell hohe Gegenparteirisiken. Die qualitative Verschlechterung des Forderungsbestands vieler Banken war darüber hinaus Anlaß zu einer



Nettofinanzierung auf den internationalen Märkten (Schätzung)							
Zusammensetzung der internationalen Nettofinanzierung	Veränderung ¹						Stand Ende 1991
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	
Milliarden US-Dollar							
Grenzüberschreitende Forderungen der berichtenden Banken ²	509,5	601,8	436,1	684,9	608,3	- 56,4	6 239,9
Lokale Fremdwährungsforderungen abzüglich Doppelzahlungen wegen Mittelweitergabe zwischen den berichtenden Banken	147,7	163,0	74,8	122,2	105,9	- 45,6	1 257,3
A = internationale Nettoausleihungen der Banken ³	452,2	444,8	250,9	397,1	249,2	-187,0	3 887,2
B = Euro-Note-Plazierungen netto	205,0	320,0	260,0	410,0	465,0	85,0	3 610,0
Abgeschlossene internationale Anleihebegebungen	13,4	23,4	19,5	6,9	32,0	33,7	144,9
abzüglich Tilgungen und Rückkäufen	220,9	180,3	221,6	264,6	239,8	318,9	
C = internationale Nettoanleihefinanzierung	63,2	72,7	82,6	89,2	107,9	147,8	
	157,7	107,6	139,0	175,4	131,9	171,1	1 651,4
D = (A + B + C) = internationale Finanzierungen insgesamt	376,1	451,0	418,5	592,3	628,9	289,8	5 406,3
abzüglich Doppelzahlungen ⁴	81,1	51,0	68,5	77,3	78,9	34,8	606,3
E = internationale Nettofinanzierungen insgesamt	295,0	400,0	350,0	515,0	550,0	255,0	4 800,0

¹ Veränderung der Nichtdollarbankpositionen zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende in Dollar und Nichtdollaranleihen zum Wechselkurs des Ankündigungsdatums. Bestandsdaten zu jeweiligen Wechselkursen. ² Banken in der Zehnergruppe sowie in Luxemburg, Dänemark, Finnland, Irland, Norwegen, Österreich, Spanien, auf den Bahamas, in Bahrain, Hongkong, auf den Kaimaninseln, den Niederländischen Antillen und in Singapur sowie die Filialen der US-Banken in Panama. ³ Neben direkten Forderungen gegenüber Endempfängern enthalten diese Schätzungen bestimmte Interbankpositionen: a) Forderungen gegenüber Banken außerhalb des Berichtsgebiets unter der Annahme, 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; b) Forderungen gegenüber Banken innerhalb des Berichtsgebiets, soweit zur inländischen Kreditvergabe in Landeswährung umgewandelt oder unmittelbar als Fremdwährungsgelder an inländische Kunden ausgeliehen; c) 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 unter der Annahme, daß die kreditnehmenden Banken die Mittel im wesentlichen für inländische Zwecke aufnehmen und nicht in der Absicht, sie an das Ausland weiterzugeben. ⁴ Von den berichtenden Banken übernommene internationale Anleihen, soweit in der Bankenstatistik als Forderungen gegenüber Gebietsfremden ausgewiesen; Anleihen, die von den berichtenden Banken hauptsächlich zur Unterlegung ihres internationalen Kreditgeschäfts begeben werden.

vorsichtigeren Kreditpolitik, die sich im Durchschnitt in höheren Spannen und kürzeren Laufzeiten für neue internationale Konsortialkredite niederschlug.

Gleichzeitig wandten sich die Banken stärker den derivativen Instrumenten zu, die an die Stelle bilanzwirksamer Geschäfte treten können, aber ein geringeres Kreditrisiko bergen. Gemessen an den internationalen Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken ist der identifizierte ausstehende zugrundeliegende Betrag von derivativen Kontrakten auf Zinssätze und Währungen Ende 1991 schätzungsweise auf fast 100% gestiegen, verglichen mit 75% ein Jahr zuvor. Genaue Angaben über die direkte Beteiligung von Banken am Geschäft mit derivativen Instrumenten sind nicht verfügbar, doch sind die Banken die wichtigsten Intermediäre an den außerbörslichen Märkten. Sie sind auch an den organisierten Börsen tätig; auf sie entfällt weit über ein Drittel der offenen Kauf- und Verkaufspositionen im Eurodollar-Zinsterminkontrakt, dem Futureskontrakt mit dem größten Volumen offener Positionen.

Das Ende der mit dem Golfkrieg verbundenen Unsicherheiten und der

Weiteres Wachstum nichtbilanzwirksamer Transaktionen ...

... und starker Anstieg der Anleiheemissionen nach dem Golfkrieg

anschließende Rückgang der langfristigen Zinssätze bei den meisten Währungen veranlaßten viele Kreditnehmer, ihre Mittelaufnahmen an den Anleihemärkten zu erhöhen und dafür Bankkredite in geringerem Umfang in Anspruch zu nehmen. Die Erwartung weiterer Zinsrückgänge ließ die Nachfrage der Anleger steigen und trug zur starken Ausweitung der Anleihefinanzierung bei. Das Volumen der neu abgeschlossenen internationalen Anleiheemissionen schwoll auf \$ 319 Mrd. an; es betrug damit ein Drittel mehr als 1990 und lag weit über dem bisherigen Höchststand. Besonders lebhaft war die Geschäftstätigkeit in der ersten Jahreshälfte, als staatliche Schuldner eine Anzahl sehr großer Emissionen auflegten und sich der eigenkapitalbezogene Sektor vorübergehend belebte. Nur bei variabel verzinslichen Notes blieb die Emissionstätigkeit während des gesamten Jahres gering. Neben der Emissionstätigkeit gab es jedoch eine Zunahme der Anleihetilgungen um 37%; diese erreichten mit fast \$ 150 Mrd. einen neuen Rekord. Aus diesem Grunde verfehlte die internationale Nettoanleihefinanzierung den historischen Höchststand von 1989.

Am kürzeren Ende des Laufzeitspektrums wurden am Markt für Euronotes mit netto \$ 34 Mrd. etwas mehr Mittel aufgenommen als im Vorjahr. Innerhalb der Gesamtsumme ergab sich eine weitere Verlagerung von kurzfristigen Euro-Commercial paper zu mittelfristigen Notes.

Auswirkungen der Entwicklung in Japan

Die internationalen Finanzmärkte wurden erneut stark von der Entwicklung in Japan beeinflußt. Erstens verringerte sich aufgrund des inländischen Preisrückgangs bei Immobilien und der daraus resultierenden Probleme einiger nicht zum Bankensektor zählender Finanzintermediäre die Kreditnachfrage von seiten japanischer Gebietsansässiger, die in den vorangegangenen Jahren zum Teil über das internationale Bankensystem geleitet worden war. Zweitens begrenzte die gedrückte Stimmung an der Börse in Tokio im zweiten Halbjahr 1991 die Emission eigenkapitalbezogener Anleihen. Aus diesem Grunde wandten sich die japanischen Unternehmen immer mehr an die inländischen und internationalen Märkte für klassische festverzinsliche Anleihen. Drittens reduzierten die japanischen Banken ihre niedrigverzinslichen Interbankpositionen, um ihre Erträge zu verbessern und die Basler Eigenkapitalstandards erfüllen zu können. Der Rückgang der zusammengefaßten internationalen Bruttobankpositionen im letzten Jahr war ausschließlich einem Schrumpfen der japanischen Bankbilanzen um 9% zuzuschreiben. Schließlich scheint die Baisse an den japanischen Aktienmärkten auch die Spekulationstätigkeit an einigen Märkten für auf Yen lautende derivative Finanzinstrumente gebremst zu haben.

Der internationale Bankenmarkt

Außergewöhnlicher Rückgang der Interbankforderungen ...

Die Abnahme der zusammengefaßten Bruttobankpositionen kam durch einen Rückgang um 3% in der ersten Jahreshälfte, eine Stagnation im dritten Quartal und einen – zum Teil saisonbedingten – Wiederanstieg um 2% im vierten Quartal zustande. Die außergewöhnliche Abnahme der Interbankforderungen im Berichtsgebiet konzentrierte sich auf die wichtigsten Währungen (US-Dollar, Pfund Sterling, Yen, D-Mark); das Interbankgeschäft in mehreren anderen Währungssektoren, so dem des französischen Franc, der ECU, der italienischen Lira und des Guldens, war weiterhin lebhaft.

Die Hauptursache für den ausgeprägten Rückgang der Geschäftstätigkeit am internationalen Interbankmarkt lag in den Bemühungen der Banken, die Anforderungen der Basler Eigenkapitalvereinbarung zu erfüllen und ihre Erträge zu erhöhen. Wie bereits erwähnt, senkten vor allem die japanischen Institute, die sich in den letzten Jahren zur Mittelbeschaffung und Positioneneröffnung am stärksten des Interbankmarkts bedient hatten, ihre Kreditlinien im Interbankgeschäft. Der absoluten Verringerung der Interbankforderungen zwischen Japan und anderen Plätzen im Berichtsgebiet um \$ 145 Mrd. war daher auch die Abnahme des gesamten grenzüberschreitenden Interbankgeschäfts mehr als zur Gänze zuzuschreiben, und praktisch die gesamte Verminderung der lokalen Fremdwährungsforderungen entfiel auf die Banken in Japan. Die gesunkene Nachfrage nach Refinanzierung am Interbankmarkt war außerdem eine Folge des Rückgangs des Konsortialkreditgeschäfts, vor allem desjenigen zur Finanzierung von Fusionen und Unternehmensübernahmen. Die geänderte Refinanzie-

... aufgrund von Bemühungen um Bilanzkonsolidierung

Hauptmerkmale des internationalen Bankgeschäfts					
Verwendung und Herkunft der internationalen Bankkredite	Veränderung, wechselkursbereinigt				Stand Ende 1991
	1988	1989	1990	1991	
Milliarden US-Dollar					
A = Forderungen an Außengebetsländer <i>darunter: an Nichtbanken</i>	13,5 -4,4	- 1,7 -11,7	-11,9 - 9,6	7,5 - 2,0	755,5 396,0
B = Internationale Forderungen an im Berichtsgebiet Ansässige	496,4	793,8	680,8	-100,8	6 593,6
1) Forderungen an Nichtbanken	159,9	229,7	284,4	104,2	1 851,4
2) Bankeigene Verwendung internationaler Interbankmittel für Inlandskredite	85,6	167,0	147,2	- 18,0	855,0
3) Wiederanlage zwischen Banken	250,9	397,1	249,2	-187,0	3 887,2
C = Nicht zurechenbar	1,1	15,0	45,4	- 8,7	148,0
D = A + B + C = Internationale Bruttobank- forderungen insgesamt	510,9	807,1	714,2	-102,0	7 497,2
E = D - B 3) = Internationale Nettobankkredite (geschätzt)	260,0	410,0	465,0	85,0	3 610,0
A = Verbindlichkeiten gegenüber Außengebetsländern <i>darunter: gegenüber Nichtbanken</i>	41,5 21,5	57,6 29,7	92,2 37,7	- 12,6 - 12,7	725,4 316,2
B = Internationale Verbindlichkeiten gegenüber im Berichtsgebiet Ansässigen	460,9	720,4	626,2	-202,6	6 246,8
1) Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken*	66,2	158,1	175,7	13,6	1 264,4
2) Bankeigene Bereitstellung inländischer Mittel für den internationalen Interbankmarkt	119,0	148,6	165,1	27,9	1 233,7
3) Wiederanlage zwischen Banken	275,7	413,7	285,4	-244,1	3 748,7
C = Nicht zurechenbar	33,3	45,7	32,0	56,1	386,5
D = A + B + C = Internationale Bruttobank- verbindlichkeiten insgesamt	535,7	823,7	750,4	-159,1	7 358,7

* Ab 1990 einschl. Treuhandgeldern, die über Banken in der Schweiz an den Markt gelangen.

rungsstrategie der Banken schlug sich in einem geringeren Zinsabstand zwischen Euromarkteinlagen und Schatzwechseln nieder.

Deutliche Verlangsamung des Nichtbankengeschäfts ...

Innerhalb des kleineren Volumens der Neuausleihungen gingen die über das internationale Bankensystem ausgereichten Endausleihungen schwerpunktmäßig an das Berichtsgebiet, wenngleich in geringerem Ausmaß als in den vorangegangenen Jahren. Die direkten Ausleihungen an Nichtbanken in diesem Gebiet sanken von fast \$ 285 Mrd. 1990 auf knapp \$ 105 Mrd., während die Banken \$ 18 Mrd. tilgten, die sie von den internationalen Märkten auf ihre Inlandsmärkte umgeleitet hatten. Die identifizierten Forderungen an Länder außerhalb des Berichtsgebiets nahmen um \$ 8 Mrd. zu, nachdem sie in den beiden vorangegangenen Jahren um \$ 14 Mrd. gesunken waren. Auf der Herkunftsseite der Bankbilanzen erreichten die Neueinlagen von Nichtbanken im Berichtsgebiet mit \$ 14 Mrd. nur noch 8% des Ergebnisses von 1990. Gleichzeitig zogen die Außengebietsländer Einlagen in Höhe von \$ 13 Mrd. ab, während Währungsinstitutionen ihre Reservebestände bei den berichtenden Banken um \$ 24 Mrd. verminderten.

... aber wieder Ausleihungen an Außengebietsländer

Die Nationalitätenstruktur des internationalen Bankgeschäfts

Auf die inländischen und ausländischen Niederlassungen japanischer Banken entfiel mehr als der gesamte, \$ 105 Mrd. betragende Rückgang der – zu jeweiligen Dollarkursen gerechneten – internationalen Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken in den Industrieländern. (Bereinigte Daten für einzelne Nationalitätengruppen der berichtenden Institute sind nicht verfügbar, aber die Wechselkurseffekte waren im vergangenen Jahr unbedeutend.) Der Anteil japanischer Banken an den gesamten offenen Positionen ging wiederum um 2,5 Prozentpunkte auf 31% Ende 1991 zurück, nachdem er 1988 einen Höchstwert von 38% erreicht hatte. Der Rückgang der internationalen Positionen der japanischen Banken im vergangenen Jahr fällt besonders auf, wenn man ihn mit früheren Entwicklungen vergleicht. Von Ende 1985 bis Ende 1989 waren die internationalen Forderungen japanischer Banken jährlich durchschnittlich um fast 30% gestiegen, wobei 41% des Zuwachses auf die Ausweitung der Positionen zwischen verbundenen Niederlassungen entfielen. Die wesentlichen Triebkräfte hinter diesem starken Wachstum waren der Wettbewerb um Marktanteile sowie die Arbitragemöglichkeiten, die durch die schrittweise Liberalisierung der inländischen Finanzmärkte und insbesondere die Schaffung des japanischen Offshore-Marktes Ende 1986 entstanden waren. Tatsächlich floß ein großer Teil des von den Banken exportierten Kapitals über ausländische Niederlassungen wieder an Kreditnehmer in Japan zurück. In jüngerer Zeit haben die neuen Eigenkapitalanforderungen, die Beseitigung vieler Verzerrungen an den inländischen Märkten und eine wachsende Sensibilität für Kreditrisiken die Banken zum Umdenken veranlaßt. Bereits 1990 verringerten sie ihre grenzüberschreitenden Ausleihungen aus Japan und reduzierten die Positionen ihrer US-Niederlassungen, bauten aber gleichzeitig ihre Präsenz an Plätzen auf dem europäischen Kontinent aus.

Schrumpfen des internationalen Geschäfts japanischer Banken ...

... und die wichtigsten Gründe

1991 ergaben sich unvermittelt starke Anpassungen, herbeigeführt durch die anhaltende Baisse an der Tokioter Aktienbörse, die die zum Ergänzungskapital der Banken zählenden Neubewertungsreserven aufzehrte, die Schwäche der

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

Nationalität	Veränderung zu laufenden Dollarwerten 1990				Veränderung zu laufenden Dollarwerten 1991				Gesamt- bestand Ende 1991
	Insge- samt	davon gegenüber			Insge- samt	davon gegenüber			
		Verbun- denen Nieder- lassun- gen	Anderen Banken	Nicht- banken		Verbun- denen Nieder- lassun- gen	Anderen Banken	Nicht- banken	
Milliarden US-Dollar									
Japanische Banken									
Forderungen	152,9	71,5	49,9	31,6	-190,0	-61,0	- 98,4	-30,6	1 931,5
Verbindlichkeiten	132,4	35,6	56,4	40,3	-232,3	-53,2	-159,2	-19,9	1 824,5
US-Banken									
Forderungen	-15,3	10,1	-30,2	4,8	- 2,4	-22,2	- 3,3	23,1	711,6
Verbindlichkeiten	- 2,1	14,3	- 5,9	-10,5	1,5	-40,1	16,2	25,4	743,7
Deutsche Banken									
Forderungen	163,9	36,8	85,0	41,9	29,6	14,6	- 7,7	22,7	636,6
Verbindlichkeiten	130,2	34,5	41,8	53,9	28,8	14,4	- 1,3	15,7	485,5
Französische Banken									
Forderungen	122,3	39,3	49,8	33,2	- 10,5	10,6	- 3,2	-17,9	542,6
Verbindlichkeiten	154,1	52,6	49,0	52,5	5,6	- 2,6	- 3,1	11,2	613,8
Italienische Banken									
Forderungen	73,4	8,8	27,3	37,3	21,7	7,1	- 1,5	16,1	348,8
Verbindlichkeiten	74,1	10,8	42,5	20,9	27,0	10,3	12,0	4,8	356,0
Britische Banken									
Forderungen	25,2	0,0	20,8	4,4	- 12,5	- 1,9	- 17,1	6,5	260,2
Verbindlichkeiten	13,2	0,3	11,6	1,3	- 9,6	- 2,6	- 4,2	- 2,9	312,0
Übrige									
Forderungen	322,9	88,3	129,5	105,2	59,4	7,1	21,6	30,7	1 715,5
Verbindlichkeiten	378,3	77,7	110,1	190,6	33,1	33,6	3,7	- 4,1	1 748,2
Insgesamt									
Forderungen	845,3	254,8	332,1	258,4	-104,7	-45,7	-109,6	50,6	6 146,8
Verbindlichkeiten	880,2	225,8	305,5	349,0	-145,9	-40,2	-135,9	30,2	6 083,7

* Tabelle enthält Angaben über grenzüberschreitende Positionen in allen Währungen zuzüglich Fremdwährungspositionen der Banken gegenüber Ortsansässigen in 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). Daten über die US-Banken enthalten auch die grenzüberschreitenden Positionen der Filialen von US-Banken auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Panama, Hongkong und Singapur. Die internationalen Forderungen und Verbindlichkeiten sind in der Tabelle nach der Nationalität des Eigentums an den berichtenden Banken klassifiziert. Die Positionen der Nichtbanken schließen Währungsinstitutionen und – auf der Passivseite – CD-Emissionen und sonstige Wertpapierbelegungen der Banken ein.

inländischen Kreditnachfrage und die Abschaffung der quantitativen Leitlinien der Bank of Japan für Yen-Ausleihungen an Gebietsansässige. 45% der Abnahme (von insgesamt \$ 190 Mrd.) der internationalen Aktiva japanischer Banken im letzten Jahr entfielen auf den lokalen Fremdwährungsmarkt in Tokio, während der Rückgang in den Büchern der europäischen Niederlassungen weitere 38% ausmachte. Zu über zwei Dritteln war die Abnahme auf eine Verminderung der Forderungen gegenüber nichtverbundenen Banken sowie Nichtbanken zurückzuführen. Die Verringerung der japanischen Positionen am internationalen Interbankmarkt fiel auf der Passivseite der Bilanz größer aus, so daß die gegenüber

nichtverbundenen Banken am internationalen Markt ausstehenden Nettoverbindlichkeiten der japanischen Banken von \$ 226 Mrd. Ende 1990 auf \$ 166 Mrd. Ende letzten Jahres fielen, den niedrigsten Stand seit dreißig Monaten.

Geschäftsabschwächung bei anderen Nationalitätengruppen ...

Der Rückzug der japanischen Banken hinterließ am gesamten Markt seine Spuren, doch trug auch eine Reihe anderer Einflüsse zur Abschwächung der Geschäftstätigkeit der Banken anderer Nationalität bei. Nach einem Rekordwachstum im Jahr 1990 stagnierten die internationalen Forderungen französischer, finnischer und schwedischer Banken entweder oder waren rückläufig. 1990 waren die internationalen Forderungen der französischen Banken um fast 30% gestiegen, als französische Gebietsansässige nach dem Abbau der noch verbliebenen Kapitalverkehrsbeschränkungen einen großen Teil des Inlandsgeschäfts auf den internationalen Markt verlegten. Infolge der Senkung der Mindestreserveanforderungen im Oktober 1990 fanden jedoch umfangreiche Rückflüsse an den Inlandsmarkt statt, und im vergangenen Jahr fielen die internationalen Forderungen der französischen Banken um \$ 11 Mrd. Diese Abnahme war mehr als zur Gänze dem Rückgang der Forderungen an Nichtbanken zuzuschreiben. Im letzten Jahr verringerten die Banken aus Großbritannien, den USA und Kanada ihre internationalen Ausleihungen, als sie ihre Rückstellungen für Kreditausfälle erhöhten. Nach Bereinigung um einige bilanzunwirksame Verpflichtungen, die einige Banken in London gleichwohl in ihren Bilanzen auswiesen, kann die tatsächliche Verringerung der ausstehenden internationalen Forderungen von US-Banken auf rund \$ 30 Mrd. geschätzt werden. Mit Ausnahme der österreichischen Banken verzeichneten alle anderen Nationalitätengruppen bei ihrem internationalen Geschäft geringere Wachstumsraten, vor allem am Interbankmarkt. Die deutlichsten Abnahmen wiesen die deutschen Banken (von 38% auf 5%), die italienischen Banken (von 29% auf 7%) und die dänischen Banken (von 29% auf 4%) auf.

Entwicklung an den einzelnen Finanzplätzen

... und an den meisten großen Finanzplätzen

In Großbritannien, wo 30% der Auslandsforderungen auf japanische Institute entfallen, und in Japan verzeichneten die Banken im vergangenen Jahr die größten Rückgänge bei den grenzüberschreitenden Forderungen, vornehmlich aufgrund von Tilgungen früher aufgenommenener Dollarkredite.

Auch die Forderungen der Banken in Frankreich, der Schweiz und Kanada verringerten sich beträchtlich, und an praktisch allen anderen Plätzen verlangsamte sich das Wachstum merklich. Die große Ausnahme sind die Banken in den USA, bedingt durch einen Wiederanstieg der grenzüberschreitenden Ausleihungen der US-Niederlassungen von Auslandsbanken. Aufgrund der Senkung der Mindestreserveanforderungen Anfang 1991 tendierten die Banken in den USA dazu, ihre Auslandsforderungen von den Internationalen Bankenfreizonen (IBF) auf ihre Konten im Inland zu verlagern.

In Japan hohe Nettokapitalabflüsse über Banken

Da die Auslandsverbindlichkeiten der Banken in Japan viel stärker zurückgingen als ihre Forderungen, wandelte sich ihre Nettoschuldnerposition gegenüber dem Ausland in Höhe von \$ 8 Mrd. Ende 1990 ein Jahr später in eine Nettogläubigerposition von nahezu \$ 97 Mrd. Dieser hohe Nettokapitalabfluß über das japanische Bankensystem war das Spiegelbild des japanischen Leistungsbilanzüberschusses, des starken Anstiegs der ausländischen Anlagen in

Entwicklung an den einzelnen berichtenden Finanzplätzen: Forderungen									
Position der Banken in	Veränderung, wechselkursbereinigt						Stand Ende 1991		
	1990			1991			Auslandspositionen in		Lokale Fremdwährungspositionen
	Auslandspositionen in		Lokale Fremdwährungspositionen	Auslandspositionen in		Lokale Fremdwährungspositionen	Landeswährung	Fremdwährung	
	Landeswährung	Fremdwährung		Landeswährung	Fremdwährung				
Milliarden US-Dollar									
Großbritannien	9,0	77,1	25,9	-10,0	-41,9	14,9	84,3	934,3	329,7
Frankreich	8,9	55,8	-2,3	5,5	-21,6	- 9,9	72,4	336,4	67,5
Deutschland	29,6	42,9	3,0	- 6,4	16,6	1,3	234,8	148,3	9,1
Luxemburg	0,9	40,5	6,1	0,7	17,7	0,7	5,5	307,3	50,4
Belgien	1,9	20,9	4,9	3,2	- 1,6	1,7	17,2	181,7	57,7
Niederlande	0,5	21,3	1,7	6,3	0,9	9,9	39,5	140,2	35,9
Schweiz	10,4	35,4	0,3	- 8,2	1,7	- 0,2	103,1	291,4	19,6
Schweden	- 1,9	4,7	21,7	0,4	- 0,9	- 3,8	2,2	32,1	70,2
Übrige europäische Länder	- 7,4	26,9	24,8	7,5	9,7	18,9	42,1	234,0	170,1
Europäische Berichtsländer zusammen	51,9	325,5	86,1	- 1,0	-19,4	33,5	601,1	2 605,7	810,2
Japan: Offshore-Markt	18,6	34,0	25,0	31,5	-50,0	-21,0	263,0	230,0	71,0
Übrige	1,3	18,7	-9,5	-10,7	- 6,7	-56,6	205,5	243,9	347,6
USA: IBF	-38,5	-6,2	0,0	-17,2	3,5	0,0	234,2	56,4	0,0
Übrige	15,2	1,4	0,0	18,8	1,8	0,0	279,8	16,7	0,0
Asiatische Finanzplätze	2,2 ¹	115,3 ²	..	0,9 ¹	- 6,2 ²	..	7,8 ¹	833,1 ²	..
Übrige Finanzplätze ³	0,3 ⁴	68,7	4,4 ⁴	- 0,7 ⁴	- 1,0	- 1,5 ⁴	3,8 ⁴	659,0	28,5 ⁴
Insgesamt	50,9	557,4	105,9	21,6	-78,0	-45,6	1 595,1	4 644,8	1 257,3

¹ Nur Hongkong. ² Einschl. Bahrain. ³ Einschl. Kanada. ⁴ Nur Kanada.

langfristigen japanischen Wertpapieren und der Ausleihungen ausländischer Niederlassungen japanischer Banken an japanische Gebietsansässige. Im vergangenen Jahr erhöhte sich die Nettoschuldnerposition der Banken in Frankreich gegenüber dem Ausland durch hohe Devisenrückflüsse aus dem Ausland und die steigende Inanspruchnahme der internationalen Wertpapiermärkte durch französische Banken noch einmal um \$ 33 Mrd. Die Kreditaufnahme der Banken in Italien in Fremdwährung belief sich netto auf \$ 13 Mrd., während die Banken in den skandinavischen Ländern per saldo in erheblichem Maße Tilgungen vornahmen. Zudem nahm die DM-Nettoforderungsposition der in Deutschland ansässigen Banken gegenüber dem Ausland um \$ 11 Mrd. ab.

Das Direktgeschäft der Banken mit Nichtbanken im Berichtsgebiet

Der Konjunkturabschwung war der entscheidende Grund für die ausgeprägte Abschwächung der Kreditnachfrage in den Industrieländern im vergangenen Jahr. Nach einigen Jahren sehr starken Wachstums verringerten die Nichtbanken

Entwicklung an den einzelnen berichtenden Finanzplätzen: Verbindlichkeiten

Position der Banken in	Veränderung, wechselkursbereinigt						Stand Ende 1991		
	1990			1991			Auslandspositionen in		Lokale Fremdwährungspositionen
	Auslandspositionen in		Lokale Fremdwährungspositionen	Auslandspositionen in		Lokale Fremdwährungspositionen	Landeswährung	Fremdwährung	
	Landeswährung	Fremdwährung		Landeswährung	Fremdwährung				
Milliarden US-Dollar									
Großbritannien	30,2	74,3	36,6	-15,9	-27,5	5,4	156,2	998,6	289,6
Frankreich	40,9	47,2	-12,3	17,8	- 1,2	- 6,7	115,7	381,4	56,6
Deutschland	15,1	31,7	3,7	5,0	7,3	- 0,6	129,2	106,7	10,1
Luxemburg	0,8	35,4	7,8	0,1	11,5	5,3	5,2	275,8	67,7
Belgien	2,3	13,1	8,2	- 1,7	- 4,4	2,0	20,8	188,5	49,4
Niederlande	2,0	18,1	4,3	4,2	- 2,5	0,8	28,5	120,0	34,0
Schweiz	15,4	27,4	7,6	- 1,8	1,9	- 2,8	68,8	248,1	62,2
Schweden	- 0,4	21,8	4,0	- 0,1	- 6,8	- 1,3	4,0	89,2	11,0
Übrige europäische Länder	1,6	39,2	15,3	3,2	24,8	11,7	46,7	380,1	69,0
Europäische Berichtsländer zusammen	107,9	308,2	75,2	10,8	3,1	13,8	575,1	2 788,4	649,6
Japan: Offshore-Markt	9,5	28,0	30,0	-25,5	-34,0	-38,0	118,0	248,0	52,0
Übrige	- 6,1	15,6	- 2,5	-35,9	-32,6	- 2,8	152,5	327,2	321,6
USA: IBF	-16,4	-4,3	0,0	-20,0	4,6	0,0	297,8	60,9	0,0
Übrige	17,1	1,0	0,0	16,1	0,4	0,0	282,8	14,0	0,0
Asiatische Finanzplätze	2,0 ¹	99,2 ²	..	3,6 ¹	-23,8 ²	..	16,3 ¹	755,4 ²	..
Übrige Finanzplätze ³	0,7 ⁴	84,4	0,9 ⁴	- 1,6 ⁴	2,8	- 0,3 ⁴	8,4 ⁴	679,5	11,3 ⁴
Insgesamt	114,7	532,1	103,6	-52,4	-79,5	-27,2	1 450,9	4 873,4	1 034,4

¹ Nur Hongkong. ² Einschl. Bahrain. ³ Einschl. Kanada. ⁴ Nur Kanada.

Deutlich schwächere Kreditnachfrage in den Industrieländern ...

im Berichtsgebiet ihre Neukreditaufnahme am internationalen Markt um über 60%. Am stärksten war der Rückgang bei den grenzüberschreitenden Ausleihungen an Nichtbanken in den USA. 1990 hatten neue Kredite in Höhe von \$ 50 Mrd., die hauptsächlich von Nicht-US-Banken in den karibischen Offshore-Zentren stammten, die deutliche Verringerung der inländischen Bankkredite zum Teil kompensiert. Im vergangenen Jahr dagegen betragen die grenzüberschreitenden Kredite an Gebietsansässige in den USA nur \$ 6 Mrd.

Bedingt durch die Abschwächung des Wirtschaftswachstums in Japan und das Ende des dortigen Immobilienmarktbooms fielen die grenzüberschreitenden Ausleihungen an japanische Nichtbanken mit \$ 44 Mrd. um 30% niedriger aus als 1990. Der größte Teil dieser Auslandsmittel stammte wiederum von den Niederlassungen japanischer Banken in den asiatischen Offshore-Zentren. Gleichzeitig tilgten japanische Nichtbanken – nach der Abschaffung der Plafonds für auf Yen lautende inländische Bankkredite – Fremdwährungskredite in Höhe von \$ 20 Mrd., die sie zuvor bei inländischen Banken aufgenommen hatten.

Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken an Nichtbanken in den Ländern der Zehnergruppe

Forderungen an Nichtbanken in	Veränderung, wechsellkursbereinigt						Stand Ende 1991		
	Grenzüberschreitende Positionen		Lokale Fremdwährungspositionen		Nachrichtlich: inländische Bankkredite*		Grenz- über- schrei- tende Positi- onen	Lokale Fremd- währungs- positio- nen	Nach- richtlich: inländische Bank- kredite*
	1990	1991	1990	1991	1990	1991			
	Milliarden US-Dollar								
USA	50,1	6,1	0,0	0,0	1,3	-9,0	278,2	0,0	4 337,5
Japan	63,7	44,1	8,4	-19,8	351,5	133,7	250,4	206,1	4 998,1
Deutschland	2,5	9,7	1,5	1,7	141,7	174,9	92,4	6,2	2 084,9
Frankreich	5,6	2,2	0,8	- 0,1	108,4	36,0	31,7	21,0	1 602,1
Italien	23,3	8,0	5,0	9,1	69,4	80,8	81,9	60,6	848,0
Großbritannien	10,8	5,6	8,5	16,2	127,2	55,4	60,3	148,7	1 167,6
Kanada	8,3	3,3	4,2	- 1,9	21,9	30,8	38,3	25,7	312,0
Niederlande	15,8	4,6	1,9	10,1	15,8	15,7	60,8	27,9	346,0
Schweden	4,9	1,5	17,9	- 1,1	2,0	11,5	20,8	65,0	140,6
Schweiz	4,5	-1,3	1,4	0,2	26,7	17,5	24,0	14,2	347,3
Belgien/Luxemburg	3,4	0,9	0,4	- 1,2	15,8	9,8	29,1	34,9	320,7

* Ohne Fremdwährungskredite.

In den meisten europäischen Ländern gingen die von Nichtbanken im Ausland oder bei inländischen Banken in Fremdwährung aufgenommenen Kredite nach mehreren Jahren hoher Wachstumsraten drastisch zurück. In Frankreich und Italien, wo die Portfolioanpassungen im Gefolge des Abbaus von Kapitalverkehrsbeschränkungen offenbar abgeschlossen sind, waren schrumpfende Zinsdifferenzen gegenüber der D-Mark, die Konjunkturabschwächung und die Verlagerung von Finanzierungen auf die Wertpapiermärkte die Hauptursachen dafür, daß die Nichtbanken den internationalen Bankenmarkt in geringerem Maße in Anspruch nahmen. Die grenzüberschreitenden Ausleihungen der Banken an italienische Gebietsansässige wurden in vollem Umfang über den Euro-Lira-Markt geleitet. Die Tiefe der Rezession und veränderte Wechselkurserwartungen trugen zum abrupten Umschwung bei den Nichtbanken aus den skandinavischen Ländern bei, die im vergangenen Jahr per saldo Auslandskredite bzw. inländische Fremdwährungskredite in Höhe von fast \$ 4 Mrd. tilgten, nachdem sie 1990 Mittel im Umfang von \$ 36 Mrd. aufgenommen hatten. Das einzige Land, in dem sich die Kreditaufnahme der Nichtbanken kräftig ausweitete, war Deutschland. Der – angesichts der hohen inländischen Investitionsnachfrage – rückläufige Cash-flow bei den Unternehmen war der Hauptgrund dafür, daß weiterhin internationale Bankkredite in Anspruch genommen wurden. Auch die gemeldeten neuen Kredite an Nichtbanken in Großbritannien nahmen stark zu, doch die Mehrzahl dieser Ausleihungen stand im Zusammenhang mit einem Aufbau verschiedener außerbilanzieller Verpflichtungen durch einige Banken.

Auf der Herkunftsseite der Bankbilanzen kam die Ausweitung der Nichtbankeinlagen fast zum Stillstand. Die grenzüberschreitenden Einlagen von Nichtbanken innerhalb des Berichtsgebiets stagnierten, während die lokalen

... vor allem in skandinavischen Ländern ...

... aber höhere Kreditaufnahme durch deutsche Nichtbanken

Stagnation der Nichtbankeinlagen

Der internationale Bankenmarkt als Empfänger von Nichtbankeinlagen aus den Ländern der Zehnergruppe

Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken in	Veränderung, wechsellkursbereinigt						Stand Ende 1991		
	Grenzüberschreitende Positionen		Lokale Fremdwährungspositionen		Nachrichtlich: breit abgegrenzte Geldmenge*		Grenzüberschreitende Positionen	Lokale Fremdwährungspositionen	Nachrichtlich: breit abgegrenzte Geldmenge*
	1990	1991	1990	1991	1990	1991			
	Milliarden US-Dollar								
USA	22,1	-12,2	0,0	0,0	60,0	65,5	272,8	0,0	4 101,8
Japan	-2,0	- 5,9	241,4	91,0	17,7	..	4 122,5
Deutschland	28,8	11,6	2,1	-0,4	46,7	64,3	136,0	7,0	1 053,8
Frankreich	12,3	- 0,1	-6,5	-0,9	77,8	17,9	44,7	11,5	991,0
Italien	7,3	3,2	0,9	1,0	101,4	123,5	33,8	5,6	1 209,0
Großbritannien	14,3	3,9	19,5	5,5	90,5	50,7	70,5	102,3	938,8
Kanada	6,2	- 3,6	0,5	-0,5	19,8	15,2	16,5	8,6	288,9
Niederlande	1,6	4,5	3,9	1,4	9,7	6,3	56,7	25,8	146,1
Schweden	-0,1	0,6	0,6	-0,1	10,8	4,8	5,0	4,9	119,6
Schweiz	10,6	0,2	6,6	-0,6	8,1	9,0	67,5	54,1	284,8
Belgien/Luxemburg	7,5	- 1,5	5,3	3,9	7,1	8,5	35,6	44,0	181,4

* Niederlande: M2; Japan: M2 + CD; Großbritannien: M4; USA: M3-Tagesgeld und Terminanlagen am Eurodollarmarkt; Italien: liquide Aktiva insgesamt; übrige Länder: M3.

Fremdwährungseinlagen ein Wachstum von \$ 13,3 Mrd. bzw. 5% verzeichneten, was einem Drittel der Zunahme von 1990 entspricht. Nennenswert erhöhten sich mit \$ 11,6 Mrd. nur die grenzüberschreitenden Einlagen deutscher Gebietsansässiger, jedoch in erheblich geringerem Umfang als 1990. Diese Zunahme entfiel mehr als zur Gänze auf die erste Jahreshälfte, während im weiteren Jahresverlauf \$ 9,7 Mrd. an deutschen Einlagen abgezogen wurden. Italienische und britische Gebietsansässige stockten ihre internationalen Einlagen um 12% bzw. 6% auf, was wesentlich weniger als 1990 war.

Der Abzug von Eurodollareinlagen in Höhe von \$ 12 Mrd. durch Gebietsansässige der USA dürfte zum Teil auf die abnehmende Differenz zwischen den Zinsen für Eurodollareinlagen und den Renditen inländischer Schatzwechsel zurückzuführen sein. Darüber hinaus verloren Eurodollarkonten nach der Senkung der Mindestreservanforderungen in den USA Anfang 1991 im Vergleich zu inländischen Einlagen an Attraktivität. Auch japanische und kanadische Gebietsansässige repatriierten Einlagen, die sie bisher bei Banken im Ausland gehalten hatten.

Entwicklung der Geschäftstätigkeit mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets

Nachdem die Forderungen der Banken an Länder außerhalb des Berichtsgebiets 1989 und 1990 rückläufig gewesen waren, erhöhten sie sich im vergangenen Jahr um \$ 8 Mrd., während die Einlagen dieser Ländergruppe, die in den vorangegangenen vier Jahren um insgesamt \$ 240 Mrd. nach oben geschneit waren, um \$ 13 Mrd. abnahmen. Es wurden in erheblichem Umfang neue Kredite an Mexiko und einige asiatische Länder vergeben, aber die identifizierten Forderungen an die meisten anderen Entwicklungsländer gingen zurück. Auf diesen

bemerkenswerten Kontrast zwischen den Kreditbeziehungen der Banken mit den lateinamerikanischen Staaten (ohne Mexiko), die weiter stagnierten oder zurückgingen, und der anhaltend lebhaften Geschäftstätigkeit in Asien wird im letzten Abschnitt dieses Kapitels näher eingegangen.

In den übrigen Entwicklungsländern gab es größere Veränderungen im Bankgeschäft mit den OPEC- und Nicht-OPEC-Ländern im Nahen Osten. Mit Ausnahme des Irans, Saudi-Arabiens und Katars gingen die Forderungen der Banken gegenüber allen Ländern im Nahen Osten zurück. Gleichzeitig verringerten fast alle Länder dieser Gruppe ihre Einlagen bei den an die BIZ berichtenden Banken. Ägypten und Jordanien allerdings, die erhebliche Mittel von anderen arabischen Staaten erhielten, stockten ihre Einlagen auf und stärkten ihre Nettoforderungsposition gegenüber den berichtenden Banken. Bei weitem der stärkste Einlagenrückgang ergab sich für Kuwait (\$ 6,2 Mrd.).

Zu dieser Abwärtsentwicklung haben mehrere Faktoren beigetragen. Der

Rückgang der Forderungen an Länder im Nahen Osten ...

Geschäfte der an die BIZ berichtenden Banken mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets									
Position der Banken gegenüber	Veränderung, wechselkursbereinigt								Stand Ende 1991
	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	
Milliarden US-Dollar									
Kreditaufnahme bei den berichtenden Banken									
Nichtberichtende Industrieländer	5,2	7,3	7,2	4,8	2,1	2,9	6,0	0,5	149,3
Osteuropa	-0,1	5,7	3,7	2,3	8,3	9,3	- 9,9	- 1,7	92,2
<i>darunter: ehemalige Sowjetunion</i>	1,6	3,7	3,6	0,3	5,5	7,5	- 6,2	1,3	54,0
OPEC	-2,1	0,2	0,5	2,2	5,4	5,7	- 2,3	- 4,6	133,5
<i>darunter: Naher Osten</i>	0,3	-1,4	- 0,9	2,2	4,5	7,6	- 0,7	- 6,7	54,1
Entwicklungsländer (ohne OPEC)	9,7	11,0	3,1	2,2	-2,4	-19,6	- 5,7	13,3	380,6
<i>davon: Lateinamerika*</i>	5,3	1,7	1,5	-3,7	-5,0	-16,7	-23,0	- 0,9	186,4
Asien	4,8	8,1	2,6	7,7	3,9	0,3	18,0	17,8	159,0
Afrika	0,1	0,9	- 0,2	-0,6	-0,6	- 1,8	0,0	- 1,6	22,2
Naher Osten	-0,4	0,3	- 0,8	-1,1	-0,7	- 1,4	- 0,7	- 2,0	12,9
Kreditaufnahme insgesamt	12,8	24,1	14,4	11,6	13,5	- 1,7	-11,9	7,5	755,5
Einlagen bei den berichtenden Banken									
Nichtberichtende Industrieländer	2,7	3,5	7,4	6,1	13,4	17,3	7,8	- 3,5	106,6
Osteuropa	4,3	2,8	0,2	-0,7	4,1	0,2	- 5,9	1,3	22,1
<i>darunter: ehemalige Sowjetunion</i>	1,7	0,9	0,8	-1,9	1,8	- 0,7	- 6,6	0,3	8,8
OPEC	4,0	6,6	-22,1	19,2	11,6	14,4	25,4	-14,0	233,5
<i>darunter: Naher Osten</i>	1,0	0,8	-13,5	17,5	12,0	9,5	18,0	-17,6	180,3
Entwicklungsländer (ohne OPEC)	19,3	5,7	12,9	24,2	12,4	25,7	64,9	3,7	363,1
<i>davon: Lateinamerika*</i>	10,1	0,4	0,7	6,7	3,4	4,6	19,0	- 2,9	115,4
Asien	9,8	2,5	13,1	14,0	7,7	16,5	34,6	2,1	174,9
Afrika	1,0	1,4	0,0	1,6	1,5	1,7	3,7	- 0,7	26,0
Naher Osten	-1,6	1,4	- 0,9	1,9	-0,2	2,9	7,6	5,1	46,9
Einlagen insgesamt	30,3	18,6	- 1,6	48,7	41,5	57,6	92,2	-12,6	725,4

* Einschl. jener Länder im karibischen Raum, die nicht als Offshore-Bankplätze gelten.

Golfkrieg hinterließ in den Ländern dieser Region weitreichende Zerstörungen und verursachte enorme Wiederaufbaukosten. Ferner litten die Länder unter den niedrigeren Ölpreisen und verringerten – mit Ausnahme von Saudi-Arabien, Iran und Oman – ihre Rohöllieferungen. Die Auswirkungen der BCCI-Affäre beeinträchtigten das Bankgeschäft in mehreren Ländern und auch die Finanzverbindungen zwischen den wichtigsten Finanzplätzen in der Region. Schließlich verringerte Libyen seine Einlagen im vierten Quartal 1991 angesichts möglicherweise bevorstehender Wirtschaftssanktionen der Vereinten Nationen um \$ 1,9 Mrd. Die Einlagenabzüge des Landes allein bei den Banken in den berichtenden Industrieländern lagen sogar noch darüber (\$ 2,5 Mrd.).

... und in Osteuropa

Mit dem Rückgang der Bankforderungen gegenüber den osteuropäischen Ländern um \$ 1,7 Mrd. ist die tatsächliche Verringerung der Kreditgewährungen an die meisten dieser Länder zu niedrig ausgewiesen. Die Forderungen an die ehemalige Sowjetunion stiegen per saldo um \$ 1,3 Mrd., doch wären sie in Wirklichkeit um rund \$ 4 Mrd. zurückgegangen, wären nicht in hohem Maße neue, staatlich garantierte Kredite gewährt worden, die zumeist aus Deutschland kamen. Am stärksten nahmen die Forderungen gegenüber Ungarn und der Tschechoslowakei ab (\$ 1,5 Mrd. bzw. \$ 0,8 Mrd.). Beide Länder verzeichneten einen Leistungsbilanzüberschuß in konvertiblen Währungen und beträchtliche Kapitalzuflüsse, erhöhten ihre Währungsreserven und stockten ihre Bankeinlagen um \$ 1,9 Mrd. bzw. \$ 1,4 Mrd. auf. Dagegen gingen die Einlagen Polens bei den berichtenden Banken angesichts eines drastischen Leistungsbilanzumschwungs und fehlender neuer Kredite um \$ 2,5 Mrd. zurück.

Den Industrieländern außerhalb des Berichtsgebiets schließlich gewährten die Banken neue Kredite im Betrag von nur \$ 0,5 Mrd. Auf Nettobasis verzeichneten Portugal mit \$ 3,6 Mrd. und Neuseeland mit \$ 1,5 Mrd. nennenswerte Zuflüsse neuer Mittel von den berichtenden Banken. Die Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem ehemaligen Jugoslawien verringerten sich um \$ 1,7 Mrd. bzw. \$ 2,9 Mrd. Ende 1991 beliefen sich die jugoslawischen Einlagen auf nicht mehr als \$ 4,9 Mrd. und waren damit nur halb so hoch wie Ende September 1990.

Der Markt für Konsortialkredite

Geringeres Volumen neuer Konsortialkredite ...

Die rezessive Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern, die Unsicherheiten und Spannungen, die das internationale Bankgeschäft beeinträchtigten, und die Ergiebigkeit der Anleihemärkte fanden am Konsortialkreditmarkt ganz eindeutig ihren Niederschlag. Im letzten Jahr gingen die neu angekündigten Fazilitäten um 14% auf \$ 137 Mrd. zurück, und von dieser Gesamtsumme entfielen allein \$ 20 Mrd. auf Großkredite an Saudi-Arabien, Kuwait und ein Unternehmen aus den USA. Die Konditionen für neue Kredite wurden verschärft: Die durchschnittlichen Spannen stiegen auf 77 Basispunkte und waren damit größer als je zuvor, und die durchschnittliche Laufzeit neuer Fazilitäten sank auf den historischen Tiefstand von fünf Jahren und vier Monaten. Den Meldungen zufolge gestalteten die Banken auch die Verträge über neue Kredite strenger und verlangten von den Kreditnehmern bessere Kapitalrelationen. Daß von stark fremdfinanzierten Transaktionen (HLT) zunehmend Abstand genommen wurde, spiegelte sich in dem niedrigen Umfang von für Fusionen und

Unternehmensübernahmen arrangierten Fazilitäten wider, der von \$ 62 Mrd. 1989 und \$ 29 Mrd. 1990 auf unter \$ 5 Mrd. schrumpfte.

Trotz der im vergangenen Jahr insgesamt ungünstigen Marktlage stiegen die Konsortialkredite an Entwicklungsländer spürbar wieder an; für Indonesien, Südkorea, Mexiko und Thailand wurden größere Finanzierungen arrangiert. In die OECD-Länder gingen nur zwei Drittel der neuen Ausleihungen. Stark ausgeprägt war der Rückgang neuer Konsortialkreditfazilitäten für britische Kreditnehmer, die in stärkerem Maße bilaterale Kredite in Anspruch nahmen, und für italienische Schuldner, die nach einem Streit über den Status staatlicher Garantien bei einem größeren Insolvenzverfahren vorübergehend vom Markt ausgeschlossen wurden. Ferner war eine deutliche Verlagerung der Mittelbeschaffung kanadischer Marktteilnehmer vom Konsortialkreditmarkt an den internationalen Anleihemarkt festzustellen.

... aber wieder höhere Ausleihungen an Entwicklungsländer

Der internationale Wertpapiermarkt

Der Markt für kurz- und mittelfristige Notes

Auf neue Plazierungen kurz- und mittelfristiger Euronotes entfielen im letzten Jahr 17% des Nettovolumens neuer Mittelaufnahmen an den internationalen Wertpapiermärkten, verglichen mit 20% im Jahr 1990. Am kürzeren Ende des Laufzeitspektrums, das vornehmlich Euro-Commercial paper (ECP) umfaßt, nahm das Volumen umlaufender Euronotes um 19% auf \$ 106,4 Mrd. zu. Über 40% dieser Nettoneuplazierungen lauteten auf Nichtdollarwährungen, wobei ein beträchtlicher Anteil der Emissionen auf ECU und italienische Lire entfiel. Trotz des starken Wachstums im vergangenen Jahr wurden in diesem Marktsegment Anzeichen einer Konsolidierung sichtbar. Die neu angekündigten Emissionsprogramme für kurzfristige Euronotes gingen auf \$ 38 Mrd. und damit den niedrigsten Stand seit 1984 zurück. Überdies konzentrierten sich die Nettoneuplazierungen von ECP auf das erste Quartal, während danach die Emissionstätigkeit nachließ. Eine verstärkte Besorgnis über die Kreditwürdigkeit der Emittenten begrenzte tendenziell den Kreis der in Frage kommenden neuen Schuldner und trug dazu bei, daß Notes mit Übernahmegarantie im späteren Verlauf des Jahres besser abschnitten als ECP.

Konsolidierungszeichen bei kurzfristigen Euronotes und Verlagerung zu Nichtdollar-emissionen

Die weitere Expansion am Markt für kurzfristige Euronotes steht im Gegensatz zur Entwicklung an vielen inländischen Märkten für Commercial paper (CP). Nach mehreren Jahren sehr raschen Wachstums ging das umlaufende CP-Volumen an den Inlandsmärkten weltweit von \$ 813 Mrd. Ende 1990 auf \$ 771 Mrd. Ende 1991 zurück. Diese Abnahme ist jedoch nicht allein dem rezessiven Klima oder Zinsfaktoren zuzuschreiben. Dahinter stehen vielmehr größtenteils einige Sonderentwicklungen in den einzelnen Ländern. In den USA waren die Erhöhung des Mindestrating für CP-Anlagen von Geldmarktfonds sowie eine größere Sensibilität für Kreditrisiken Schlüsselfaktoren für den Rückgang der umlaufenden Titel um 5%. In Japan hatten die Emittenten den Markt vor 1991 in Anspruch genommen, um Arbitragemöglichkeiten auszunutzen. Im letzten Jahr dagegen schränkte die abnehmende Zinsdifferenz gegenüber anderen Instrumenten den Spielraum für solche Strategien ein und trug so zu dem Rückgang des umlaufenden CP-Volumens um 16% bei. In Spanien hatte die Emis-

Rückgang an den großen inländischen CP-Märkten ...

... bedingt durch Sonderfaktoren ...

Inländische und internationale Märkte für Commercial paper und mittelfristige Notes							
Position	Eröffnung des Marktes	1986	1987	1988	1989	1990	1991
		zum Jahresende ausstehender Betrag, in Milliarden US-Dollar ¹					
Märkte für Commercial paper							
USA	vor 1960	325,9	373,6	451,6	521,9	557,8	528,1
Japan	Ende 1987	–	13,8	73,8	91,1	117,3	99,0
Frankreich	Ende 1985	3,7	7,6	10,4	22,3	31,0	30,8
Spanien	1982	6,2	3,9	5,0	7,4	25,6	27,9
Kanada	vor 1960	11,9	14,9	21,0	25,0	26,6	26,1
Schweden	1983	3,7	7,8	9,5	15,9	23,1	24,0
Australien ²	Mitte 70er Jahre	4,1	7,5	7,9	11,1	10,9	12,2
Großbritannien	1986	0,8	3,8	5,7	5,7	7,5	7,0
Finnland	Mitte 1986	0,4	2,5	4,9	6,9	8,3	5,9
Deutschland	Anfang 1991	–	–	–	–	–	5,4
Niederlande	1986	0,1	0,9	1,0	0,8	2,0	2,6
Norwegen	Ende 1984	0,9	2,1	1,7	2,0	2,3	2,0
Belgien	1990	–	–	–	–	0,1	0,3
Inlandsmärkte insgesamt		357,7	438,4	592,5	710,1	812,5	771,3
Euro-Commercial paper	Mitte 80er Jahre	13,9	33,3	53,2	58,5	70,3	79,6
Übrige kurzfristige Euronotes	Anfang 80er Jahre	15,1	16,9	13,5	11,1	19,1	26,8
Zusammen		386,7	488,6	659,2	779,7	901,9	877,7
Märkte für mittelfristige Notes							
USA	Anfang 70er Jahre	35,0 ³	50,0 ³	65,0 ³	75,9	99,7	141,7
Mittelfristige Euronotes	Mitte 80er Jahre	0,4	2,6	5,6	9,6	21,9	38,5

¹ Mit Ausnahme der Angaben für Australien zu Wechselkursen am Jahresende umgerechnet. ² Ende Juni ausstehende Beträge zu Wechselkursen von Ende Juni umgerechnet. ³ Schätzung.
Quellen: Euroclear; nationale Stellen.

sion von Commercial paper 1990 aufgrund der Begrenzung der Zuwachsraten für inländische Bankkredite und der Beschränkung von Mittelaufnahmen im Ausland stark zugenommen. Nachdem diese Restriktionen im vergangenen Jahr abgeschafft worden waren, flachte sich das Marktwachstum erheblich ab. In Frankreich schließlich war die Stagnation des CP-Markts zum Teil darauf zurückzuführen, daß Investmentfonds (SICAV) nach der Senkung der Mindestreserveanforderungen im letzten Quartal 1990 stärker in handelbaren Einlagezertifikaten (CD) anlegten.

... aber Wachstum des neuen Markts in Deutschland

Dagegen verzeichnete der deutsche CP-Markt, an dem das erste Emissionsprogramm erst im Februar 1991 angekündigt wurde, ein schnelles Wachstum. Ende März 1992 bestanden Programme im Umfang von DM 28,5 Mrd. und waren Titel in Höhe von DM 12,9 Mrd. am Markt plaziert worden. Im Gegensatz zu anderen inländischen Märkten, wie etwa dem CP-Markt in Pfund Sterling, wurden die bestehenden Programme deutscher Schuldner stark in Anspruch genommen. Eine Reihe großer Unternehmen wandten sich aufgrund der im Vergleich zu inländischen Bankkrediten niedrigeren Finanzierungskosten an den CP-Markt. Ferner wurde die Emissionstätigkeit durch das für die Anleger attraktive hohe Niveau der kurzfristigen DM-Zinsen begünstigt.

Der Markt für mittelfristige Euronotes (EMTN) expandierte im letzten Jahr

wiederum sehr stark. Die neu angekündigten Programme beliefen sich auf insgesamt \$ 54,2 Mrd., das war fast zweieinhalbfach soviel wie 1990, und das Volumen umlaufender Titel erhöhte sich um 75%. Das Wachstum an den EMTN-Märkten spiegelte die allgemeine, an den meisten inländischen und internationalen Finanzmärkten zu beobachtende Tendenz zu längeren Laufzeiten wider, doch auch andere Faktoren spielten eine wichtige Rolle. Zum einen engagierten sich die Finanzintermediäre stärker am Markt und suchten den Kreis der Anleger und Emittenten zu erweitern. Zum anderen gewann der Markt in bezug auf die Flexibilität der Emissionen an Reife, was seine Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Privatplazierungen von Euroanleihen erhöhte. Den EMTN-Fazilitäten kam zugute, daß ihre Kosten relativ niedrig sind, wenn die Fazilitäten erst einmal eingerichtet sind, daß bei der Platzierung neuer Emissionen ein großer Ermessensspielraum vorhanden ist und daß ein breites Laufzeitspektrum zur Verfügung steht. Ferner wurde die Palette der im Rahmen von EMTN-Programmen emittierten Instrumente um variabel verzinsliche Notes (FRN) erweitert, und viele neue Emissionen waren mit besonderen Optionen ausgestattet. Schließlich entstanden neue Märkte in anderen Währungen, so daß 58% der Nettoplazierungen in Nichtdollarwährungen erfolgten, während 1989 noch über 80% der Nettoneuemissionen auf den Dollar entfallen waren. Besonders stark war die Emissionstätigkeit in italienischer Lira, Pfund Sterling, ECU und Yen.

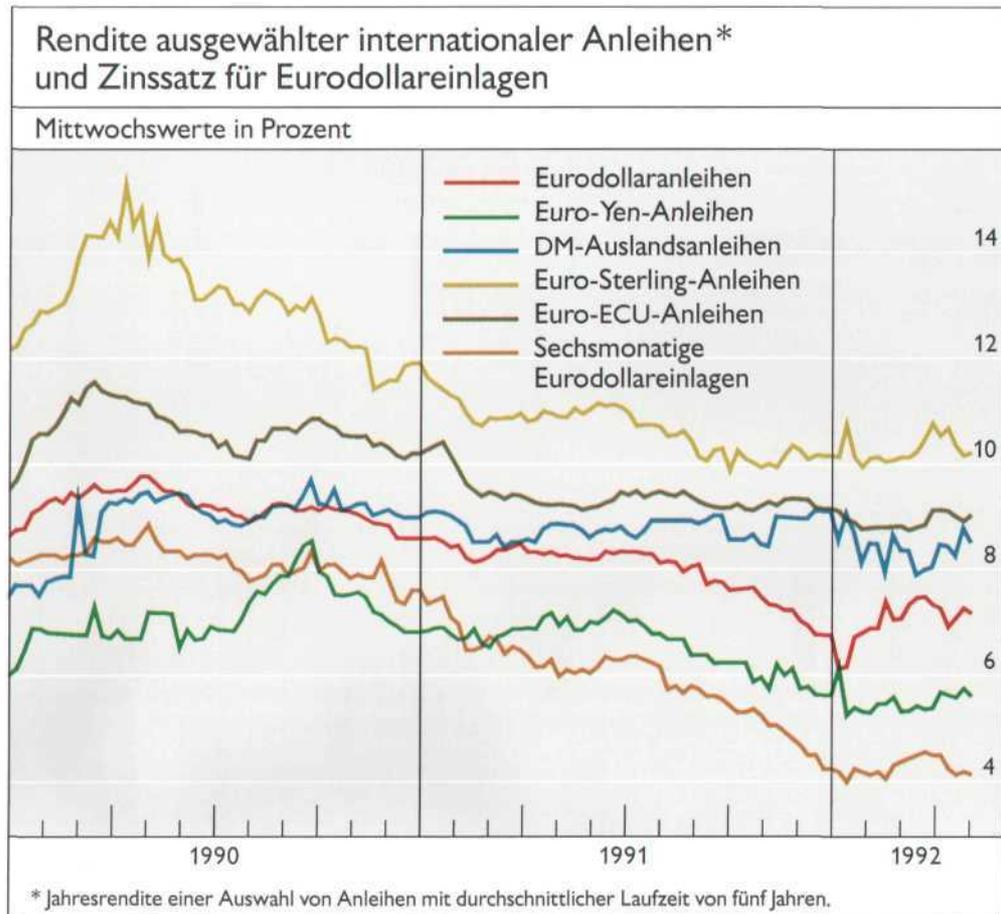
Weiterhin kräftige Expansion des EMTN-Markts ...

Die Expansion des EMTN-Markts fand ihr Abbild an den Inlandsmärkten. Der US-Markt für mittelfristige Notes weitete sich im letzten Jahr stark aus; die Bruttoneubegebungen von Emittenten in den USA wuchsen um 55% auf \$ 72 Mrd. Inlandsmärkte für mittelfristige Notes wurden ferner in Großbritannien (1990) und Frankreich (1992) eingerichtet, aber dort war die Emissionstätigkeit gering.

... und der inländischen Märkte für mittelfristige Notes

Hauptmerkmale der Geschäftstätigkeit am internationalen Anleihemarkt								
Marktsegment	Jahr			1991				Stand Ende 1991
	1989	1990	1991	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Milliarden US-Dollar								
Angekündigte Bruttoneuemissionen insgesamt ¹	262,8	241,4	316,7	91,4	83,4	75,6	66,3	
<i>Festverzinsliche Emissionen</i>	150,2	165,9	255,2	77,8	60,6	59,3	57,5	
<i>Zinsvariable Notes</i>	27,3	42,5	19,1	6,3	4,1	4,5	4,2	
<i>Eigenkapitalbezogene Emissionen</i> ²	85,2	33,1	42,4	7,4	18,6	11,8	4,6	
Abgeschlossene Bruttoneuemissionen insgesamt	264,6	239,8	318,9	83,9	81,5	68,7	84,8	
abzüglich planmäßiger Rückzahlungen	57,7	86,8	128,2	34,0	27,6	27,5	39,0	
abzüglich vorzeitiger Rückzahlungen	31,5	21,1	19,6	3,6	5,5	3,8	6,7	
= Nettoneuemissionen insgesamt	175,4	131,9	171,1	46,3	48,4	37,4	39,0	1 651,4
<i>Festverzinsliche Emissionen</i>	89,7	80,5	142,7	41,7	33,4	26,6	41,0	1 158,5
<i>Zinsvariable Notes</i>	11,0	28,3	3,2	2,5	2,1	0,7	-2,0	210,5
<i>Eigenkapitalbezogene Emissionen</i> ²	74,8	23,1	25,2	2,1	12,9	10,1	0,0	282,4

¹ Nichtdollaranleihen sind zu dem am Tag ihrer Ankündigung geltenden Wechselkurs in Dollar umgerechnet. ² Wandelanleihen und Anleihen mit Option zum Bezug von Aktien.
Quellen: Bank of England; ISMA; BIZ.



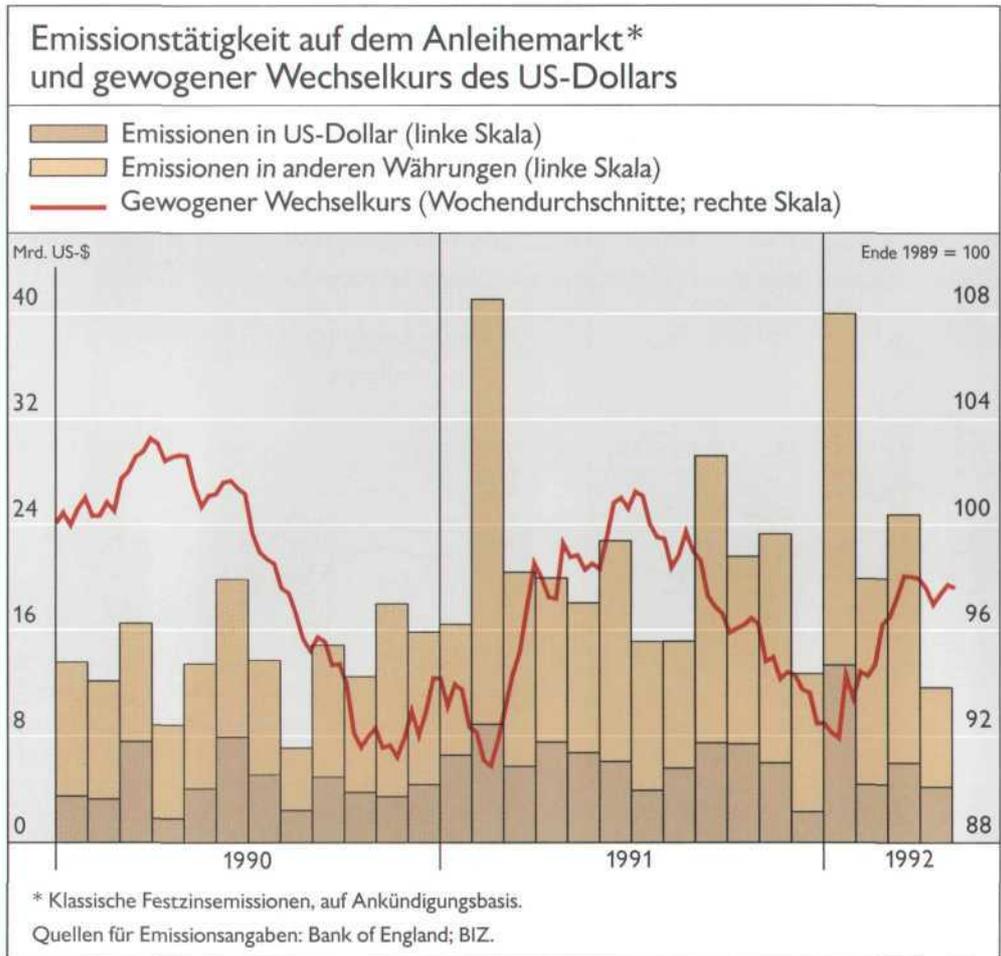
Der internationale Anleihemarkt

Das Emissionsgeschäft und die Umsätze an den internationalen Anleihemärkten erreichten im letzten Jahr neue Rekordhöhen. Die neu angekündigten Begebungen schnellten auf \$ 317 Mrd. und waren damit um 31% höher als 1990. Die Erwartung von Zinssenkungen und die abnehmende Besorgnis bezüglich der Inflationsentwicklung trieben die Nachfrage der Anleger nach klassischen festverzinslichen Anleihen in die Höhe, während die Neuemissionen variabel verzinslicher Notes beträchtlich zurückgingen. Nach dem niedrigen Emissionsvolumen eigenkapitalbezogener Anleihen 1990 wurden solche Titel wieder mehr aufgelegt, aber die Neuemissionen konzentrierten sich weitgehend auf den Sommer, nachdem die Aktienbörse in Tokio eine kurzfristige Erholung gezeigt hatte.

Dynamik am internationalen Anleihemarkt ...

... zum Teil bedingt durch steigende Tilgungen

Ein sehr großer Teil der Neuemissionen ersetzte im letzten Jahr fällig werdende oder noch ausstehende Anleihen. Das Volumen planmäßiger Tilgungen, das 1991 \$ 128 Mrd. ausmachte, dürfte 1992 und 1993 noch weiter steigen, nämlich auf rund \$ 190 Mrd. bzw. \$ 270 Mrd. Bei einem Viertel der in diesen Jahren fällig werdenden Anleihen handelt es sich um Ende der achtziger Jahre von japanischen Emittenten aufgelegte eigenkapitalbezogene Anleihen, die wegen der Baisse an der Tokioter Börse in den letzten beiden Jahren nicht in Aktien umgewandelt oder deren Optionen aus demselben Grund nicht ausgeübt wurden.



Klassische festverzinsliche Anleihen. 1991 waren die Neuemissionen von klassischen Anleihen um 50% höher als 1990, während die Umsätze an den Sekundärmärkten, die in den letzten Jahren leicht rückläufig gewesen waren, neue Höchstwerte erreichten. Besonders lebhaft verlief die Geschäftstätigkeit im ersten Quartal, nachdem die mit dem Golfkrieg verbundene Unsicherheit abgeklungen war. Im Bereich des US-Dollars und des Pfund Sterling erhielt die Nachfrage der Anleger durch die – später auch bestätigten – Aussichten auf fallende Zinsen und damit verbundene Kapitalgewinne Auftrieb.

Mehrere andere Entwicklungen trugen ebenfalls zu der beträchtlichen Expansion der Emissionen klassischer Anleihen bei. Erstens nahmen Regierungen und andere öffentliche Stellen den internationalen Markt stärker in Anspruch; auf sie entfielen – nach 17% im Jahr 1990 – 22% der gesamten Neuankündigungen. Zweitens weiteten sich die Neuemissionen in „nichttraditionellen“ Währungen sehr deutlich aus. Das Volumen der ECU-Anleiheemissionen verdoppelte sich, wobei sich die Emissionstätigkeit ganz besonders auf das erste Quartal konzentrierte (s. S. 203). Der bis zum Jahresende feste kanadische Dollar und die gleichzeitig hohen Renditen verstärkten die Nachfrage der Anleger nach Anleihen in kanadischen Dollar. In anderen nichttraditionellen Euroanleihe-währungen wie etwa dem französischen Franc, der italienischen Lira, dem Gulden und der Peseta weiteten sich die Neuemissionen mit Wachstumsraten von weit über 75% kräftig aus. Zu dieser Expansion trugen vor allem aufsichtsrechtliche Änderungen, hohe Renditen und die offensichtliche Stabilität dieser

Emissionsvolumen festverzinslicher Anleihen höher denn je

Umfangreiche staatliche Mittelaufnahmen

Lebhaftes Geschäft in nichttraditionellen Währungssektoren

Art und Währungsstruktur internationaler Anleiheemissionen

Sektor/Währung	Angekündigte Brutto- neuemissionen				Nettoneuissionen				Stand Ende 1991
	1988	1989	1990	1991	1988	1989	1990	1991	
	Milliarden US-Dollar								
Festverzinsliche klassische Emissionen	160,8	150,2	165,9	255,2	99,0	89,7	80,5	142,7	1 158,5
US-Dollar	47,3	54,6	52,2	74,3	26,7	26,0	15,9	27,9	349,7
Yen	18,8	23,1	30,2	39,1	11,7	15,3	24,7	21,2	193,4
Schweizer Franken	18,2	5,7	15,5	13,5	0,9	-3,9	3,5	3,5	117,7
D-Mark	21,2	9,4	7,3	12,1	14,0	6,2	1,3	4,7	114,1
ECU	10,7	11,7	15,1	30,2	9,4	7,5	9,6	24,4	92,8
Pfund Sterling	11,8	11,9	9,5	17,2	10,5	10,9	7,8	14,8	78,2
Kanadischer Dollar	13,2	10,9	6,3	22,5	11,8	10,0	1,7	14,0	60,1
Französischer Franc	2,3	4,6	7,8	16,4	2,0	4,2	6,0	14,7	38,9
Sonstige	17,3	18,2	21,9	30,1	12,0	13,5	10,1	17,6	113,5
Variabel verzinsliche Notes	24,4	27,3	42,5	19,1	5,9	11,0	28,3	3,2	210,5
US-Dollar	7,0	10,2	15,0	4,5	-9,2	-0,4	7,6	-4,9	110,8
Pfund Sterling	11,5	9,3	10,8	7,6	9,9	7,3	7,0	4,6	48,2
D-Mark	1,4	2,6	8,2	2,8	1,4	2,2	7,3	2,7	23,7
Sonstige	4,5	5,3	8,4	4,2	3,8	1,8	6,4	0,8	27,9
Eigenkapitalbezogene Emissionen	42,0	85,2	33,1	42,4	34,1	74,8	23,1	25,2	282,4
US-Dollar	29,0	65,1	19,5	24,8	26,2	60,4	15,9	15,3	184,8
Schweizer Franken	8,3	13,6	8,2	7,0	4,3	8,8	4,0	2,1	54,3
Sonstige	4,7	6,5	5,4	10,6	3,6	5,5	3,1	7,7	43,2

Quellen: Bank of England; ISMA; BIZ.

Währungen im EWS-Wechselkursverbund bei. Schließlich verlagerten japanische Unternehmen ihre Emissionstätigkeit am internationalen Markt von eigenkapitalbezogenen Anleihen auf klassische festverzinsliche Yen-Emissionen.

Gedämpfte FRN-Marktaktivitäten

Variabel verzinsliche Notes (FRN). Der starke Rückgang der neuen FRN-Emissionen von \$ 43 Mrd. im Jahr 1990 auf \$ 19 Mrd. spiegelte Erwartungen von seiten der Anleger wider, daß die Zinsen für viele Währungen sinken würden. Ferner wuchs die Besorgnis über die Bonität der Emittenten, insbesondere der Finanzinstitute, auf die etwa 70% der ausstehenden FRN entfallen. Trotz der Probleme am Immobilienmarkt und der Herabstufung der Kreditwürdigkeit einer Anzahl von Kreditgarantien stellenden Finanzinstituten blieb die Emissionstätigkeit bei den auf Pfund Sterling lautenden hypothekarisch gesicherten Wertpapieren mit \$ 5,1 Mrd. (\$ 0,8 Mrd. mehr als 1990) recht lebhaft. Der Sekundärmarkt für FRN litt nach wie vor unter mangelnder Liquidität; dies galt vor allem für FRN mit unbegrenzter Laufzeit und die von Banken emittierten zinsvariablen Notes.

Unstete Entwicklung eigenkapitalbezogener Emissionen

Eigenkapitalbezogene Anleihen. Trotz einer Zunahme von 30% im vergangenen Jahr erreichten die Emissionen eigenkapitalbezogener Anleihen nicht einmal die Hälfte ihrer Rekordhöhe von 1989. Außerdem ging der Anteil der Neu-begebungen japanischer Emittenten, den wichtigsten Kreditnehmern an diesem

Markt, auf weniger als drei Viertel zurück. Die Emissionstätigkeit konzentrierte sich im Zuge der Erholung am japanischen Aktienmarkt auf das zweite und dritte Quartal (s. die Grafik auf S. 150). Später kam die Neuemission aufgrund der ausgeprägten Schwäche der Tokioter Börse und der Skandale, in die mehrere Finanzinstitute verwickelt waren, praktisch zum Stillstand.

Im letzten Jahr belebte sich außerdem die Neuemission von Aktien an den internationalen Märkten wieder. International wurden auf diese Weise \$ 20 Mrd. an neuem Eigenkapital aufgenommen, 50% mehr als 1990. Die wichtigsten Emittenten waren US-Unternehmen, die um eine Bilanzumstrukturierung bemüht waren, sowie europäische und lateinamerikanische Unternehmen im Zuge der Privatisierung.

Wiederaufleben internationaler Aktienemissionen

Emittenten an den Wertpapiermärkten weltweit

Die allgemeine Entwicklung an den internationalen Märkten und den Inlandsmärkten wies mehrere Gemeinsamkeiten auf. Das Gesamtvolumen der Bruttoemissionen, die an den inländischen Anleihemärkten plaziert wurden, stieg von \$ 2 230 Mrd. 1990 auf \$ 2 600 Mrd. 1991 und erreichte damit ebenfalls eine Rekordhöhe. Wie an den internationalen Märkten war das Volumen der Umfinanzierungen sehr groß, und trotz des ausgeprägten Anstiegs der Bruttoemissionen erhöhte sich das gesamte Nettovolumen der Mittelaufnahme nur um 9% auf \$ 1 157 Mrd.

Aufschwung inländischer Emissionen ...

Das Wachstum der Nettoerbegebungen an den inländischen Anleihemärkten

Emissionstätigkeit an den inländischen und internationalen Anleihemärkten										
Währung	Inlandsmärkte ¹				Internationale Märkte				Ausstehende Beträge per Ende 1991	
	Zusammen		darunter: Öffentlicher Sektor		Zusammen		darunter: Öffentlicher Sektor ²		Inland	International
	1990	1991	1990	1991	1990	1991	1990	1991		
wechselkursbereinigte Nettoemissionen, in Milliarden US-Dollar										
US-Dollar	575,4	526,6	386,4	387,7	39,4	38,2	6,9	10,3	6 088,3	645,4
Yen	120,5	141,5	40,8	61,6	26,7	21,1	7,5	3,9	2 737,1	202,4
D-Mark	151,7	150,3	57,8	58,0	9,2	11,2	2,3	0,8	1 112,7	157,7
Italienische Lira	64,3	118,0	59,2	104,4	6,0	9,3	2,4	4,2	847,8	24,4
Französischer Franc	38,5	33,5	16,6	18,4	7,8	15,8	2,0	4,9	521,6	45,7
Pfund Sterling	-19,7	13,1	-17,5	14,4	16,2	21,0	2,0	4,7	259,8	138,2
Kanadischer Dollar	23,3	32,1	17,8	27,7	1,6	14,0	-0,2	5,5	345,2	62,1
Schweizer Franken	12,0	13,4	3,5	2,3	7,3	5,3	1,2	1,8	105,0	172,9
Übrige ³	99,1	128,1	64,5	93,9	17,7	35,2	10,7	22,4	1 371,5	202,6
Insgesamt	1 065,1	1 156,6	629,1	768,4	131,9 ⁴	171,1 ⁴	34,8	58,5	13 389,0	1 651,4

¹ Nur OECD-Länder (ohne Island und Türkei). ² Einschl. internationaler Institutionen. ³ Einschl. der ECU. ⁴ Einschl. internationaler Nettoerbegebungen von \$ 3,6 Mrd. 1990 und \$ 12 Mrd. 1991 durch Emittenten aus Ländern, deren inländische Anleiheemissionen nicht in der Tabelle enthalten sind. Von diesen Nettoemissionen entfallen \$ 3,1 Mrd. bzw. \$ 7,3 Mrd. auf den privaten Sektor.

Quellen: Bank of England; ISMA; nationale Stellen; BIZ.

Emissionstätigkeit des privaten Sektors an den inländischen und internationalen Wertpapiermärkten¹

Land/Jahr	Inlandsmärkte			Internationale Märkte			Nachrichtlich		
	Zusammen	davon		Zusammen	davon		Emissionen von Finanzinstituten	Internationale Wertpapiere ²	
		Commercial paper	Anleihen		Kurzfristige Euro-notes	Mittelfristige Notes			Anleihen
Nettoemissionen wechsellkursbereinigt, in Milliarden US-Dollar								Prozent	
USA									
1990	236,4	47,4 ³	189,0	3,2	-2,8	2,6	3,4	168,1	7,4
1991	144,7	5,8 ³	138,9	4,5	3,7	2,5	-1,7	53,2	7,1
Deutschland									
1990	93,8	-	93,8	6,7	-	-	6,7	100,1	9,5
1991	97,7	5,4	92,3	10,7	1,1	0,2	9,4	98,5	9,7
Japan									
1990	99,8	20,1	79,7	38,7	1,0	0,4	37,3	77,2 ⁴	27,4
1991	53,0	-26,9	79,9	42,5	-0,1	-0,1	42,7	48,6 ⁴	27,4
Frankreich									
1990	27,6	5,8	21,8	13,8	1,6	1,0	11,2	25,3	22,6
1991	15,2	0,1	15,1	20,6	2,7	1,2	16,7	27,1	25,7
Großbritannien									
1990	-2,1	-	-2,1	25,4	6,2	2,5	16,7	13,6	80,7
1991	-1,7	- 0,4	-1,3	30,1	4,2	2,9	23,0	11,1	84,5
Italien									
1990	5,2	-	5,2	6,7	1,3	0,3	5,1	11,0	21,1
1991	13,6	-	13,6	8,6	3,9	1,8	2,9	20,0	23,7
Schweden									
1990	21,1	5,7	15,4	6,4	2,7	-	3,7	25,4	14,4
1991	13,9	0,2	13,7	1,4	-1,6	0,6	2,4	14,6	13,9
Australien									
1990	5,0	- 0,7	5,7	5,0	0,8	3,3	0,9	5,9 ⁴	70,9
1991	6,1	1,6	4,5	1,0	1,5	1,7	-2,2	5,6 ⁴	66,3
Kanada									
1990	7,1	1,7	5,4	1,5	-	0,5	1,0	0,9 ⁴	47,5
1991	3,8	- 0,6	4,4	6,2	-	0,3	5,9	-0,9 ⁴	48,3
Übrige									
1990	41,2	19,1	22,1	16,7	7,7	1,0	8,0	14,8	25,5
1991	28,5	1,4	27,1	6,4	-2,6	2,8	6,2	29,5	25,5
Insgesamt ⁵									
1990	535,1	99,1	436,0	124,1	18,5	11,6	94,0	442,3	18,8
1991	374,8	-13,4	388,2	132,0	12,8	13,9	105,3	307,3	19,2

¹ Ohne Aktien. ² Gemessen als Anteil an den zum Jahresende an den inländischen und internationalen Märkten insgesamt umlaufenden Wertpapieren. ³ Einschl. mittelfristiger Notes von Unternehmen. ⁴ Ohne Emissionen von Commercial paper an den Inlandsmärkten. ⁵ Nur OECD-Länder (ohne Island und Türkei).

Quellen: Bank of England; ISMA; Euroclear; nationale Stellen; BIZ.

... des öffentlichen Sektors...

entfiel mehr als zur Gänze auf die öffentlichen Emittenten, während das Nettovolumen der vom privaten Sektor aufgenommenen Mittel um 11% auf \$ 388 Mrd. sank. Außerdem zahlte der private Sektor im vergangenen Jahr per saldo \$ 13 Mrd. zurück, die er an den inländischen Märkten für Commercial paper und mittelfristige Notes aufgenommen hatte. Gleichzeitig nahm er in

höherem Maße die internationalen Wertpapiermärkte in Anspruch, so daß der Anteil der internationalen Anleihen und Euronotes an seinen an den Wertpapiermärkten weltweit ausstehenden Verbindlichkeiten auf über 19% zunahm. Zwar nahmen die Finanzinstitute per saldo bedeutend weniger Mittel auf, doch blieben sie mit knapp \$ 310 Mrd. weltweit bei weitem die größten Wertpapieremittenten des privaten Sektors.

... aber Verlagerung der privaten Mittelaufnahme an die internationalen Märkte

Die Kreditnehmer in den einzelnen Ländern nahmen die internationalen und inländischen Märkte auf unterschiedliche Art in Anspruch. Die Nettoemissionen des privaten Sektors in den Vereinigten Staaten gingen infolge von Rezession und Bilanzumstrukturierung weltweit um über ein Drittel zurück. Am Inlandsmarkt tilgten die US-Emittenten in großem Umfang Commercial paper, begaben aber mittelfristige Notes. Angesichts der spürbar abnehmenden Zinsdifferenz zwischen dem inländischen CP-Markt und dem ECP-Markt gingen die US-Kreditnehmer auch an den internationalen Markt. Die rückläufige Neuverschuldung am inländischen US-Anleihemarkt war auf eine stark verringerte Mittelaufnahme durch die Finanzinstitute zurückzuführen, die zunehmend mit Bedenken hinsichtlich ihrer Kreditwürdigkeit konfrontiert wurden.

Deutlicher Rückgang der Nettomittelaufnahme von US-Emittenten

Die Struktur der Mittelaufnahme japanischer Kreditnehmer unterschied sich 1991 deutlich vom Jahr davor. Die von japanischen Finanzinstituten weltweit an den Wertpapiermärkten aufgenommenen Mittel gingen von \$ 77 Mrd. 1990 auf \$ 49 Mrd. zurück. Wirtschaftsunternehmen tilgten ein erhebliches Volumen an Commercial paper am Inlandsmarkt, während ihre Anleiheemissionen weltweit expandierten. Eine Verlagerung zu Yen-Emissionen an den internationalen Märkten wurde dadurch begünstigt, daß von japanischen Emittenten begebene Euroanleihen nun schon nach nur einem Monat an japanische Anleger verkauft werden dürfen.

Veränderte Finanzierungsstruktur japanischer Emittenten

Private Emittenten aus Frankreich, Großbritannien, Italien und Kanada griffen in wesentlich stärkerem Maße als im Jahr davor auf die internationalen Wertpapiermärkte zurück. Ein großer Teil der Neubegabungen an den internationalen Märkten war in der Landeswährung dieser Emittenten denominated. Am ECU-Markt traten italienische Kreditnehmer am stärksten in Erscheinung, während sich an den internationalen Anleihemärkten britische Gebietsansässige stark verschuldeten. Im Falle Frankreichs und Italiens wurde ein beträchtlicher Teil dieser Emissionen von Banken begeben, die bestrebt waren, ihre Eigenkapitalausstattung zu verbessern.

Höhere internationale Mittelaufnahme kanadischer und europäischer Emittenten

Der Markt für derivative Finanzinstrumente

Finanzterminkontrakte und börsengehandelte Optionen

Bei der Geschäftstätigkeit in an verschiedenen organisierten Börsen gehandelten derivativen Instrumenten gab es im letzten Jahr ausgeprägte regionale Unterschiede. In Europa stieg das Handelsvolumen um fast 40%; der größte Zuwachs war bei den Kontrakten auf Staatsanleihen zu verzeichnen, von denen 1990 und 1991 einige neue eingeführt wurden. Die erfolgreichsten dieser Kontrakte waren der Zinsterminkontrakt auf schwedische Kronen, der an der LIFFE gehandelte Futureskontrakt auf italienische Staatsanleihen, der langfristige ECU-Zinsterminkontrakt am MATIF, der Kontrakt auf fiktive Peseta-Anleihen und der

In Europa stark ausgeweiteter Börsenhandel durch neue Instrumente ...

Kontrakt auf dänische Staatsanleihen. Am kürzeren Ende des Laufzeitspektrums erhöhten sich die offenen Positionen in Kontrakten auf kurzfristige Einlagen in europäischen Währungen um 65%.

... aber stocken-
des Wachstum
an Märkten in
Japan ...

Viele andere Märkte verzeichneten bei den Futureskontrakten und Optionen Umsatzeinbußen. In Japan sahen sich viele Marktteilnehmer aufgrund der Stagnation des inländischen Aktienmarktes, der von vielen Händlern erlittenen Verluste und der Skandale, in die einige Wertpapierhäuser verwickelt waren, veranlaßt, ihre Positionen in eigenkapitalbezogenen derivativen Instrumenten aufzulösen. Ferner wurde von offizieller Seite Druck ausgeübt, um die Arbitrage zwischen Kassainstrumenten und Futureskontrakten zu verringern und die Einführung neuer eigenkapitalbezogener derivativer Instrumente zu begrenzen. Der Rückgang des Handelsvolumens bei Futureskontrakten auf Staatsanleihen um 21% war zum Teil auf die größere Stabilität der Anleiherenditen zurückzuführen.

... und in den
USA

Auch die Börsen in den USA verzeichneten rückläufige Umsätze an den Futuresmärkten. Geringere Ausschläge der langfristigen Zinsen, niedrigere Umsätze an den Kassamärkten für Staatsanleihen und Vorschläge zur Besteuerung von Futurestransaktionen schlugen hierbei zu Buche. Dagegen verdoppelten sich die offenen Positionen in Optionskontrakten auf Zinsfutures.

Eine Reihe von Indikatoren deuten darauf hin, daß börsengehandelte derivative Instrumente im Vergleich zu den zugrundeliegenden Kassainstrumenten

Weltweit an organisierten Börsen gehandelte derivative Finanzinstrumente

Instrument	Zahl der gehandelten Kontrakte					Offene Positionen Ende 1991
	1987	1988	1989	1990	1991	Milliarden US-Dollar
	Millionen					
Futures auf kurzfristige Zinsinstrumente	29,4	33,7	70,2	75,8	84,8	1 907,5
darunter: Dreimonats-Eurodollar ¹	23,7	25,2	46,8	39,4	41,7	1 100,5
Futures auf langfristige Zinsinstrumente	116,3	122,6	130,8	143,3	149,7	250,7
darunter: US-Staatsanleihen ²	69,4	73,8	72,8	78,2	69,9	29,8
Fiktive französische Staatsanleihen ³	11,9	12,4	15,0	16,0	21,1	11,2
Zehnjährige japanische Staatsanleihen ⁴	18,4	18,8	19,1	16,4	12,9	122,0
Deutsche Staatsanleihen ⁵	–	0,3	5,3	9,6	12,4	20,2
Währungsfutures	20,8	22,1	27,5	29,1	29,2	17,8
Zinsoptionen und Optionen auf Zinsfutures	29,3	30,5	39,5	52,0	50,8	1 072,4
Währungsoptionen und Optionen auf Währungsfutures	18,2	18,2	20,7	18,8	21,5	59,4
Insgesamt	214,0	227,1	288,6	319,1	336,0	3 307,8
darunter: in den USA	161,4	165,3	198,1	205,7	199,7	2 004,3
in Europa	27,2	32,6	49,0	61,0	84,2	680,2
in Japan	18,3	18,8	23,7	33,6	30,0	390,5

¹ 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). ² Gehandelt am Chicago Board of Trade (CBOT), an der LIFFE, der Mid-America Commodity Exchange (MIDAM), der New York Futures Exchange (NYFE) und der Tokyo Stock Exchange (TSE). ³ Gehandelt am Marché à Terme International de France (MATIF). ⁴ Gehandelt an der TSE, der LIFFE und am CBOT. ⁵ Gehandelt an der LIFFE und an der Deutschen Terminbörse (DTB).

Quellen: Futures Industry Association; verschiedene Futures- und Optionsbörsen; eigene Berechnungen.

an Bedeutung gewonnen haben. Zum einen übertrifft der Futureshandel inzwischen in vielen Fällen den Handel an den Kassamärkten. 1991 war der Umsatz in Futureskontrakten an vielen Märkten für Staatsanleihen bei weitem höher als der Umsatz in Kassatransaktionen – an den Märkten für französische und deutsche Staatsanleihen z.B. um 440% bzw. 250%. Geringere Transaktionskosten, höhere Gewinne bei geringerem Kapitaleinsatz und höhere Liquidität spielten eine wichtige Rolle bei dem Wechsel vom Handel mit den zugrundeliegenden Instrumenten zum Futureshandel. Zum anderen ist der Handel an den Futuresmärkten zunehmend als Ergänzung zu den traditionellen Formen des Bankgeschäfts hinzugetreten. Das Verhältnis der offenen Positionen in Eurodollar-Futures zu den auf Dollar lautenden Interbankforderungen der an die BIZ berichtenden Banken hat sich von unter 14% Ende 1987 auf 40% Ende 1991 erhöht. An den internationalen Yen- und DM-Märkten, an denen die Terminkontrakte 1989 Einzug hielten, betrug das Verhältnis der offenen Futurespositionen zu den Interbankforderungen Ende letzten Jahres 34% bzw. 18%. Außerdem weiteten die Banken auch ihre eigenen Geschäfte mit Terminkontrakten beträchtlich aus. Hier sind insbesondere die japanischen Banken zu erwähnen, die von Ende 1990 bis Ende 1991 ihre offenen Kauf- und Verkaufspositionen im in Chicago gehandelten Eurodollar-Terminkontrakt mehr als verdoppelten und sie damit im Verhältnis zu ihren internationalen Interbankforderungen in Dollar auf über 35% ausweiteten.

Handelsvolumen bei einigen Futures höher als an zugrundeliegenden Kassamärkten

Stärkerer Rückgriff der Banken auf marktgängige Instrumente

Zins- und Währungsswaps

1990 stieg der ausstehende zugrundeliegende Kapitalbetrag von Zinsswaps um über 50% auf \$ 2 300 Mrd., und im ersten Halbjahr 1991 wurden neue Swaps im Gesamtwert von weiteren \$ 760 Mrd. arrangiert. Außerdem ergab sich eine

Kräftiges Wachstum außerbörslicher Märkte für derivative Instrumente

Hauptmerkmale des Marktes für Zinsswaps						
Marktsegment	US-Dollar	Yen	Pfund Sterling	D-Mark	Übrige	Ins-gesamt
	Milliarden US-Dollar					
Zugrundeliegender Kapitalbetrag der Ende 1990 ausstehenden Zinsswaps	1 272,7	231,9	242,1	193,4	371,5	2 311,5
nach Gegenpartei:						
Endverwender	779,9	105,8	142,0	115,0	259,4	1 402,0
Interbank*	492,8	126,1	100,1	78,4	112,1	909,5
Zugrundeliegender Kapitalbetrag neuer Zinsswaps im ersten Halbjahr 1991	448,0	73,5	62,6	48,4	129,6	762,1
nach Gegenpartei:						
Endverwender	244,0	34,9	34,6	25,7	87,5	426,8
Interbank*	204,0	38,5	28,0	22,8	42,1	335,4

* Swaps zwischen ISDA-Mitgliedern bereinigt um Doppelzählungen.
Quelle: International Swap Dealers Association Inc. (ISDA).

tendenzielle Verschiebung zu Interbankswaps (zwischen Mitgliedern der International Swap Dealers Association, ISDA), deren Anteil sich bis Ende letzten Jahres auf 39% der offenen Zinsswaps erhöhte. Diese wachsende Verwendung von Zinsswaps bei der Steuerung von Aktiva und Passiva wurde auch darin deutlich, daß die durchschnittliche Anfangslaufzeit neuer Swaps zwischen Banken im ersten Halbjahr 1991 auf nur mehr zweieinhalb Jahre zurückging.

Breitere Verwendung von Zinsswaps

Der Anteil der Nichtdollarwährungen, der Ende 1989 34% betragen hatte und dann ein Jahr später weiter auf 45% gestiegen war, scheint sich im ersten Halbjahr 1991 langsam zurückgebildet zu haben. Betrachtet man die Zinsswaps in den wichtigsten Währungen, so verzeichneten von Ende 1989 bis Ende 1990 der Schweizer Franken, das Pfund Sterling und der kanadische Dollar die größten Zuwächse. Die wachsende Bedeutung der Nichtdollarwährungen ging mit Verschiebungen in der regionalen und sektoralen Verteilung der Endverwender von Swaps einher – in Europa zugunsten von Finanzinstituten und staatlichen Stellen und in Asien zugunsten von Wirtschaftsunternehmen.

Weitere Expansion von Nichtdollar-Währungsswaps ...

Der Markt für Währungsswaps (einschl. Zins-/Währungsswaps) weitete sich ebenfalls aus. Ende 1990 betrug der ausstehende zugrundeliegende Kapitalbetrag an diesem Markt fast \$ 580 Mrd., das waren 29% mehr als ein Jahr zuvor. In vielerlei Hinsicht verlief die Entwicklung hier ähnlich wie am Markt für Zinsswaps: Der Anteil des Interbankgeschäfts stieg, der relative Anteil der Swaps zwischen Nichtdollarwährungen erhöhte sich beträchtlich, und die Bedeutung von US-Gegenparteien sank. Eine wichtige Entwicklung war die Expansion der Währungsswaps mit kontinentaleuropäischen Währungen wie der italienischen Lira und der schwedischen Krone. Gefördert wurde diese Expansion durch die Aufhebung von Kapitalverkehrsbeschränkungen, die trotz größerer

Zusammensetzung der im ersten Halbjahr 1991 arrangierten Währungsswaps					
Währung	Gesamter zugrundeliegender Kapitalbetrag*	davon		darunter	
		gegen US-Dollar*	gegen andere Währungen*	Endverwender	Festzins/variabler Zins*
Milliarden US-Dollar					
Yen	50,4	33,6	16,8	29,2	23,2
Australischer Dollar	15,2	6,1	9,0	10,2	3,1
Schweizer Franken	37,8	16,8	21,0	23,1	15,3
D-Mark	15,1	7,3	7,8	10,6	6,4
ECU	12,7	7,8	4,8	10,3	8,5
Pfund Sterling	13,2	8,5	4,7	10,2	5,7
Kanadischer Dollar	12,0	10,8	1,2	10,4	6,8
Zwischensumme	156,3	91,0	65,3	104,0	69,0
Sonstige	50,9	24,5	26,3	37,4	21,5
<i>abzüglich Doppelzählungen von Nichtdollarswaps</i>	-45,8	-	-45,8	-33,0	-10,0
Insgesamt	161,3	115,5	45,8	108,4	80,5

* Bereinigt um Doppelzählungen aufgrund der Meldungen der ISDA-Mitglieder.
Quelle: ISDA.

Wechselkursstabilität gegenüber den Währungen des EWS-Wechselkursverbands weiterbestehenden Zinsdifferenzen und das schnelle Wachstum der Euroanleihe- und -einlagenmärkte für diese Währungen.

Die Zahlen über andere außerbörslich gehandelte Kontrakte wie Caps, Floors, Collars und Swaptions lassen ebenfalls auf ein weiterhin kräftiges Wachstum schließen. Ende 1990 entsprach der zusammengefaßte zugrundeliegende Kapitalbetrag dieser Instrumente mit \$ 560 Mrd. beinahe dem Gesamtbetrag der börsengehandelten Zinsoptionen. Forward rate agreements (FRA) scheinen sich seit Ende der achtziger Jahre kräftig ausgeweitet zu haben; zuverlässige Schätzungen des gesamten Marktumfangs liegen allerdings nicht vor. Bei vielen Banken dürften die offenen FRA-Positionen einen ähnlichen Umfang erreichen wie die offenen Positionen in Zinsswaps. In Japan gelten jedoch noch viele Beschränkungen und sogar einige regelrechte Verbote bezüglich der Verwendung dieses Instruments.

... und von außerbörslichen Instrumenten mit Optionsmerkmalen

Veränderungen der Marktstruktur und aufsichtsrechtliche Bedenken

Finanzinnovationen sind nach wie vor von zentraler Bedeutung für den Handel mit derivativen Instrumenten. Neben der Einführung verschiedener neuer Instrumente an den organisierten Börsen wurde die Palette der außerbörslich gehandelten Finanzprodukte im vergangenen Jahr in einer Anzahl von Bereichen erweitert. Eigenkapitalbezogene derivative Instrumente im außerbörslichen Handel – dies sind gewöhnlich Swaps, bei denen einer der Zahlungsströme an den Kurs einer einzelnen Aktie, einen Aktienkorb oder einen Aktienindex gebunden ist – haben sich besonders stark ausgeweitet, und Ende 1991 schätzte die ISDA den ausstehenden zugrundeliegenden Kapitalbetrag auf \$ 125 Mrd. Die mit dem Golfkrieg verbundenen Unsicherheiten förderten die Verwendung von Rohstoffswaps, die im 61. Jahresbericht beschrieben wurden. Eine wachsende Anzahl von Finanzinstituten, vor allem in den USA, beteiligten sich an diesen Märkten. Schließlich scheint die Geschäftstätigkeit der Endverwender vor allem durch „strukturierte Produkte“ geprägt worden zu sein, die im allgemeinen mit hochkomplexen, optionsähnlichen Merkmalen ausgestattet und speziell auf die Bedürfnisse der Endverwender zugeschnitten sind.

Wachstum neuer außerbörslicher Märkte für derivative Kontrakte ...

... mit Eigenkapitalbezug ...

... und auf Rohstoffbasis

Im vergangenen Jahr nahm der Wettbewerb – oftmals von offizieller Stelle gefördert – sowohl zwischen den außerbörslichen Märkten und den organisierten Börsen als auch zwischen verschiedenen Börsen untereinander zu. In Europa wetteiferten z.B. die LIFFE und der MATIF um Marktanteile an den Futureskontrakten auf Anleihen in ECU und italienischer Lira. Wie bereits erwähnt, stehen ferner eigenkapitalbezogene derivative Instrumente, die herkömmlicherweise an der Börse gehandelt wurden, auf breiterer Basis nun auch im außerbörslichen Handel zur Verfügung. Es gab jedoch auch eine Anzahl derivativer Produkte, denen es nicht gelang, den Konkurrenten Geschäftsanteile abzunehmen; ein bemerkenswertes Beispiel waren die börsengehandelten Futures auf Swapkontrakte.

Wettbewerb zwischen Märkten ...

... stimuliert weitere Innovationen und verbessert Kontraktgestaltung ...

Für die Entwicklung der Märkte war der Wettbewerb in vielerlei Hinsicht hilfreich. Er hat die Produktinnovation gefördert und, wie im Falle der zunächst nur im Offshore-Handel verfügbaren Kontrakte auf italienische und deutsche Staatsanleihen, die Behörden angespornt, die Errichtung neuer Märkte im Inland

... könnte aber unerwünschte Nebenwirkungen haben

zuzulassen. Ferner hat der Wettbewerb zwischen den Märkten zur Verbesserung der Kontraktgestaltung geführt, und in manchen Fällen wurde durch neue derivative Kontrakte die Liquidität der zugrundeliegenden Instrumente erhöht. Dennoch hat die Ausbreitung neuer Produkte einige Besorgnis bezüglich der potentiellen Auswirkungen auf die Integrität und das reibungslose Funktionieren des Finanzsystems aufkommen lassen. Zum einen könnten sich die Börsen dazu verleiten lassen, ihr Geschäftsvolumen durch Heraufsetzen oder Aufheben der Höchstgrenzen für die täglichen Kursschwankungen oder durch Verringerung der Mindesteinschüsse auszuweiten. Oftmals wurde die fehlende Einschlußpflicht denn auch genutzt, um außerbörsliche Kontrakte am Markt unterzubringen. Zum anderen kann ein übermäßiger Wettbewerb zur Festsetzung unangemessener Kontraktpreise führen, vor allem dann, wenn die Intermediäre hochkomplexe Kreditengagements eingehen. Schließlich kann durch einen zu großen Variantenreichtum der Kontrakte, die Aufsplitterung der Märkte und das Nebeneinander unterschiedlicher Handelssysteme für ähnliche Produkte (z.B. Bildschirmhandel und Präsenzbörse) die Marktliquidität bestimmter Instrumente verringert werden.

Stärkere Beachtung von Gegenparteiisiken durch Marktteilnehmer

Es hat mehrere Anzeichen dafür gegeben, daß die potentiellen Kreditrisiken an diesen Märkten zunehmend Beachtung finden. Daß sich bei Zehnjahreszinsswaps der Aufschlag gegenüber Schatztiteln, der in früheren Jahren meist in der Nähe der Anleihen mit A-Rating gelegen hatte, in jüngerer Zeit den Anleihen mit AA-Rating angenähert hat, scheint darauf hinzudeuten, daß nur sehr kreditwürdige Institute als Gegenparteien für längerfristige Swaps in Frage kommen können. Die sinkende durchschnittliche Laufzeit neuer Zinsswaps bestätigt ebenfalls das größere Risikobewußtsein.

Besorgnis über Praktiken zur Umgehung aufsichtlicher Vorschriften ...

Im Berichtsjahr kam auch bei den Aufsichtsbehörden Besorgnis bezüglich bestimmter Aspekte des außerbörslichen Handels mit derivativen Finanzinstrumenten auf. In manchen Fällen stand dahinter die Einschätzung, daß bestimmte derivative Geschäfte mit dem traditionellen Bankgeschäft unvereinbar sind. In den Vereinigten Staaten etwa wurde die Beteiligung der einzelstaatlich konzessionierten Banken am Handel mit rohstoff- und eigenkapitalbezogenen derivativen Produkten genehmigungspflichtig. In anderen Ländern, in denen den Banken Rohstoffhandel oder -besitz (gewöhnlich mit Ausnahme von Gold und Silber) gesetzlich untersagt ist, wurde erwogen, auch die Geschäfte der Banken mit rohstoffbezogenen derivativen Instrumenten einzuschränken, zum Teil deshalb, weil in der Bilanz der Banken kein natürliches Sicherungspotential für solche Risiken vorhanden ist. In anderen Fällen waren die Bedenken durch den Eindruck entstanden, daß bestimmte derivative Techniken in betrügerischer Weise angewandt wurden. Zum Beispiel sind Swaps, bei denen eine Gegenpartei einen deutlich unter dem geltenden Marktsatz liegenden Zins zahlt, eigentlich Kreditgewährungen, erscheinen aber nicht als solche in der Bankbilanz.

... und über rechtliche Unsicherheiten sowie mangelnde Markttransparenz

In Kreisen der Bankenaufsicht ist zudem von mehreren Seiten die Befürchtung geäußert worden, daß das enorme Wachstum der außerbörslichen Transaktionen potentielle Risiken für das Finanzsystem mit sich bringen könnte. Diese Befürchtung ist zum Teil durch den Eindruck begründet, daß die mit außerbörslich gehandelten derivativen Instrumenten verknüpften Risiken womöglich nicht immer von allen Marktteilnehmern richtig eingeschätzt und beherrscht werden.

Rechtliche Unsicherheiten und die mangelnde Transparenz der vielschichtigen Risiken im Geschäft mit außerbörslich gehandelten derivativen Instrumenten, die zum Teil auf das Fehlen universeller Rechnungslegungs- und Publizitätsvorschriften für viele dieser Transaktionen zurückzuführen sind, wurden ebenfalls als Grund für die geäußerte Besorgnis genannt.

Angesichts des Wachstums des Markts für außerbörslich gehandelte derivative Instrumente ist die bilaterale Positionenaufrechnung zwischen großen Marktakteuren immer üblicher geworden. Die Marktteilnehmer fordern seit langem die Anerkennung aufgerechneter Positionen für die Berechnung der Mindestanforderungen an das Eigenkapital. Zwar vermögen angemessen ausgestaltete und rechtlich anerkannte Netting-Vereinbarungen das mit der Gegenpartei verbundene Risiko und das Risiko beim Saldenausgleich vielleicht zu vermindern und dazu beizutragen, daß die potentiellen Folgen eines größeren Ausfalls für das gesamte System geringer werden, doch befürchten die Aufsichtsbehörden, daß einige der zur Zeit in Erwägung gezogenen Verfahren diese Kriterien nicht erfüllen. Nach der Veröffentlichung des Berichts über Interbank-Netting-Systeme durch einen Ausschuß hochrangiger Vertreter der Zentralbanken der Zehnergruppe im November 1990, in dem Kriterien für die Anerkennung solcher Vereinbarungen durch die Zentralbanken aufgestellt wurden, hat eine Arbeitsgruppe des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht geprüft, ob einige Arten des Netting bei der Bewertung der Eigenkapitalausstattung berücksichtigt werden könnten. Vor kurzem erkundete die Arbeitsgruppe die Ansichten von Marktteilnehmern über eine Anzahl ungelöster Fragen der Bankenaufsicht. Dabei wurde betont, daß diese Konsultationen keine Vorentscheidung über die Anerkennung von Netting-Verfahren für Zwecke der Bankenaufsicht darstellen sollten.

Zunehmende
Verbreitung des
Netting ...

... und Überwa-
chungsausschuß
prüft Anerken-
nung

Der Markt für private ECU

Der Markt für private ECU hat sich im vergangenen Jahr weiter entwickelt. Im Bankensektor beschleunigte sich das Wachstum der ECU-Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken von 14% im Jahr 1990 auf 18%, während sich die Nettoneufinanzierungen am internationalen Anleihemarkt um 135% ausweiteten, verglichen mit einem Zuwachs von 67% im Jahr 1990. Am kürzeren Ende der Wertpapiermärkte stieg das umlaufende Volumen von ECU-Euronotes um weitere \$ 4 Mrd., nachdem es 1990 von \$ 3,5 Mrd. auf \$ 8,4 Mrd. emporgeschwungen war. Gleichzeitig weitete sich der Umsatz am Sekundärmarkt für auf ECU lautende Wertpapiere um fast 80% aus, und die ECU fand bei Währungsswaps sowie Futures- und Optionskontrakten immer mehr Verwendung. Der Erfolg der ECU ist um so deutlicher, als die Bankkredite und zu einem gewissen Grad sogar die Anleiheemissionen in einigen anderen wichtigen Eurowährungen einen Rückschlag hinnehmen mußten. So war die ECU zum ersten Mal in der Geschichte des eng definierten Euromarkts die beliebteste Währung für neue Bankausleihungen und Nettoneufinanzierungen am Anleihemarkt.

Wachsende
Bedeutung
des Markts für
private ECU

Die zunehmende Verwendung der ECU bei privaten Finanztransaktionen im letzten Jahr muß jedoch auch im Zusammenhang mit der starken Expansion kleinerer Währungssektoren am Eurobankenmarkt und am Euroanleihemarkt

Der Markt für private ECU							
Instrument	1986	1987	1988	1989	1990	1991	Stand Ende 1991
	Milliarden US-Dollar						
Bankausleihungen insgesamt ¹							
Brutto	6,2	11,1	23,4	24,6	24,9	35,6	239,5
Netto ²	5,0	8,0	12,0	10,0	18,0	20,0	85,0
Internationale Anleiheemissionen							
Brutto, abgeschlossen	6,3	8,4	10,9	12,0	17,6	32,6	
Netto	5,9	7,5	9,8	6,7	11,2	26,3	100,6
Euro-Note-Plazierungen netto					4,9	3,9	12,3
Inländische Anleihebegebungen							
Brutto, abgeschlossen	1,7	2,1	8,4	10,3	15,0	9,9	
Netto	1,7	2,1	8,4	8,7	13,8	6,2	54,0
Kurzfristige inländische Schatzwechsel und -anweisungen							
Brutto	0,0	2,0	8,3	19,5	20,2	18,7	
Netto	0,0	2,0	6,5	3,7	-2,4	-2,0	9,2
<i>Nachrichtlich:</i>							
<i>Offizielle Guthaben in privater ECU¹</i>	1,1	1,4	8,1	7,3	13,7	2,3	38,6

¹ Veränderungen zu konstanten Wechselkursen am Periodenende. ² Abzüglich Doppelzahlungen wegen Mittelweitergabe zwischen den berichtenden Banken.
Quellen: ISMA; Euroclear; nationale Stellen.

Rekordvolumen bei ECU-Emissionen am internationalen Anleihemarkt ...

gesehen werden. So verzeichneten unter anderem auch die Märkte für französische Francs und italienische Lire erheblich höhere Wachstumsraten, wenngleich ihre absolute Größe weit unter der des ECU-Sektors blieb.

Am Anleihemarkt erreichten die neu angekündigten ECU-Emissionen die Rekordhöhe von \$ 33 Mrd. Abzüglich der Tilgungen betrug die Nettofinanzierung in ECU \$ 26 Mrd., was einer Ausweitung des umlaufenden Volumens solcher Anleihen um 35% gleichkommt. Das Geschäft konzentrierte sich stark auf die ersten Monate des Jahres, als staatliche Stellen und internationale Institutionen eine Reihe von „Jumbo“-Emissionen begaben. Die kräftige Nachfrage nach diesen ECU-Titeln fand ihren Niederschlag in einer Ausweitung der Spanne zwischen der theoretischen und der tatsächlichen Rendite von ECU-Anleihen. Im weiteren Verlauf des Jahres sank die Emissionstätigkeit auf den Durchschnitt des Jahres 1990, was auf eine Sättigung des Marktes und auf Unsicherheiten bezüglich des künftigen Status des Währungskorbs zurückzuführen war. Diese Unsicherheiten, die im Vorfeld des Maastrichter Gipfels noch zunahmen, wirkten sich auch auf den Sekundärmarkt für ECU-Anleihen aus, wo der Zinsunterschied zwischen ECU-Anleihen und Anleihen in anderen Währungen im vierten Quartal stark anstieg. Nach dem Gipfel im Dezember, auf dem das Einfrieren des ECU-Korbs gefordert worden war, kehrten die Zinsdifferenzen auf ihren vorherigen Stand zurück, und die Emissionstätigkeit belebte sich wieder.

Gleichzeitig verlangsamte sich das Wachstum der an den Inlandsmärkten

umlaufenden ECU-Staatsobligationen beträchtlich, nämlich von 40% im Jahr 1990 auf 13%. Während sich das Gesamtvolumen umlaufender inländischer ECU-Anleihen von spanischen Emittenten verdoppelte, reduzierten Frankreich, Griechenland und Italien per saldo ihren Rückgriff auf ihre jeweiligen Inlandsmärkte. Außerdem überstiegen in Italien die Tilgungen von ECU-Schatzwechseln die neuen Emissionen. Indem die Regierungen der EG-Mitgliedstaaten ihr Emissionsprogramm am internationalen Anleihemarkt ausbauten, suchten sie die Palette der Anleger zu erweitern und die Homogenität der Instrumente und Konditionen für ein breites Laufzeitspektrum zu fördern.

... aber Abschwächung staatlicher Emissionen an den Inlandsmärkten

Im Bankensektor waren zwei wichtige Entwicklungen zu beobachten. Erstens wurden die neuen Kredite an Nichtbanken beträchtlich ausgeweitet; sie machten 45% des Anstiegs bei den ECU-Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken aus. Fast die Hälfte der Kreditaufnahme von Nichtbanken, die insgesamt \$ 16 Mrd. betrug, entfiel jedoch auf schwedische Gebietsansässige, die nach der Anbindung der Krone an die ECU im Mai 1991 einen großen Teil ihrer Fremdwährungsverbindlichkeiten in ECU umtauschten. An zweiter und dritter Stelle standen im vergangenen Jahr die italienischen und spanischen Nichtbanken, die \$ 1,8 Mrd. bzw. \$ 1,3 Mrd. in ECU aufnahmen. Angesichts der relativ geringen Wechselkursrisiken war für Kreditnehmer aus diesen beiden Ländern das bei der ECU im Vergleich zum jeweiligen Inlandsmarkt niedrigere Zinsniveau ausschlaggebend.

Starkes Wachstum der Bankausleihungen ...

Die zweite wichtige strukturelle Entwicklung am ECU-Bankenmarkt war der Umschwung der zusammengefaßten Nettoposition der an die BIZ berichtenden Banken im Verlauf des Jahres. Deren Nettoschuldnerposition weitete sich Ende März 1991 zunächst auf \$ 10 Mrd. aus, nachdem sie Ende 1990 bei \$ 2 Mrd. gestanden hatte. Später kehrte sich die Tendenz abrupt um, und zum Ende des Jahres verzeichneten die Banken eine Nettoforderungsposition. Diese Entwicklung war ein Spiegelbild der veränderten Haltung der Anleger gegenüber ECU-Einlagen. Die Nichtbankeinlagen, die in dem Zeitraum bis Ende Juni um \$ 7 Mrd. oder 27% gestiegen waren, stagnierten im dritten Quartal, als die Kontroverse über das Konzept der „harten“ oder der „eingefrorenen“ ECU ihren Höhepunkt erreichte. Gleichzeitig wuchsen die identifizierten Einlagen offizieller Stellen, die nur einen Bruchteil der von den Währungsbehörden in Marktinstrumenten angelegten ECU-Aktiva darstellen, im ersten Quartal um \$ 1,7 Mrd. oder 16%, bevor sie in den nachfolgenden Quartalen um \$ 3,6 Mrd. zurückgingen.

... und große Verschiebungen bei den Netto-ECU-Positionen der Banken

Entwicklungsländer und internationale Finanzmärkte

Im vergangenen Jahr war ein ausgeprägter Anstieg der privaten Kapitalströme in die Entwicklungsländer zu beobachten. Zum ersten Mal seit 1986 verzeichneten die an die BIZ berichtenden Banken eine Erhöhung ihrer Nettoforderungen an Lateinamerika, und einige der Länder in dieser Region erhielten wieder Zugang zu Finanzierungen über die internationalen Finanzmärkte. Die asiatischen Länder, die von der Schuldenkrise zumeist weniger betroffen gewesen waren, nahmen weiterhin in großem Umfang Bankkredite auf, stockten aber gleichzeitig ihre Währungsreserven beträchtlich auf. In Afrika dagegen blieben für die mei-

Kreditbeziehungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber ausgewählten Entwicklungsländern ¹								
Land/Region	Bruttoausleihungen (wechsellkursbereinigte Veränderungen)				Stand Ende 1991		Nachrichtlich: Relation Bruttobankverbindlichkeiten zu Auslandsverschuldung	
	1988	1989	1990	1991	Bruttoforderungen	Nettoforderungen	Ende 1987	Ende 1991
	Milliarden US-Dollar						Prozent	
Lateinamerika ²	-4,3	-18,6	-31,0	-1,3	208,8	65,0	58,4	48,6
Argentinien	3,0	- 5,4	- 2,8	0,2	30,9	9,9	60,3	55,0
Brasilien	-3,9	- 5,5	- 5,8	-5,9	61,0	37,6	65,5	51,7
Chile	-1,8	- 1,8	- 0,6	-0,9	8,0	1,3	59,9	41,5
Mexiko	-3,6	- 1,2	-15,0	6,3	62,3	34,0	69,3	63,4
Venezuela	0,8	- 1,6	- 7,3	-0,1	17,8	-6,9	72,2	52,1
Asien ³	6,5	2,4	25,2	21,2	175,8	32,4	39,4	45,8
China	7,1	- 0,5	7,5	5,7	37,0	-9,8	47,5	64,8
Indien	1,4	1,2	1,4	-1,3	12,4	2,3	19,5	16,4
Indonesien	0,9	1,6	7,6	4,5	34,2	22,8	37,1	47,2
Philippinen	-1,9	- 2,6	- 0,4	-0,9	8,7	3,9	48,2	28,5
Südkorea	-2,0	1,2	4,1	6,7	39,1	28,7	72,7	93,2
Thailand	1,4	1,7	4,7	6,6	22,7	17,3	40,9	82,9

¹ Einschl. OPEC-Ländern. ² Einschl. nicht als Offshore-Zentren klassifizierter Länder in der Karibik. ³ Ohne Taiwan.

sten Länder kurzfristige – oftmals mit Garantien offizieller Stellen versehene – Handelskredite die einzige Quelle privaten Auslandskapitals.

Weiterhin starker Rückgriff asiatischer Länder auf Bankkredite

Mit ihrer starken Inanspruchnahme von Bankkrediten und ihrem geringen Rückgriff auf die internationalen Wertpapiermärkte unterschieden sich die asiatischen Länder in ihrer internationalen Verschuldung im Jahr 1991 beträchtlich von der allgemeinen Tendenz. Seit Ende 1987 haben diese Länder (ohne Taiwan) \$ 55 Mrd. bei den Banken aufgenommen, jedoch internationale Anleihen und Notes in Höhe von nicht mehr als \$ 5 Mrd. netto emittiert. Weil die Banken in ihrer Kreditvergabe gegenüber den Entwicklungsländern insgesamt zurückhaltender geworden sind, haben ihre Engagements in Asien relativ gesehen an Bedeutung gewonnen. Ende 1991 entfielen auf die asiatischen Länder 34% der Bankforderungen an Entwicklungsländer, verglichen mit 30% vier Jahre zuvor. Ferner hat sich in den meisten großen asiatischen Ländern der Anteil der Bankschulden an den Auslandsverbindlichkeiten in den letzten Jahren beträchtlich erhöht.

Gründe für Bankausleihungen an Asien

Zweifellos waren die Geschäftsbanken in den letzten Jahren von der Wirtschaftsstärke und den relativ niedrigen Schulden- und Schuldendienstquoten der asiatischen Länder beeindruckt. Gleichzeitig fanden Unternehmen und Banken aus vielen asiatischen Ländern es leichter und bisweilen billiger, an die internationalen Märkte für kurz- und mittelfristige Kredite zu gehen, als auf ihre oftmals unterentwickelten inländischen Finanzmärkte zurückzugreifen. Von besonderer Bedeutung war dieses Zusammenwirken von Faktoren im Falle Südkoreas, das seine Auslandsverschuldung im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt von 53%

Ende 1985 auf 14% Ende 1990 reduziert hatte und nun die Leistungsbilanzverschlechterung im letzten Jahr mit einer nur leichten Inanspruchnahme seiner Währungsreserven finanzieren konnte. In ähnlicher Weise trug in den letzten beiden Jahren eine vergleichsweise niedrige Schuldenlast zusammen mit Liberalisierungsmaßnahmen dazu bei, daß die internationalen Bankkredite an Thailand enorm anstiegen. Angesichts einer extrem restriktiven Geldpolitik im Inland verschuldeten sich auch Kreditnehmer in Indonesien, vor allem Banken, 1990 und 1991 in hohem Maße bei den an die BIZ berichtenden Banken. Im vergangenen Oktober beschlossen die Behörden angesichts einer erheblichen Verschlechterung der Auslandsschuldenquote jedoch eine Obergrenze für die Kreditaufnahme inländischer Banken im Ausland. Auch China, das im letzten Jahr ein starkes Exportwachstum verzeichnete und seine Einlagen erheblich aufstockte, erhielt in größerem Umfang Kredit von den der BIZ berichtenden Banken.

Die Philippinen, die als einziges asiatisches Land in Verhandlungen über Schuldenerleichterungen stehen, sind eine wichtige Ausnahme, was die allgemeine Ausweitung der Bankforderungen gegenüber Asien angeht. Auch die Entwicklung der Kreditvergabe an Indien kehrte sich im ersten Halbjahr 1991 vorübergehend um, als das Land mit akuten binnenwirtschaftlichen Problemen zu kämpfen hatte (s. Kapitel III).

Die identifizierten Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken an Lateinamerika sanken von Ende 1987 bis Ende 1990 um \$ 54 Mrd., was vor allem auf Schuldenumwandlungen, Kreditverkäufe, Wertberichtigungen und andere Maßnahmen der Schuldenreduktion zurückzuführen war. Dadurch verringerte sich der Anteil der Forderungen an Lateinamerika am Gesamtengagement der Banken in Entwicklungsländern um 9 Prozentpunkte auf 42%. Im letzten Jahr lebte das Geschäft der Banken mit Lateinamerika dagegen wieder auf. Außerdem förderten die verbesserten wirtschaftlichen Aussichten in mehreren Ländern, restriktive monetäre Bedingungen und die Lockerung der Kapitalverkehrsbeschränkungen die Repatriierung von Fluchtkapital. Sieht man von der Auswirkung der Schuldenreduktionen auf den Forderungsbestand der an die BIZ berichtenden Banken ab (schätzungsweise \$ 3,6 Mrd. im vergangenen Jahr, verglichen mit \$ 26,6 Mrd. im Jahr 1990), so erhöhten sich die Forderungen an Lateinamerika um mehr als \$ 2 Mrd.

Auch die öffentlich bekanntgegebene Nettoemission internationaler Wertpapiere durch diese Ländergruppe stieg beträchtlich an, nämlich von \$ 3,5 Mrd. im Jahr 1990 auf \$ 5,6 Mrd. Hohe Renditen und steigende Wirtschaftsleistung lockten institutionelle Anleger aus den USA und Europa an. Der größte Anteil der Begebungen am internationalen Anleihemarkt entfiel mit \$ 2,6 Mrd. auf mexikanische Emittenten, die darüber hinaus \$ 0,3 Mrd. durch bekanntgegebene Euronoteprogramme aufnahmen. Außerdem begaben mexikanische Finanzinstitute im Wege der Privatplazierung CD im Betrag von fast \$ 5 Mrd. Obwohl keine Einigung erzielt worden war, was mit ungetilgten Schulden und aufgelaufenen Zinsrückständen geschehen sollte, konnten sich auch Brasilien und Argentinien mit \$ 1,4 Mrd. bzw. \$ 0,8 Mrd. am Anleihemarkt verschulden. Die Anleger waren bereit, von diesen Ländern aufgelegte Titel zu erwerben, weil die Anleiheverbindlichkeiten in der Vergangenheit Vorrang vor normalen Krediten erhielten.

Lateinamerikanische Länder verstärken Geschäfte mit Banken ...

... und internationale Wertpapieremissionen

Erholung an den Sekundärmärkten für Schuldtitel von Entwicklungsländern ...

Die starke gesamtwirtschaftliche Leistung einiger lateinamerikanischer Länder hat auch die durchschnittlichen Kurse der Schuldtitel der Entwicklungsländer am Sekundärmarkt günstig beeinflusst. Von Ende 1989 bis Ende 1991 stiegen die Kurse der am Sekundärmarkt gehandelten Schuldtitel der fünfzehn „Baker“-Länder durchschnittlich um 75%. Teilweise wegen der Substitution von Bankverbindlichkeiten durch Anleihen kletterte der Umsatz an diesem Markt 1991 um über 50% auf rund \$ 100 Mrd., nachdem er sich in den beiden Jahren zuvor stetig um 5–10% ausgeweitet hatte. Außerdem erhöhte sich die Zahl der Marktmacher und Investoren. Dadurch hat sich die Liquidität für einige Schuldtitel verbessert, und die Geld-Brief-Spannen sind geringer geworden. Es sind jetzt Makler am Markt tätig, und für einzelne Instrumente können echte Kurse gestellt werden.

... aber Sorgen über ordnungsgemäßes Funktionieren dieser Märkte

Das ordnungsgemäße Funktionieren des Sekundärmarkts für Schuldtitel von Entwicklungsländern ist für die Teilnehmer an den Finanzmärkten, die für die am Markt teilnehmenden Institute verantwortlichen Aufsichtsbehörden und die Entwicklungsländer selbst von erheblicher Bedeutung. Trotz der jüngsten Expansion des Marktes gibt es bisweilen starke Kursschwankungen, wie etwa im Oktober und Anfang November vergangenen Jahres. Darüber hinaus sind die Marktpraktiken nicht standardisiert, und die Abwicklungsverfahren sind kompliziert. Teilweise aufgrund des heterogenen Charakters der gehandelten Schuldtitel und der großen Unterschiede in der Kreditwürdigkeit der Schuldner ist der Markt in einzelne Segmente unterteilt. Aus diesen Gründen scheint sich ein Konsens herauszukristallisieren, daß einheitliche Marktpraktiken und ein Verhaltenskodex festgelegt und die Abwicklungs- und Clearingverfahren verbessert werden müssen.

Inländische Finanzreform ...

Neben einer Anpassung ihrer inländischen Wirtschaftspolitik und einer Neubewertung der Rolle der Auslandsfinanzierung haben viele Entwicklungsländer in den letzten Jahren größere Anstrengungen unternommen, um ihre inländischen Finanzsysteme zu reformieren und zu liberalisieren. Diese Maßnahmen ähneln in vielerlei Hinsicht den Veränderungen, die in den achtziger Jahren in den entwickelten Ländern stattgefunden haben (s. Kapitel VIII); dazu gehörten die Beseitigung administrativer Zinsbeschränkungen, der Abbau von Kreditallokationsmechanismen, die Freigabe des Kapitalverkehrs, die Privatisierung weiterer Teile des Bankensystems, die Senkung institutioneller Schranken, die Einführung einer breiten Palette kurzfristiger Geldmarktinstrumente sowie die Öffnung der Inlandsmärkte für ausländische Finanzinstitute und Anleger. Dieser Prozeß ging in den meisten Ländern mit einem höheren Realzinsniveau einher, was einer Kapitalflucht entgegenwirkte und die inländische Kapitalbildung anregte.

... mit von Land zu Land unterschiedlichem Tempo

Der Prozeß der Liberalisierung im Finanzbereich hatte unterschiedliche Ausgangspunkte, ging unterschiedlich rasch voran und nahm unterschiedliche Formen an. In Asien (ohne Hongkong und Singapur, die bereits über sehr freie und hochentwickelte Märkte verfügen) verzeichnen Malaysia und die Philippinen seit Mitte der siebziger Jahre die größten Fortschritte bei der Deregulierung. In Taiwan, das immerhin sehr hohe Leistungsbilanzüberschüsse und eine hohe Nettovermögensposition gegenüber dem Ausland aufweist, bestehen dagegen noch immer recht weitreichende Beschränkungen am Finanzmarkt und für den Zugang von Inländern zu Auslandsanlagen. Südkorea, das seine

Zinsbeschränkungen 1988 zu lockern begann, kündigte im letzten Jahr weitere Maßnahmen an, die bis Ende 1997 in vier Stufen zur vollständigen Freigabe aller Zinssätze führen sollen. Gleichzeitig führen die koreanischen Behörden fort, den Zugang von Inländern zu Auslandsanlagen zu liberalisieren und die koreanischen Wertpapiermärkte auch für Ausländer zu öffnen. Von den lateinamerikanischen Ländern haben Argentinien, Bolivien, Ecuador, Kolumbien, Mexiko, Peru und Venezuela wichtige Gesetzesänderungen bezüglich des Zugangs von Ausländern zu den inländischen Finanzmärkten vorgenommen.

Die Privatisierung von Banken und anderen Finanzinstituten hat in den Programmen zur Verbesserung der Effizienz der Finanzmärkte in vielen Ländern eine wichtige Rolle gespielt. Argentinien, Chile, El Salvador, Kolumbien, Mexiko, Peru, Uruguay und Venezuela haben staatseigene Finanzinstitute bereits veräußert oder wollen dies in Kürze tun. In Mexiko erbrachte der Verkauf von acht Banken im letzten Jahr \$ 7 Mrd.; das entspricht rund 3% des Bruttoinlandsprodukts. Mit der Privatisierung mexikanischer Banken wurden gleichzeitig deren Befugnisse erweitert und die Kapitalverkehrsbeschränkungen gelockert.

Schließlich sollte auch die Entwicklung der inländischen Aktienmärkte nicht unerwähnt bleiben, die in einigen Ländern hohe Portfoliozuflüsse von außen bewirkte. Die Anzahl der an den wichtigsten Börsen notierten Unternehmen ist steil angestiegen, die Umsätze sind in die Höhe geschneit, die Markttransparenz wurde verbessert, und der Marktzugang von Ausländern wurde liberalisiert. Darüber hinaus wurde im Zuge von Privatisierungsprogrammen reichlich Aktienkapital auf den Markt gebracht, und institutionelle Anleger sowie Länderfonds haben in großem Umfang solche Papiere erworben. Hinzu kam, daß das Ausland angesichts von Renditen, die in den letzten Jahren tendenziell höher waren als in den Industrieländern, an den neu entstehenden Aktienmärkten mehr investierte. Der größte Teil der Mittel ging an Märkte in Asien, doch in jüngerer Zeit ist auch das Interesse an den lateinamerikanischen Aktienmärkten gewachsen.

Während diese Reformen zur Förderung offenerer Finanzmärkte letztlich zu größerer Effizienz bei der Verteilung der Ersparnis führen dürften, läßt die Erfahrung vieler entwickelter Länder in den letzten Jahren den Schluß zu, daß mit dem Prozeß der Deregulierung die Gefahr von Systemrisiken wachsen kann. Darüber hinaus hatten mehrere Länder, darunter Thailand, Malaysia und Chile, in den achtziger Jahren phasenweise mit finanziellen Anspannungen zu kämpfen. Die Auswirkungen der Schließung der BCCI im vergangenen Jahr waren auch in den Entwicklungsländern auf breiter Front spürbar. Im Lichte dieser Erfahrungen haben viele Entwicklungsländer Maßnahmen ergriffen, um die Aufsicht über ihre inländischen Banken sowie die aufsichtlichen Strukturen und Vorschriften an ihren Kapitalmärkten zu verbessern. Mehrere Entwicklungsländer, vornehmlich in Asien und Lateinamerika, haben begonnen, für ihre Banken die Übernahme der Basler Eigenkapitalquoten in die Wege zu leiten, zumindest was die bilanzwirksamen Transaktionen betrifft. Dies wird viele Banken zur Verbesserung ihrer Eigenkapitalausstattung zwingen und dazu beitragen, daß der globale Finanzmarkt gefestigt wird und die Wettbewerbsbedingungen einander stärker angeglichen werden.

Privatisierung
von Banken

Wachstum inländischer
Aktienmärkte

Angemessene
aufsichtsrechtliche
Strukturen
und Vorschriften
erforderlich

VIII. Strukturelle Aspekte der Finanzmärkte und der Aufsicht im Finanzsektor

Schwerpunkte

In den letzten zehn Jahren haben sich, bedingt durch Deregulierungen und Finanzinnovationen, weltweit tiefgreifende strukturelle Veränderungen im Finanzsektor vollzogen. Dieser Zeitraum war außerdem durch besonders starke Gegensätze geprägt; auf der einen Seite stand die beispiellose Expansion, auf der anderen – vor allem in jüngerer Zeit – eine beträchtliche Anspannung im Finanzbereich. Der Zeitpunkt scheint angebracht, Bilanz aus diesen Entwicklungen zu ziehen und einige der grundlegenden Fragen, die in den kommenden Jahren beherrschend sein dürften, näher zu beleuchten; als Ausgangspunkt dienen dabei zum Teil Analysen aus früheren Jahresberichten.

Nach einem Überblick über die wichtigsten strukturellen Veränderungen, die in diesem Zeitraum stattgefunden haben, behandelt dieses Kapitel verschiedene wichtige Fragen, die sich daraus sowohl für die verantwortlichen Behörden als auch für die Marktteilnehmer ergeben. Ein erster Komplex beschäftigt sich mit Kosten und Nutzen der Deregulierung und Innovation im Finanzsektor, wobei das Verhältnis zwischen Effizienz und finanzieller Stabilität im Mittelpunkt steht. Eine weitere Gruppe von Fragen ist den unmittelbaren Herausforderungen gewidmet, die die Entwicklung der letzten Jahre mit sich gebracht hat: Rückführung der Überschuldung und der exzessiven Preissteigerungen bei Vermögenswerten in manchen Ländern, Beseitigung von Überkapazitäten in einzelnen Bereichen des Finanzsektors und Anpassung an ein Umfeld, in dem Eigenkapital für die Finanzinstitute zu einem knapperen Gut geworden ist. Schließlich wird auf einige längerfristige Aspekte eingegangen, wobei es lediglich um unterschiedliche Erscheinungsformen der grundsätzlichen Fragen geht, mit denen die verantwortlichen Entscheidungsträger stets konfrontiert sind: in welchem Maße staatliche Maßnahmen einerseits und Marktkräfte andererseits die Struktur des Finanzsektors bestimmen sollen, die weitere Anpassung der Strukturen und Vorschriften der Aufsicht an das sich verändernde Umfeld und die Grenzen der Aufsicht.

Wichtige strukturelle Entwicklungen

In den letzten zehn Jahren hat sich die Struktur der Finanzmärkte tiefgreifend verändert. In vielerlei Hinsicht hat sich damit eine Tendenz verstärkt, die zuerst in den siebziger Jahren in Erscheinung trat und in den darauffolgenden Jahren an Bedeutung gewann, als sich das Konzept der freien Marktwirtschaft mehr und mehr durchsetzte, die gesamtwirtschaftlichen Voraussetzungen günstig waren und sich der technische Fortschritt beschleunigte.

Hinsichtlich Ausmaß, Zeitpunkt und Tempo unterscheiden sich diese

Strukturelle
Veränderungen
an den Finanz-
märkten:

Expansion der Märkte für ausgewählte derivative Finanzinstrumente						
Instrument	1986	1987	1988	1989	1990	1991
	zugrundeliegender Betrag in Mrd. US-Dollar ¹					
Börsengehandelte Instrumente	583	724	1 300	1 762	2 284	3 518
Zinsoptionen und -futures	516	609	1 174	1 588	2 054	3 231
Währungsoptionen und -futures	49	74	60	66	72	77
Aktienindexoptionen und -futures	18	41	66	108	158	210
Außerbörslich gehandelte Instrumente	500	867	1 330	2 402	3 451	4 080 ^{2,3}
Zinsswaps	400 ²	683	1 010	1 503	2 312	2 750 ^{2,3}
Währungsswaps und Zins-/Währungsswaps ⁴	100 ²	184	320	449	578	700 ^{2,3}
Übrige ^{4,5}	–	–	–	450	561	630 ^{2,3}
Gesamtsumme	1 083	1 591	2 630	4 164	5 735	6 900 ^{2,3}
<i>Nachrichtlich:</i>						
<i>Verhältnis der Gesamtsumme zu:</i>						
<i>Internationale Forderungen⁶ der an die BIZ</i>						
<i>berichtenden Banken</i>	0,27	0,31	0,47	0,64	0,76	1,00 ⁷
<i>BIP der OECD-Länder</i>	0,10	0,13	0,19	0,29	0,35	0,40 ⁷

¹ Zum Jahresende ausstehende Beträge. ² Schätzung. ³ Juni. ⁴ Bereinigt um Meldungen für beide Währungen. ⁵ Caps, Collars, Floors und Swaptions. ⁶ Grenzüberschreitende und lokale Fremdwährungsforderungen. ⁷ Schätzungen auf der Grundlage der Zahlen für Juni.

Quellen: Futures Industry Association; International Swap Dealers Association; verschiedene Futures- und Optionsbörsen weltweit; eigene Berechnungen.

Strukturveränderungen von Land zu Land je nach den Ausgangsbedingungen und anderen Sonderfaktoren sehr stark. Richtung und Hauptmerkmale der Entwicklung waren jedoch in praktisch allen Ländern gleich.

Als Folge der Deregulierung wurden die den Wirtschaftsakteuren offenstehenden Entscheidungsmöglichkeiten viel stärker durch die Marktkräfte bestimmt. Zum Teil aus Gründen der Wettbewerbsbeschränkung unterlag die Tätigkeit der Finanzinstitute gegen Ende der siebziger Jahre in vielen Ländern noch erheblichen geschäftsspartenspezifischen und regionalen Restriktionen, zu denen in manchen Fällen noch Obergrenzen für Einlagenzinsen und/oder die behördliche Tolerierung kartellähnlicher Vereinbarungen hinzukamen. Gleichzeitig galten auf der Aktivseite der Bilanz vielfach Mengen- und in geringerem Umfang auch Zinskontrollen; dahinter standen im wesentlichen eine interventionistische Geldpolitik und die Überbleibsel einer selektiven Kreditpolitik. Anfang der neunziger Jahre waren viele dieser Beschränkungen entweder abgeschafft oder durch Marktentwicklungen aufgeweicht worden.

Besonders stark gelockert wurden die Beschränkungen für Mengen, Zinssätze und Preise. Anfang der neunziger Jahre gab es in keinem der größeren Industrieländer mehr Kreditplafonds oder sonstige nennenswerte Beschränkungen für Ausleihungen. Vorschriften über die Zusammensetzung der Finanzan-

– Lockerung von Beschränkungen ...

... für Mengen, Zinssätze und Preise ...

lagen von Banken waren, sofern es sie überhaupt gab, von geringer Bedeutung, und die Portfoliobeschränkungen für institutionelle Anleger wie Pensionskassen und Versicherungsgesellschaften waren in mehreren Ländern gelockert worden. Die Mindestreserveanforderungen waren allgemein verringert und die Beschränkungen für Devisentransaktionen und den internationalen Kapitalverkehr größtenteils abgeschafft worden. Einschränkende Bestimmungen für Kreditzinsen waren überwunden worden, und nur in wenigen Ländern, insbesondere in Japan, bestanden noch nennenswerte Beschränkungen für Einlagenzinsen im Privatkundengeschäft oder fixe Maklerprovisionen. Vor diesem Hintergrund einer umfassenden Liberalisierung wurde schließlich die Verschärfung der Eigenkapitalanforderungen zur wichtigsten aufsichtsrechtlichen Beschränkung für Portfolioentscheidungen der Banken.

... sowie für Standorte und Geschäftsfelder

Die regionalen und geschäftsfeldspezifischen Beschränkungen für die Geschäftstätigkeit der Finanzinstitute waren ebenfalls beträchtlich reduziert worden, allerdings nicht im gleichen Umfang. Viele Länder hatten begonnen, die Segmentierung ihres Bankensektors abzubauen, indem sie das Spektrum zulässiger Kredit- und Refinanzierungsgeschäfte erweiterten und andere Restriktionen für die Bilanzen der Kreditinstitute harmonisierten. Etwaige Trennungen zwischen Geschäftsbanken und Investmentbanken waren entweder aufgehoben worden, oder es engagierten sich in den Ländern, in denen – wie insbesondere in den USA und Japan – die Trennung fortbestand, die Finanzinstitute im Ausland aktiv in Geschäftsbereichen, zu denen ihnen im Inland der Zugang versagt war. Im Versicherungssektor ging die Deregulierung im allgemeinen weniger weit, doch Anfang der neunziger Jahre hatten einige Länder – vor allem in Europa – die Beschränkungen für eine Verbindung von Versicherungs- und Bankgeschäft gelockert. Der geographische Aktionsradius der Finanzinstitute war mit der Lockerung bzw. Aufweichung der Niederlassungsbeschränkungen sowohl über die Grenzen hinweg als auch im Inland gewachsen.

– Reichhaltigere Palette ...

Die Palette verfügbarer Finanzinstrumente wurde im vergangenen Jahrzehnt beträchtlich erweitert. Im Jahr 1980 besaßen nur eine Handvoll Länder Märkte für Schatzwechsel, Einlagenzertifikate (CD) und Commercial paper; 1991 hatten fast alle Länder solche Märkte errichtet. Mit dem Fortschritt in der

Grenzüberschreitende Anleihe- und Aktientransaktionen ¹					
Land	1970	1975	1980	1985	1990
	in Prozent des BIP				
USA	2,8	4,2	9,3	36,4	92,5
Japan	n.v.	1,5	7,0	60,5	118,6
Deutschland	3,3	5,1	7,5	33,9	57,5
Frankreich	n.v.	n.v.	8,4 ²	21,4	53,3
Italien	n.v.	0,9	1,1	4,0	26,7
Großbritannien	n.v.	n.v.	n.v.	367,5	690,1
Kanada	5,7	3,3	9,6	26,7	63,8

¹ Bruttokäufe und -verkäufe von Papieren zwischen Gebietsansässigen und Gebietsfremden. ² 1982.
Quelle: Zahlungsbilanzstatistik der einzelnen Länder.

Informationstechnologie und der angewandten Finanztheorie breiteten sich in diesen zehn Jahren auch anspruchsvolle Instrumente wie Futures, Optionen, Swaps und daraus kombinierte Kontrakte in raschem Tempo aus (s. die Tabelle auf S. 210). Märkte für außerbörslich gehandelte Instrumente schossen aus dem Boden, und immer mehr Länder richteten Börsen ein, an denen einige dieser Instrumente gehandelt werden konnten. Während 1980 nur die USA und die Niederlande über Futures- bzw. Optionsbörsen verfügten, war 1991 nur noch eine sehr kleine Zahl von Industrieländern ohne eine der beiden Formen. In zunehmendem Maße wurden außerbörslich gehandelte Instrumente auf die jeweiligen Bedürfnisse der Anleger, Schuldner und Intermediäre zugeschnitten.

Mit der immer breiter werdenden Palette der Finanzinstrumente wurde auch ein steigender Anteil dieser Papiere handelsfähig. Durch die Ausweitung der Staatsverschuldung gewannen die Märkte für kurz- und langfristige Staatstitel an Breite und Tiefe. Auch private Emittenten, ob aus dem Finanzgewerbe oder aus anderen Sektoren, griffen zur Deckung ihres Finanzierungsbedarfs stärker auf marktgängige Instrumente zurück. Die Verwendung von Commercial paper, Einlagezertifikaten, zinsvariablen Notes (FRN), Anleihen, Aktien und damit zusammenhängenden Instrumenten nahm einen raschen Aufschwung zu Lasten herkömmlicher Einlagen und Kredite. In einigen Ländern, insbesondere den USA, begann man Bankkredite und Unternehmensforderungen als Pakete zusammengefaßt am Markt zu verkaufen. Derivative Märkte traten an die Stelle des kostenintensiveren Handels mit den zugrundeliegenden Wertpapieren.

In dem betrachteten Zeitraum verstärkte sich die Integration der Inlandsmärkte untereinander und mit den Offshore-Märkten. Als die Kapitalverkehrs- und Niederlassungsbeschränkungen gelockert wurden, intensivierten sich die grenzüberschreitenden Kapitaltransaktionen, und immer mehr Institute waren an ausländischen Finanzplätzen präsent (s. die Tabelle auf S. 211). Die Ausweitung der Arbitragemöglichkeiten aufgrund der Entwicklung neuer Instrumente und der sinkenden Kosten für EDV und Telekommunikation schärfte die Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer für Preisunterschiede sowie für steuerliche und aufsichtsrechtliche Unterschiede zwischen den einzelnen Märkten. Mit der

... und größere Marktgängigkeit von Finanzinstrumenten

– Integration von Inlands- und Offshore-Märkten

Wachstum der institutionellen Anleger									
Land	Pensionsfonds und Lebensversicherungsgesellschaften			Kapitalsammelstellen			Insgesamt		
	1980	1985	1990	1980	1985	1990	1980	1985	1990
Finanzaktiva in Prozent des Finanzvermögens der privaten Haushalte									
USA	17,8	21,1	23,5	2,2	5,0	7,7	20,0	26,0	31,2
Japan	13,8	16,6	20,8	1,8	3,6	5,6	15,6	20,2	26,4
Deutschland	19,4	24,2	27,1	3,2	4,8	8,1	22,6	29,0	35,1
Frankreich	8,0	11,2	14,7	2,7	12,4	21,7	10,6	23,6	36,3
Italien ^{1, 2}	1,6	0,9	3,2 ³	n.v.	2,1	2,9 ³	n.v.	2,9	6,1 ³
Großbritannien ¹	39,9	49,9	53,7 ³	1,6	3,1	4,9 ³	41,5	53,1	58,6 ³
Kanada	19,4	23,3	26,7	1,0	1,6	3,0	20,4	24,9	29,7

¹Aktiva insgesamt. ²Buchwert. ³1989.
Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

Verschuldung des privaten Sektors in ausgewählten Ländern								
Land	Wirtschaftsunternehmen				Private Haushalte			
	1975	1980	1985	1990	1975	1980	1985	1990
	in Prozent des BSP/BIP				in Prozent des verfügbaren Einkommens			
USA	36	36	41	49	67	75	80	97
Japan	94	86	101	135	45	59	70	96
Deutschland	66	68	73	74	62	76	88	84
Frankreich	63	57	60	69	52	56	54	69
Italien	n.v.	49	57	62	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Großbritannien	46	41	49	82	47	49	77	107
Kanada	89	98	97	99	77	85	72	90
Australien ¹	87	87	109	138 ²	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Schweden	57	60	68	100	94	100	103	124

¹ Privater Sektor insgesamt; Rechnungsjahr. ² 1988; Zeitreihe wurde danach nicht fortgesetzt.
Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

zunehmenden Annäherung und Lockerung der Aufsichtsbestimmungen verschwammen die Unterschiede zwischen Inlands- und Offshore-Märkten immer mehr.

– Institutionalisierung der Ersparnis

In mehreren Ländern, insbesondere an den großen Finanzplätzen, gingen diese Entwicklungen Hand in Hand mit einer größeren Institutionalisierung des Sparens (s. die Tabelle auf S. 212). Der höhere Anteil der an Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften und andere Kapitalsammelstellen geleiteten Ersparnis förderte zusätzlich die Expansion und Differenzierung der Wertpapiermärkte. Daß die Institute allmählich von der Praxis, einmal gekaufte Anlagetitel im Bestand zu halten, zur Portfolioindexierung oder zu aktiverem Handel übergingen, bedeutete eine neue Herausforderung für die bestehenden Marktpraktiken und -strukturen, denn es galt, einen potentiell größeren und stärker konzentrierten Handelsbedarf zu befriedigen. Das Streben der Institute nach internationaler Diversifizierung trug entscheidend zur Internationalisierung und Integration der Märkte bei.

– Anstieg der Verschuldung

Zur gleichen Zeit, wie die Schranken im Finanzgewerbe zu fallen begannen, stieg bei den Wirtschaftsakteuren außerhalb des Finanzsektors, insbesondere den privaten Haushalten, auf recht breiter Basis die Verschuldung im Verhältnis zum laufenden Einkommen (s. die obenstehende Tabelle). Dieser Anstieg ging zu meist mit einer entsprechenden Erhöhung ihrer Finanzanlagen und einer aktiveren Verwaltung sowohl der Vermögenswerte als auch der Verbindlichkeiten einher. Das anschaulichste Beispiel für diesen Prozeß ist vielleicht die gewachsene Komplexität und Bedeutung der Finanzabteilungen in großen Unternehmen.

– Generalisierung bei Instituten

Bei den Finanzintermediären förderte die Deregulierung auch die Tendenz zur Generalisierung, da die Institute die Palette ihrer Geschäftsfelder immer mehr erweiterten. Zunehmend entstanden komplexe, in vielen Fällen grenzüberschreitende Finanzkonzerne. Diese verbanden zunächst traditionelle Bankdienstleistungen mit verschiedenen Wertpapiergeschäften und begannen schließlich in jüngerer Zeit auch Versicherungsdienstleistungen anzubieten.

Vor diesem Hintergrund hat sich das Wesen des Bankgeschäfts in vielerlei Hinsicht gewandelt. Zwar blieben das Einlagen- und Kreditgeschäft im allgemeinen die zentralen Betätigungsfelder der Banken, doch stammte ein immer höherer Anteil ihres Ertrags aus anderen Quellen als dem Zinsüberschuß (s. die gegenüberstehende Tabelle), namentlich aus Handel, Maklergeschäft, Emissionsgeschäft, Beratung sowie Liquiditäts- und Kreditsicherungsleistungen. Durch die Bereitstellung dieser Sicherungsfazilitäten und ihre Schlüsselrolle im Zahlungsverkehr förderten die Banken das Wachstum der Märkte für Wertpapiere und derivative Instrumente auch in den Ländern, in denen ihnen bestimmte Arten von Wertpapiergeschäften nicht gestattet waren. Auch für eigene Rechnung tätigten sie in zunehmendem Maße Geschäfte mit derivativen Instrumenten, die insbesondere an die Stelle der Transaktionen am herkömmlichen Markt für Interbankeinlagen traten. Diese Entwicklung hatte einen größeren Anteil nichtbilanzieller Kredit- und Liquiditätsrisiken zur Folge.

– Ausweitung der nichtbilanzwirksamen Engagements

Die grundlegenden strukturellen Veränderungen der bankaufsichtlichen und technologischen Gegebenheiten führten zu erhöhtem Wettbewerbsdruck und – angesichts des herrschenden günstigen gesamtwirtschaftlichen Klimas – zu starker Expansion im Finanzsektor (s. die Tabelle auf S. 216). In einem Umfeld volatiler Zinsen, Wechselkurse und Preise für Vermögenswerte trugen diese Veränderungen außerdem zu einem nie dagewesenen Aufschwung in Geschäftstätigkeit und Handel im Finanzsektor bei (s. die Grafik auf S. 217), der zum Teil in der Explosion der Zahlungsverkehrsvolumina in den letzten zehn Jahren sichtbar wird (s. die Grafik auf S. 218). Während sich die kommerziellen Transaktionen weitgehend parallel zur allgemeinen Wirtschaftsentwicklung ausweiteten, bewirkte die Ausweitung der Finanztransaktionen, daß sich das Verhältnis der Zahlungsströme zum Bruttoinlandsprodukt stark erhöhte.

Stärkerer Wettbewerb ...

... und anschwellende Zahlungsströme

Bewertung der Deregulierung und Innovation im Finanzsektor

Die seit den siebziger Jahren im Gang befindliche Deregulierung kann zum Teil als Spätphase eines langanhaltenden Prozesses gesehen werden, der auf den Abbau der für die unmittelbare Nachkriegszeit charakteristischen und zumeist weitreichenden staatlichen Reglementierung der Finanzsysteme hinauslief. Dahinter stand der Eindruck, daß sich die bestehenden Beschränkungen der Geschäftstätigkeit im Finanzsektor als unwirksam erwiesen oder zu einer starken Ineffizienz der Kapitalallokation und der Wirkungsweise der Geldpolitik führten. Später gewann die Deregulierung an Eigendynamik, denn die Aufhebung von Beschränkungen an einer bestimmten Stelle ließ stets auch an anderer Stelle Forderungen nach ihrer Lockerung aufkommen.

Gründe für die Deregulierung

Oftmals entstand der Deregulierungsdruck durch Unterschiede bei der aufsichtsrechtlichen Behandlung. Im Inland konnten sich weniger streng geregelte Institute oder Marktsegmente auf Kosten derjenigen entfalten, die strikteren Regelungen unterworfen waren. Auf internationaler Ebene untergrub der Abbau von Kapitalverkehrsbeschränkungen in einigen Ländern die Wirksamkeit ähnlicher Beschränkungen in anderen Ländern. Die Auswirkungen dieser aufsichtsrechtlichen Unterschiede wurden durch das gesamtwirtschaftliche Klima Ende der siebziger und Anfang der achtziger Jahre noch verstärkt, als die Zins-

Nicht aus dem Zinsgeschäft stammende Erträge der Banken ¹									
Land	1980–82	1984–86	1989/90	1990	Land	1980–82	1984–86	1989/90	1990
USA ²	30,0	31,4	37,4	38,0	Belgien ³	19,6	23,4	25,2	23,0
Japan ^{2, 3}	20,4	24,6	36,6	35,9	Finnland	48,8	58,3	50,4	46,9
Deutschland ²	30,6	28,6	34,3	34,9	Niederlande	25,0	24,7	30,0	29,7
Frankreich ²	14,6	15,3	24,4	24,9	Norwegen	27,3	35,2	29,5	25,9
Italien	26,0	30,3	26,3	26,8	Schweden	29,8	33,5	27,4	26,2
Großbritannien ²	28,5	36,9	39,7	41,1	Schweiz	46,6	47,5	50,0	49,1
Kanada ³	21,6 ⁴	23,7	30,1	31,0	Spanien ²	15,7	18,1	20,7	22,3
Australien ³	32,1	33,5	33,9	34,0					

¹ Nicht aus dem Zinsgeschäft stammender Anteil der Bruttoerträge der Geschäftsbanken; die Zahlen sind zwischen den einzelnen Ländern nicht vollständig vergleichbar. ² Große Geschäftsbanken. ³ Rechnungsjahr. ⁴ 1982.
 Quellen: Australien: Reserve Bank of Australia; übrige Länder: OECD und eigene Schätzungen.

sätze nicht zuletzt bedingt durch das inflationäre Umfeld und die damit verknüpften stabilitätspolitischen Maßnahmen anstiegen. Die höheren Zinssätze förderten die Abwendung von den stärker geregelten Sektoren und die Umgehung von Beschränkungen sowohl im Inland als auch im grenzüberschreitenden Verkehr. Mit der sich ausbreitenden Deregulierung und der wachsenden Integration der Märkte wurde der den inländischen Instituten drohende Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit zu einer stark treibenden Kraft. In manchen Fällen spielten auch außenwirtschaftliche Verpflichtungen im Rahmen internationaler oder supranationaler Abkommen eine wichtige Rolle, so etwa bei den Yen-Dollar-Vereinbarungen 1984 und den Rechtsvorschriften über den EG-Binnenmarkt.

Das Verhältnis zwischen der von staatlicher Seite ausgehenden Deregulierung und der von den Marktkräften im Finanzsektor vorangetriebenen Innovation war von Land zu Land sehr unterschiedlich und hing von der Strenge der aufsichtsrechtlichen Vorschriften und dem vom Rechtssystem des jeweiligen Staates gewährten Spielraum ab. Unabhängig von der unmittelbaren Ursache und der Art der jeweiligen Veränderung versprach der Prozeß jedoch im Ergebnis eine Straffung und effizientere Gestaltung des Finanzsektors, der danach besser in der Lage sein würde, den sich wandelnden Bedürfnissen der Anbieter und Nachfrager finanzieller Mittel nachzukommen. Erreicht werden sollte dies vor allem durch mehr Raum für das freie Spiel der Marktkräfte bei gleichzeitigem Abbau staatlicher Vorschriften und durch den damit verbundenen erhöhten Wettbewerbsdruck.

Nutzen aus der Deregulierung

In vielerlei Hinsicht hat die Deregulierung die in sie gesetzten Hoffnungen erfüllt. Die ursprünglichen Anbieter und die Endnachfrager finanzieller Mittel können für ihre Anlagen aus einem größeren und ertragreicheren Angebot von Finanzaktiva auswählen bzw. leichter und auf kostengünstigere Weise Zugang zu Fremdmitteln erhalten. Die Beseitigung von Kapitalverkehrsbeschränkungen erlaubte eine stärkere Portfoliodiversifizierung. Durch das breitere Spektrum zur Verfügung stehender Finanzinstrumente wurden eine bessere Risikostreuung und ein besseres Risikomanagement ermöglicht. Mit dem Rückgang

WachstumsKennziffern im Finanzgewerbe						
Land	Anteil an der Gesamtbeschäftigung			Anteil an der Wertschöpfung ¹		
	1970	1979	1989	1970	1979	1989
USA	3,8	4,2	4,8	4,1	4,5	5,7 ²
Japan	2,6	2,8	3,4	4,5	4,9	5,6
Deutschland	2,3	2,8	3,1 ³	3,1	4,2	5,0
Frankreich	n.v.	12,6 ⁴	16,1 ⁴	3,3	3,5	4,7
Italien	1,6	1,6	1,8	2,9	3,9	4,4
Großbritannien ⁴	6,0 ⁵	7,0	11,4	12,5	14,8	20,0
Kanada	n.v.	4,8 ^{4, 6}	5,2 ⁴	1,9	1,8	2,3 ²
Australien ⁴	7,1	8,1	11,0 ³	8,5	9,0	12,1
Belgien	3,2 ⁷	3,4	4,1	3,2 ⁷	4,2	5,9
Finnland	2,4 ⁸	2,5	3,1	3,1 ⁸	3,0	3,9
Niederlande	n.v.	3,5	3,8	2,9	4,5	4,9 ²
Norwegen	1,9	2,2	3,0	2,3	3,1	4,4
Schweden	n.v.	1,7 ⁹	2,0	n.v.	3,1 ⁹	4,4
Schweiz	2,7	4,2	5,3	4,6	5,8 ⁷	10,1 ¹⁰
Spanien	n.v.	2,2	2,5	3,5	5,7 ⁹	6,5

¹ BSP/BIP zuzüglich unterstellter Gebühren für Bankdienstleistungen in jeweiligen Preisen (Frankreich: Preise von 1980). ² 1987. ³ 1988. ⁴ Einschl. Immobilien- und Unternehmensdienstleistungen. ⁵ 1971. ⁶ 1983. ⁷ 1975. ⁸ 1976. ⁹ 1980. ¹⁰ 1985.
Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

der Transaktionskosten hat sich die Liquidität der Wertpapiermärkte erhöht. Das Kapital kann jetzt ungehinderter dorthin fließen, wo es höhere Erträge erbringt.

Schwieriger ist die Frage nach dem Preis, der für diese Fortschritte zu entrichten ist. Weit verbreitet ist die Ansicht, daß Deregulierung und Finanzinnovation Hand in Hand gegangen seien mit einer Zunahme der Instabilität an den Finanzmärkten, sei es in Form „exzessiver“ Preisschwankungen bei den Vermögenswerten oder in Form finanzieller Schwierigkeiten bei den beteiligten Instituten. Besteht aber auch ein ursächlicher Zusammenhang zwischen diesen beiden Entwicklungen? Ist dieser Zusammenhang lediglich eine Erscheinung der Übergangsphase oder kennzeichnet er dauerhaft die neuen Gegebenheiten im Finanzsektor? Hätte die Kausalwirkung durch eine bessere Politik abgeschwächt oder vermieden werden können?

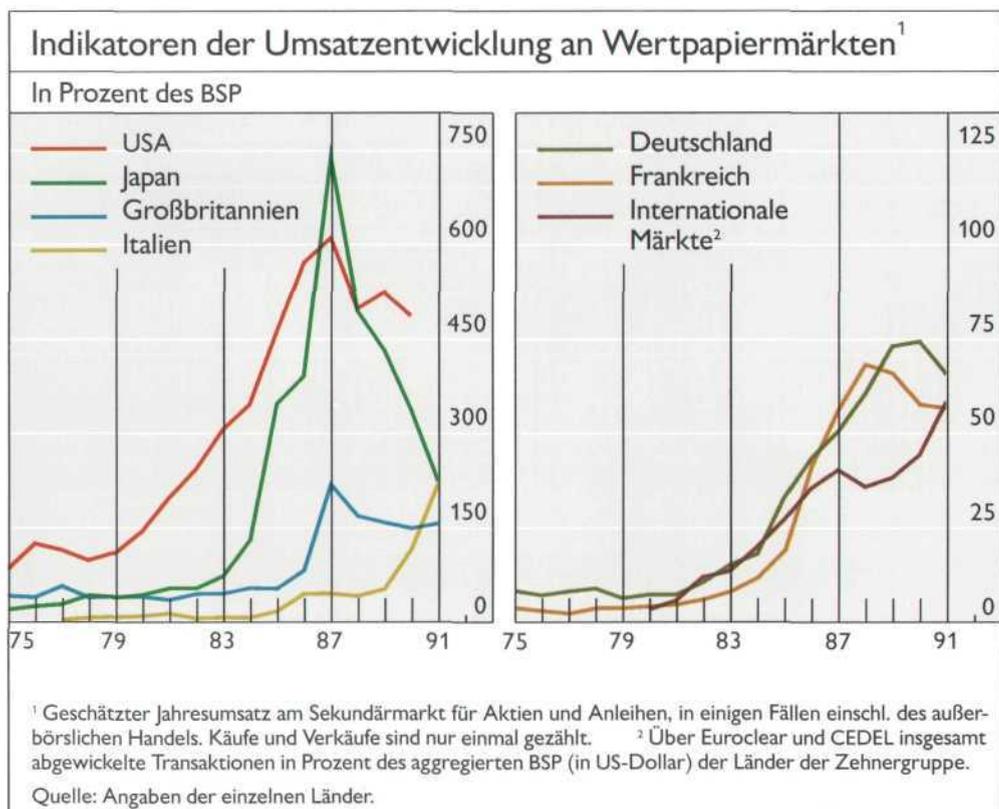
Potentielle
Kosten der
Deregulierung

Die Preise für Vermögenswerte und die Wechselkurse waren in den letzten zehn Jahren phasenweise starken Schwankungen ausgesetzt (s. die Grafik auf S. 219). Anlaß zur Besorgnis gaben nicht so sehr die ganz kurzfristigen Ausschläge, denn da sich die Informationen rascher und weiter ausbreiten, sind schnellere Reaktionen der Preise ganz natürlich und – sofern sie keine extremen Ausmaße annehmen – relativ harmlos. Die Aufmerksamkeit galt vielmehr den längerfristigen Schwankungen, und zwar vornehmlich dann, wenn die Preise allem Anschein nach von dem Niveau abwichen, das nach realistischer Einschätzung als dauerhaft angesehen werden konnte, sowie der damit oft zusammenhängenden Gefahr plötzlicher, steiler und ungeordneter Preisstürze. Bei solchen Verzerrungen sind die potentiellen Kosten einer Fehlallokation von Ressourcen höher und

Anzeichen
finanzieller
Instabilität

die Korrektur falscher Entscheidungen schmerzhafter, während allgemeine Einbrüche die Gefahr einer um sich greifenden Instabilität im gesamten System bergen. Im vergangenen Jahrzehnt gab es mehrere Beispiele dafür, daß die Kurse an den Finanzmärkten offensichtlich ein Eigenleben entwickelten: die Überbewertung des Dollars Mitte der achtziger Jahre, der weltweite Crash an den Aktienbörsen im Oktober 1987 und der „Mini-Crash“ zwei Jahre später sowie die – ausgeprägte und mehr in die Länge gezogene – zyklische Entwicklung der japanischen Aktienkurse. In Japan und in geringerem Maße auch in vielen anderen Ländern unterlagen ferner auch die Immobilienpreise erheblichen mittelfristigen Schwankungen.

Seit Beginn der achtziger Jahre hatten die Finanzunternehmen mehrmals mit größeren Problemen zu kämpfen. Als die Konjunktur gegen Ende des Jahrzehnts abzuflauen begann, erlebten die Finanzintermediäre in manchen Ländern die schwierigste Phase seit der Zeit verbreiteter Instabilität zwischen den beiden Weltkriegen. In den USA machten die Spannungen im Bankensektor ein Eingreifen des Staates zur Stützung der Einlagensicherung erforderlich, obwohl die Probleme im Zusammenhang mit der früher aufgetretenen Krise der Spar- und Darlehensbanken noch keineswegs ausgeräumt waren. Das norwegische Bankgewerbe war mit akuten Nöten konfrontiert. Zu Beginn der neunziger Jahre zeigten sich ferner in Schweden, Finnland, Australien und Japan Anspannungen im Finanzsektor, sowohl bei Instituten des Bankensektors als auch außerhalb des Bankgewerbes; noch weiter verbreitet waren Bonitätsherabstufungen. Hinzu kam, daß die Schuldenkrise der Entwicklungsländer von Anfang der achtziger Jahre die Qualität der Aktiva einer Reihe international tätiger Banken über weite Strecken dieses Jahrzehnts beeinträchtigte.

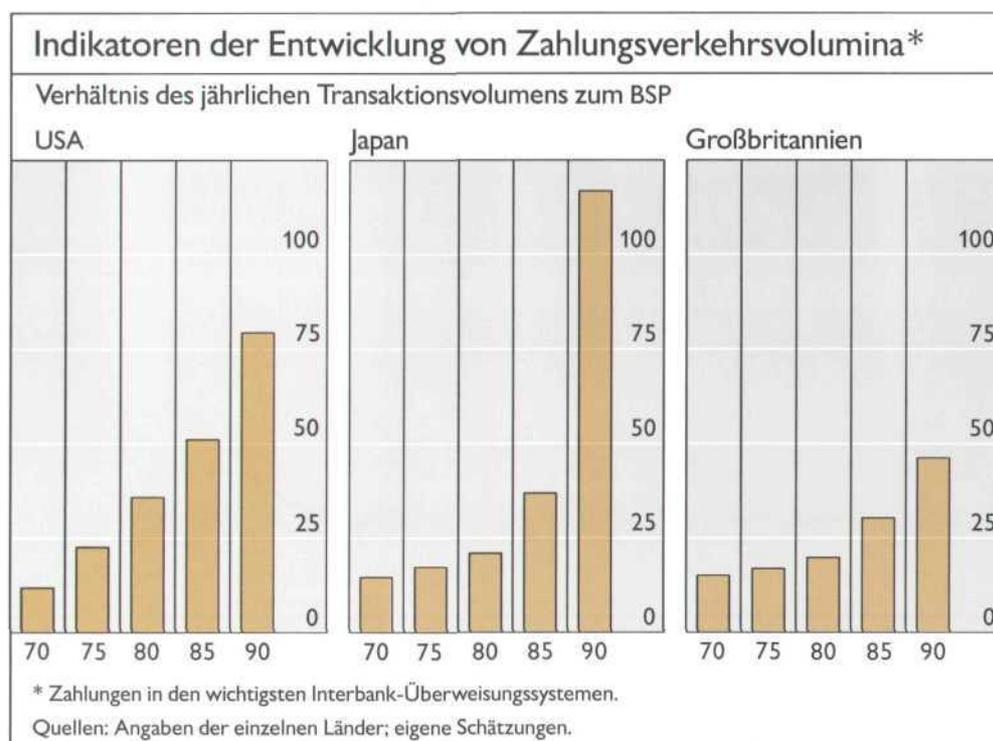


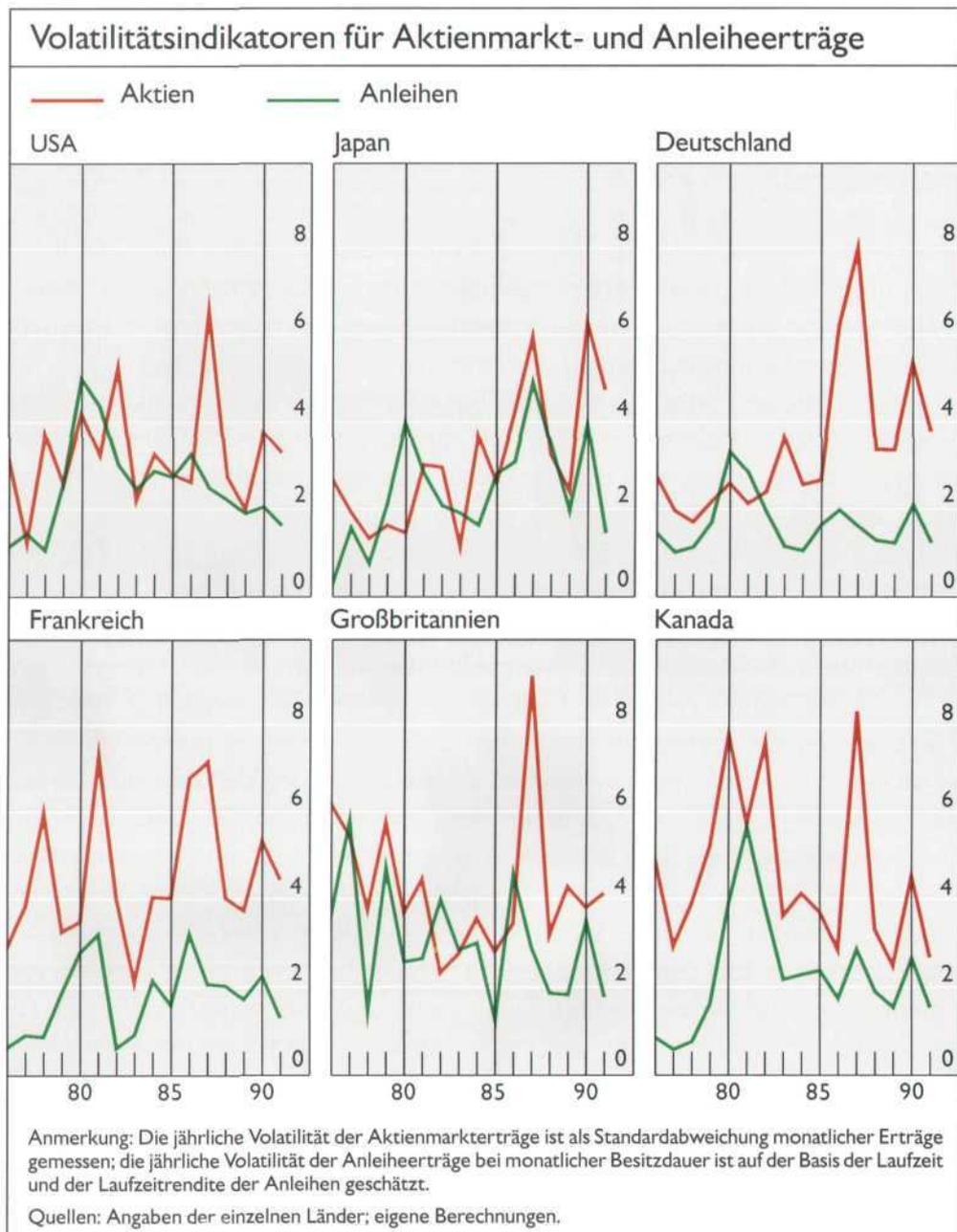
Zwischen der Instabilität bei den Preisen für Vermögenswerte und den finanziellen Schwierigkeiten der Finanzinstitute besteht eindeutig ein Zusammenhang, denn Vermögenswerte dienen den Finanzintermediären entweder als Anlage oder als Sicherheit. Insbesondere begannen die Ertragsituation und die Finanzkraft der Banken in mehreren Ländern empfindlicher auf Preisschwankungen zu reagieren, als sich die Banken stärker im Wertpapiergeschäft engagierten und höhere Immobilienrisiken eingingen (s. die Tabelle auf S. 221). Verluste an den Wertpapiermärkten seit Mitte der achtziger Jahre und vor allem die Schwäche der Immobilienmärkte spielten bei den Schwierigkeiten, mit denen viele Institute in jüngerer Zeit konfrontiert waren, eine wichtige Rolle.

Rückblickend steht fest, daß die beobachtete Instabilität zum Teil auch auf kollektive Fehleinschätzungen zurückzuführen war. Der Börsenkrach von 1987 hat nur allzu deutlich vor Augen geführt, daß die Liquidität ein trügerisches Phänomen ist, das nur zum Teil durch die Marktstruktur bestimmt wird, letztlich aber auf unterschiedlichen Einschätzungen des Werts von Vermögensaktiva beruht. Eine zu leichtfertige Beurteilung des Länderrisikos bereitete den Boden für die Krise im Kreditgeschäft mit Entwicklungsländern. Die jüngsten Schwierigkeiten im Zusammenhang mit der Vergabe von Krediten für Transaktionen mit hohem Fremdfinanzierungsanteil (HLT) waren darauf zurückzuführen, daß Kreditnehmer wie Kreditgeber die Fähigkeit der Unternehmen, mit höheren Schuldenlasten als je zuvor fertigzuwerden, zu optimistisch eingeschätzt hatten. Für die Probleme im Realkreditgeschäft war ein ähnlich unangebrachter Optimismus hinsichtlich der Immobilienwerte und damit der Solidität der Sicherheiten verantwortlich.

Insofern sind die Ursachen der jüngsten Instabilität nicht neu. Außerdem war die allgemeine Euphorie, die diesen Übersteigerungen vielfach zugrunde lag, zum Teil ein Nebenprodukt des kräftigen und anhaltenden Wirtschafts-

Instabilität bedingt durch ...





wachstums in den achtziger Jahren. Gleichzeitig trugen die Veränderungen des finanziellen Umfelds dazu bei, daß die Wahrscheinlichkeit solcher kollektiver Fehleinschätzungen wuchs und die damit gegebenenfalls verbundenen Folgen schwerwiegender wurden und ein breites internationales Ausmaß annahmen.

Aufgrund der größeren Internationalisierung und Integration des Finanzgewerbes konnten Schocks leichter und rascher zwischen verschiedenen Ländern, Märkten oder Einheiten desselben Instituts übertragen werden. Man denke nur an den globalen Charakter der Kurseinbrüche an den Börsen 1987 und 1989, die Bedeutung grenzüberschreitender Engagements an einigen der lebhaftesten Immobilienmärkte oder die schweren Verluste, die ausländische Institute im Geschäft mit Wertpapieren, HLT und Immobilien erlitten.

Im Laufe der Zeit wurden aufgrund des von Deregulierungen und Finanzinnovationen verursachten stärkeren Wettbewerbsdrucks das Polster geschützter

... größeren Wettbewerb ...

Erträge tendenziell dünner und die Erträge variabler, da einige Unternehmen oder Sektoren gewannen, was andere verloren. Dieser Wettbewerbsdruck erhöhte außerdem die Risikofreudigkeit. Eine bewußte Risikobereitschaft, zu niedrige Preise und eine zu hohe Expansion wurden zudem durch die Tendenz begünstigt, aggressive Wachstumsziele vor Ertragsüberlegungen zu stellen, häufig um an einem neuen Markt eine dominante Position aufzubauen oder einen anderweitig erlittenen Verlust von Geschäftsanteilen auszugleichen. Die allgemein übliche Praxis, die eigenen Ergebnisse stets am Durchschnitt zu messen, und die Angst, nicht mehr mitzukommen, führten zu uniformen Denkweisen und so potentiell zu einer Kumulation einzelner Fehleinschätzungen.

Einige dieser Faktoren sind zweifellos ein normaler Bestandteil des Wettbewerbs. Aber sie kommen in einer Übergangssituation zwischen einem regulativ geschützten Umfeld und dem freien Wettbewerb viel stärker zum Tragen, wenn nämlich die Unternehmen in ihrer Tätigkeit zuvor auf wohlbekannte Märkte mit wohlvertrauten Regeln beschränkt waren und nun auf ein Feld gelangen, auf dem ganz neue Spielregeln gelten. Alle Marktteilnehmer, ob Finanzinstitute, Wirtschaftsunternehmen oder Privatpersonen, brauchen Zeit, um sich in einer neuen finanziellen Umwelt zurechtzufinden.

... Anpassungs-
schwierig-
keiten ...

In fast allen in letzter Zeit beobachteten Phasen der Instabilität schlugen Faktoren wie die soeben beschriebenen zu Buche. Hier sei nur der enorme Anstieg der Verschuldung als Reaktion auf die Lockerung der Kreditbeschränkungen erwähnt, als die Investition in Sach- und Finanzanlagen sowie die Finanzierung von Ausgaben zum Teil über eine vertretbare Höhe hinaus erleichtert wurden, was wiederum spätere finanzielle Schwierigkeiten und mühsame Bilanzanpassungen zur Folge hatte. Ferner sei – in kleineren Dimensionen – an die Erfahrungen mit dem „Big Bang“ in Großbritannien erinnert und an die beschränkten Kenntnisse über die Zusammenhänge zwischen Termin- und Kassamärkten, die Anforderungen der neuen Märkte für derivative Instrumente an die Handelskapazitäten und Auftragsabwicklungsverfahren auf den Kassamärkten und die mit dynamischen Sicherungstechniken wie etwa der Portfolioabsicherung verbundenen Systemrisiken. Alle diese Faktoren spielten beim Börsenkrach im Oktober 1987 in New York eine herausragende Rolle.

Es besteht jedoch sicherlich die Gefahr, einen zu großen Teil der Verantwortung für die entstandene Instabilität der Deregulierung und Innovation als solcher zuzuschreiben. Die Ursprünge der jüngsten Turbulenzen sind in vielen Fällen in den Ausgangsbedingungen zu suchen, in der langen Tradition von Beschränkungen für Portfolio-, Geschäftsfeld- und Preisentscheidungen. Darüber hinaus haben sowohl makro- als auch mikroökonomische Maßnahmen eine wichtige Rolle gespielt.

In manchen Fällen hatten die direkten aufsichtsbehördlichen Kontrollen Portfoliostrukturen hervorgebracht, die für das neue, von Zins- und Preisvariabilität geprägte Umfeld nicht geeignet waren, wie etwa bei den Spar- und Darlehensbanken. In anderen Fällen hatten sie eine grundlegende Diversifizierung verhindert, wie es in den USA heute noch die seit langem bestehenden Niederlassungsbeschränkungen tun. Darüber hinaus hatten sie das Entstehen aufgeblähter Kostenstrukturen begünstigt und die Unternehmen hinsichtlich der Betätigung, Risikobewertung und Konditionenfestsetzung schlecht gerüstet auf

Realkredite der Banken in ausgewählten Ländern ¹									
Land	1980	1985	1987	1991	Land	1982	1985	1987	1991
	in Prozent der insgesamt ausstehenden Kredite					in Prozent der Kredite an den privaten Sektor			
USA					Deutschland	44	46	45	40
Insgesamt	28	29	34	42	Frankreich	28	29	29	31
Gewerblich	10	13	17	17	Kanada	30	33	39	49
Großbritannien					Norwegen	51 ⁵	48	41	52
Insgesamt	12	19	23	31 ²	Portugal	23	28	33	32
Kredite ohne					Schweiz	27	28	29	34 ⁶
Wohnungsbau ³	7	7	8	12 ²	Spanien	19 ⁵	19	20	29
Japan ⁴	11	13	15	17					

¹ Die Zahlen sind zwischen den einzelnen Ländern nicht vollständig vergleichbar. ² Bruch in der Reihe aufgrund der Einbeziehung einer in eine Bank umgewandelten Building society. ³ Bau- und Immobiliengesellschaften. ⁴ Bau- und Immobilienverwaltungsfirmen. ⁵ 1983. ⁶ 1990.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

ein liberalisiertes und stärker vom Wettbewerb geprägtes Feld geschickt. Ferner war das Finanzintermediärgeschäft vor der Deregulierung in vielen Ländern unter weniger transparenten Bedingungen betrieben worden, was vor allem auf eine starke Beteiligung des Staates und eine weniger umfassende Offenlegung zurückzuführen war, und dies macht es schwierig, das wahre Ausmaß früherer Anspannungen im Finanzsektor zu beurteilen.

... und unangemessene
Makropolitik

Die makroökonomische Politik hat in vielen Fällen versagt. Es gelang ihr nicht immer, für ein genügend stabiles Umfeld zu sorgen. Die Inflation der siebziger Jahre etwa legte den Grundstein für die drastische Anhebung und die starken Ausschläge der Zinssätze zu Beginn der achtziger Jahre, die viele Institute und hochverschuldete Kreditnehmer in die Krise stürzten. Gelegentlich blieb auch die nötige Absicherung für den Prozeß der Deregulierung aus. In mehreren Ländern ermöglichte z.B. die im Verein mit der Deregulierung betriebene vergleichsweise lockere Geldpolitik die Überbeanspruchung sowohl der Kreditgeber als auch der Kreditnehmer; dagegen hat offensichtlich die geldpolitische Disziplin der Länder, deren Währungen dem EWS-Wechselkursmechanismus angeschlossen sind, dazu beigetragen, daß manche der andernorts zu beobachtenden übersteigerten Entwicklungen hier in Grenzen gehalten werden konnten.

Auch die mikroökonomische Politik ließ in manchem zu wünschen übrig. Oftmals, im besonderen in einer Anzahl nordischer Länder, boten großzügige steuerliche Abzugsregelungen für Zinsaufwendungen einen Anreiz, die Verschuldung auszuweiten. In einigen Fällen führte die unausgewogene Verteilung von Restriktionen und aufsichtsrechtlichen Standards dazu, daß eine unvorsichtige Geschäftspolitik und eine überhöhte Risikokonzentration nicht ausreichend überprüft wurden, wie es die ernststen Schwierigkeiten von Nichtbankinstituten in Schweden und Japan zeigen. In anderen Fällen förderten als womöglich zu großzügig einzuschätzende explizite oder implizite „Sicherungsnetze“ die Risikobereitschaft, wie z.B. bei den Spar- und Darlehensbanken in den USA.

Ganz allgemein hinkte die Stärkung der Aufsicht bisweilen den Veränderungen im Finanzsektor nach.

Wie für die Marktteilnehmer, so stellte auch für die verantwortlichen Behörden der Übergang zu einem deregulierten Umfeld die größte Herausforderung dar, und zwar im wesentlichen aus denselben Gründen. In vielen Ländern erschwerte der rasche strukturelle Wandel an den Finanzmärkten die Interpretation der Entwicklung von Zinssätzen, Geldmengen und Kreditaggregaten und damit die Formulierung und Umsetzung der Geldpolitik. Auf mikroökonomischer Ebene stellten Tempo und Ausmaß der Deregulierung bisweilen unerwartet hohe Anforderungen an die Aufsichtsbehörden.

Wenn man sich dieser Analyse anschließt, muß man zu dem Schluß kommen, daß Deregulierungen und Finanzinnovationen Vorteile bieten, die anzustreben es sich lohnt. Diese sind jedoch kein freies Gut, und ihre Kosten sind unterschätzt worden. Die neue Finanzlandschaft bietet große Chancen, aber auch entsprechende Risiken. Will man sich die Vorzüge dauerhaft sichern und gleichzeitig die Kosten so gering wie möglich halten, so bedarf es in erster Linie einer umsichtigen makro- wie mikroökonomischen Politik, vor allem in den Bereichen der Geldpolitik und der Finanzaufsicht.

Lehren

Herausforderungen der nächsten Zukunft

In den nächsten Jahren stellen sich insbesondere zwei – miteinander im Zusammenhang stehende – Herausforderungen. Zum einen muß die in vielen Bereichen des Finanzgewerbes vorhandene Überkapazität abgebaut werden, die zum Teil das Ergebnis der raschen Expansion in den achtziger Jahren ist. Zum anderen ist eine Anpassung an ein finanzielles Umfeld erforderlich, in dem Eigenkapital knapper geworden ist, da weniger attraktive Ertragsaussichten und die abbröckelnde Eigenkapitalbasis vieler Institute mit einer Verschärfung der Eigenkapitalanforderungen zusammenfielen. Das gegenwärtige weniger günstige oder sogar negative gesamtwirtschaftliche Klima sowie die zunehmende Anspannung der Märkte für Schuldtitel und Finanzaktiva in mehreren Ländern gestalten diese Aufgabe für den Sektor um so schwieriger.

Der Börsenkrach von 1987, die spätere beträchtliche Abwärtskorrektur der Aktienkurse in Japan und die allgemeine Konjunkturabschwächung zu Beginn der neunziger Jahre haben deutlich vor Augen geführt, wie nötig eine Straffung und Konsolidierung in weiten Teilen des Finanzgewerbes ist.

Konsolidierungsbedarf...

Als erforderlich erwiesen haben sich solche Maßnahmen etwa im Wertpapiersektor, insbesondere an den großen Finanzplätzen und an den internationalen Märkten. Da das Hauptaugenmerk in den Jahren der Expansion unter Vernachlässigung von Kostenüberlegungen auf Ertragsgewinne gerichtet und nach der Liberalisierung der Kampf um Marktanteile entscheidend war, sind die Eigenkapitalrenditen vieler Marktteilnehmer unter ein langfristig allgemein als vertretbar geltendes Niveau gesunken. Die Erholung der Ertragssituation im Jahr 1991 in Ländern mit niedrigeren langfristigen Zinsen und steigenden Aktienkursen hat eine willkommene Atempause gewährt, doch das Bild hat sich wohl kaum grundlegend gewandelt.

... im Wertpapiersektor ...

Auch in Teilen des Bankensektors ist eine Konsolidierung notwendig. In

Gewinnspannen der Banken¹

Land	1980–82	1984–86	1989/90	1990	Land	1980–82	1984–86	1989/90	1990
USA ²	0,83	0,83	0,61	0,59	Belgien ³	0,34	0,39	0,26	0,33
Japan ^{2,3}	0,40	0,46	0,40	0,33	Finnland	0,49	0,55	0,22	0,21
Deutschland ²	0,50	0,97	0,88	0,83	Niederlande	0,31	0,66	0,59	0,53
Frankreich ²	0,34	0,21	0,33	0,31	Norwegen	0,63	0,75	–0,43	–1,02
Italien	0,68	0,96	1,19	1,24	Schweden ⁴	0,38	0,55	0,34	0,22
Großbritannien ²	1,04	1,05	0,28	0,59	Schweiz	0,65	0,71	0,64	0,53
Kanada ³	0,63	0,74	0,96	1,22	Spanien ²	1,09	0,92	1,75	1,72
Australien ³	1,41	1,33	1,20	0,94					

¹ Verhältnis des Gewinns vor Steuern zur durchschnittlichen Bilanzsumme aller Geschäftsbanken in Prozent; die Zahlen sind zwischen den einzelnen Ländern nicht vollständig vergleichbar. ² Große Geschäftsbanken. ³ Rechnungsjahr. ⁴ Aufgrund eines Bruchs in der Zeitreihe im Jahre 1986 sind die Gewinnspannen ab 1986 einschließlich erheblich größer als 1980–85.

Quellen: Australien: Reserve Bank of Australia; übrige Länder: OECD und eigene Schätzungen.

... und im Bank-
gewerbe

einigen Ländern deutet der Rückgang der rechnerischen Gewinnspannen auf einen längerfristigen Druck auf die Erträge hin: Verglichen mit der Rezession 1980–82 lagen diese 1990 niedriger oder ungefähr auf dem gleichen Niveau, obgleich der Konjunkturrückgang allgemein weniger ausgeprägt war (s. die obestehende Tabelle). In einer größeren Anzahl von Ländern wirkt sich dieser Druck offenbar auf das Kursverhalten der Bankaktien aus, die im vergangenen Jahrzehnt, anders als in den siebziger Jahren, dem Gesamtmarktindex deutlich nachhinkten (s. die umstehende Tabelle). Allgemeiner betrachtet und unter Berücksichtigung der großen Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern, was Zeitpunkt und Ausmaß der Wettbewerbsverschärfung betrifft, zwingen die Wettbewerbskräfte in einem weniger günstigen gesamtwirtschaftlichen Klima viele Banken zur Konsolidierung. Dies gilt unabhängig davon, ob der Wettbewerb innersektoral entsteht oder von außen kommt, über andere Finanzintermediäre, offene Kapitalmärkte oder sogar die Wirtschaftsunternehmen selbst (s. den 61. Jahresbericht).

Zum großen Teil hat der Straffungsbedarf seinen Ursprung in Entwicklungen der Vergangenheit; es werden jedoch auch bevorstehende Veränderungen des finanziellen Umfelds vorweggenommen. Die Deregulierung und Internationalisierung der Finanzmärkte sind noch nicht zum Abschluß gekommen. Manche noch sehr aktuelle Veränderungen konnten ihre Wirkung noch nicht voll entfalten, so etwa die Liberalisierung der Niederlassungsbeschränkungen in Italien, die Reform der Wertpapiermärkte in verschiedenen europäischen Ländern und der weitere Abbau von Barrieren zwischen den Marktsegmenten des Finanzsektors in Kanada. In anderen Fällen, z.B. in Japan oder auf der Ebene der Europäischen Gemeinschaft, sind die Umstellungen bei weitem noch nicht abgeschlossen.

Konsolidierung
hat begonnen ...

In manchen Bereichen hat der Konsolidierungsprozeß bereits begonnen; hier sind die Institute bemüht, das Angebot an Finanzdienstleistungen und/oder die mit der Bereitstellung dieser Dienstleistungen verbundenen Kosten zu reduzieren. Anzeichen für eine Verschärfung der Kreditbedingungen und eine Erhöhung der Spannen sind an den internationalen Märkten sowie in denjenigen Ländern sichtbar geworden, wo auf eine rasche Expansion der Kreditvergabe eine ausgeprägte qualitative Verschlechterung des Forderungsbestands folgte.

Langfristige Entwicklung der Bankaktienkurse									
Land	1970	1980–82	1984–86	1992 1.Q.	Land	1970	1980–82	1984–86	1992 1.Q.
	Verhältnis Bankenindex zu Gesamtindex, 1980 = 100					Verhältnis Bankenindex zu Gesamtindex, 1980 = 100			
USA	142	111	120	71	Belgien ¹	110	97	92	93
Japan ¹	71	103	149 ²	169 ²	Finnland	84	98	84	45
Deutschland	95	95	85	79	Niederlande ¹	n.v.	92	77	56
Italien	n.v.	139	96	83	Norwegen	101	103	67	7
Großbritannien	85	97	90	85	Schweden	69	99	84	54
Kanada	113	106	107	133	Schweiz	64	99	92	59
Australien	103	131	153	151	Spanien	56	112	78	83

¹ Einschl. anderer Finanzinstitute. ² Der Anstieg zwischen 1983 und 1987, als das Verhältnis den Wert 202 erreichte, ist vor allem auf die Abschaffung von restriktiven Maßnahmen zur Kontrolle der Bankaktienkurse zurückzuführen.
Quelle: Aktienbörsen der einzelnen Länder.

Nach enttäuschenden Erfahrungen mit der Generalisierung und der Auslands-expansion sind einige Institute dazu übergegangen, sich wieder auf die Kernge-schäftsbereiche zu konzentrieren und sich aus bestimmten Märkten zurückzu-ziehen. Zunehmend unter Druck geraten sind kostspielige Filialnetze und – vor allem im Wertpapiersektor – die Personalstände. Immer öfter gehen Institute in Fusionen auf, die eine interne Umstrukturierung vorzeichnen. All diese Fakto-ren weisen darauf hin, daß bei der Beurteilung der Geschäftsentwicklung Ertragsüberlegungen wieder wichtiger geworden sind als Größe oder Wachs-tum allein.

Die erforderliche Umstrukturierung bedeutet sowohl für die Marktteil-nehmer als auch für die verantwortlichen Instanzen eine große Herausforde-rung. Einem freiwilligen Rückzug aus einem Markt steht möglicherweise entge-gen, daß die beim Markteintritt entstandenen Kosten nicht wieder hereingeholt werden können und ein Imageverlust befürchtet wird. Vor allem im Bankensek-tor scheinen die Kostenstrukturen von einer gewissen Starrheit geprägt zu sein. Fusionen versprechen vielleicht eine schlankere Organisation, die es erleichtert, Größenvorteile und Synergien auszunutzen, aber die Erfahrung hat gezeigt, daß dies oft schwer zu verwirklichen ist. Die verantwortlichen Instanzen müssen ihrerseits den Prozeß so steuern, daß das Risiko eines ungeordneten Rückzugs aus dem Markt begrenzt bleibt. Dieses Risiko ist dort besonders groß, wo ganze Sektoren ihre Existenz durch Veränderungen der aufsichtsrechtlichen Gegeben-heiten gefährdet sehen, wie z.B. einige zuvor besonders geschützte Spezial-kreditinstitute, und auch dort, wo die Expansion in der Vergangenheit eine schlechte Qualität der Finanzaktiva zur Folge hatte. Die Aufgabe der Verant-wortlichen besteht nicht nur in einer Verstärkung der Aufsicht und des Krisen-managements, sondern schließt auch die Beseitigung rechtlicher und anderer Hindernisse ein, die der erforderlichen Konsolidierung im Wege stehen. Ein Beispiel hierfür sind die kürzlich vorgenommenen bzw. bevorstehenden Ände-rungen entsprechender Rechtsvorschriften in Italien und Japan.

Die Verschärfung der Eigenkapitalanforderungen hat die Konsolidierung im Bankensektor entscheidend vorangebracht. Sie hat Ertragsgesichtspunkte

... unterstützt durch Eigenkapitalstandards

wieder zum wichtigsten geschäftspolitischen Entscheidungskriterium und Erfolgsmaßstab werden lassen und die Mittelbeschaffung der Banken der Prüfung durch die Kapitalmärkte ausgesetzt. Darüber hinaus hat sie die Reduzierung der Kosten und die strategische Neubewertung der Geschäfts- und der geographischen Betätigungsfelder gefördert sowie schließlich auch einen zusätzlichen Anreiz geschaffen, zwecks Bündelung der Eigenkapitalmittel Fusionen einzugehen.

Der Einfluß der Eigenkapitalanforderungen auf die Geschäftspolitik der Banken war von den Ausgangsbedingungen und den Entwicklungen der Portfolioqualität abhängig. Bei einigen Instituten, so etwa vielen deutschen und schweizerischen Großbanken, war das Eigenkapitalpolster im allgemeinen ausreichend, so daß die Eigenkapitalstandards für sie keinen nennenswerten Engpaß darstellten. Für andere, z.B. einige französische und italienische Banken, die sich in öffentlichem Eigentum befinden, war die Aufstockung des Eigenkapitals angesichts der angespannten öffentlichen Finanzlage eingeschränkt, woraufhin (in Frankreich) Aktien mit anderen öffentlichen Unternehmen ausgetauscht wurden oder (in Italien) der Zugang zu anderen Quellen externer Eigenmittel mit Hilfe von Gesetzesänderungen erweitert wurde. Am stärksten waren die Auswirkungen jedoch bei den Instituten, deren Portfolioqualität sich erheblich verschlechterte, namentlich bei einigen der größten Banken in den USA sowie Instituten in einer Anzahl nordischer Länder und in Japan, da zur selben Zeit, wie der größere Eigenkapitalbedarf entstand, die Bereitschaft der Märkte zur Bereitstellung dieser Mittel abnahm. In Japan wurden die Wirkungen der Eigenkapitalregelungen durch die steile Abwärtskorrektur der Aktienkurse noch verstärkt, da die Banken in hohem Maße auf Neubewertungsreserven bauten.

Der Einfluß der Eigenkapitalanforderungen dürfte während der Anpassungsphase größer sein, und zwar nicht zuletzt wegen des derzeit ungünstigen konjunkturellen Klimas, das tendenziell den Bedarf für Rückstellungen erhöht. In einer solchen Zeit ist die Belastung für bestehende Portfoliostrukturen am größten. Es ist jedoch wahrscheinlich, daß der Einfluß der Eigenkapitalanforderungen noch weiter reicht und zu einem dauerhaften Merkmal der neuen Finanzlandschaft wird. Mit der Lockerung weiterer Portfoliobeschränkungen werden Eigenkapitalstandards zu einem bedeutsamen aufsichtsrechtlichen Einfluß auf die Preis- und Anlageentscheidungen der Banken. Damit dürften sie auch als bestimmende Faktoren für die Wettbewerbsfähigkeit der Banken an unterschiedlichen Plätzen und vor allem gegenüber anderen Finanzinstituten an Bedeutung gewinnen. Indem sie die Finanzierung über den Kapitalmarkt fördern, begünstigen sie vielleicht darüber hinaus eine größere Annäherung der Rechnungslegungs- und Publizitätsvorschriften, einer der Bereiche, in denen zwischen den einzelnen Ländern noch erhebliche Unterschiede bestehen.

Längerfristige Herausforderungen

Im weiteren Verlauf der neunziger Jahre werden sich die verantwortlichen Instanzen weiterhin Klarheit über die gebotene Reichweite, die Mechanismen und die Grenzen der staatlichen Einflußnahme im Finanzsektor zu verschaffen haben. Es wäre sinnlos, über das Ergebnis dieser Beurteilung spekulieren zu

wollen, das selbstverständlich von noch unvorhersehbaren Entwicklungen abhängen wird. Einige Aspekte können jedoch hervorgehoben werden, denen im Lichte der bereits vollzogenen oder in Kürze zu erwartenden strukturellen Veränderungen besondere Aufmerksamkeit gelten dürfte.

Ein wichtiges Thema der neunziger Jahre werden die unterschiedlichen Wege zur Bestimmung der Struktur des Finanzsektors in den USA, Japan und der Europäischen Gemeinschaft sein.

In den USA war der Gesetzgeber bisher im wesentlichen reaktiv tätig und tendierte dazu, die bestehenden Verhältnisse aufrechtzuerhalten. Die widersprüchlichen Erfahrungen mit der Deregulierung in vergangenen Krisen, ein historisch verankertes Mißtrauen gegenüber der Konzentration wirtschaftlicher Macht und das Wesen des politischen Entscheidungsprozesses unterbanden in ihrem Zusammenwirken bis zuletzt die Lockerung der noch verbliebenen Beschränkungen in bezug auf Geschäftsfelder und die geographische Ausdehnung der Banken, wie sie der kürzlich von der Regierung vorgelegte Gesetzesentwurf vorsah. Vor diesem Hintergrund könnten Innovationen zur Abmilderung bestehender Einschränkungen das Finanzsystem sehr wohl prägen. Einschlägige Beispiele aus der Vergangenheit sind die Syndizierung und der Verkauf von Darlehen, die es den Banken ermöglichten, einer Investmentbank vergleichbare Geschäfte zu tätigen, oder auch die Entwicklung von Junk bonds, dank derer einige anderweitig Beschränkungen unterliegende institutionelle Anleger Wertpapiere mit aktienähnlichen Merkmalen erwerben konnten.

In Japan hat man sich, ausgehend von einem viel stärker geregelten Finanzsektor, für einen allmählichen Übergang zur Liberalisierung entschieden, um zunächst den nötigen Konsens über die Veränderungen herstellen zu können und um große Umbrüche zu vermeiden. Es werden Veränderungen in mehreren Bereichen erwartet, z.B. eine größere Durchlässigkeit zwischen den verschiedenen Marktsegmenten des Kreditsystems, eine weniger strikte Trennung zwischen Einlagen-/Kreditgeschäft und Wertpapier-/Emissionsgeschäft, die Entwicklung der inländischen Kapitalmärkte, die vollständige Liberalisierung der Einlagenzinsen und die Freigabe der Maklerprovisionen.

In der Europäischen Gemeinschaft dürfte die Schaffung eines einheitlichen Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen das freie Spiel der Marktkräfte und den Wettbewerb einem harten Test unterziehen. Vorbehaltlich der Harmonisierung der „wesentlichen“ Aufsichtsvorschriften basiert dieser Binnenmarkt auf dem Grundsatz der „gegenseitigen Anerkennung“ und daher des Wettbewerbs von Gesetzen, Verordnungen und Praktiken der einzelnen Länder. Die Rahmenbedingungen für den Binnenmarkt sehen keine geographischen Grenzen für die Geschäftstätigkeit der Finanzinstitute und keine nennenswerten Einschränkungen für die Palette ihrer Geschäftsfelder vor.

Trotz dieser Unterschiede dürfte auf internationaler Ebene weiterhin ein gewisser Druck für eine weitere Annäherung der Strukturen im Finanzsektor bestehen. Durch Fortschritte in der Informationstechnologie und in der Telekommunikation dürften die grenzüberschreitende Bereitstellung und Umleitung der Finanzgeschäfte weniger kostspielig und somit die in den einzelnen Ländern angebotenen Finanzdienstleistungen zunehmend austauschbar werden. Auf diese Weise kann eine Annäherung begünstigt werden, indem weniger effiziente

Kontraste bei der Bestimmung der Finanzstruktur ...

... und Angleichungsdruck

Strukturen offengelegt, die Forderungen nach vergleichbaren Ausgangsbedingungen verstärkt und weniger attraktive aufsichtliche, gesetzliche und steuerliche Rahmenbedingungen in bestimmten Ländern umgangen werden. Weil dabei die Gefahr besteht, daß die einzelnen Länder allein aus Wettbewerbsgründen um die Lockerung ihrer Bestimmungen wetteifern, kommt der internationalen Koordination hier besondere Bedeutung zu.

Die Aufgabe, die Integrität des Finanzsystems zu bewahren, wird bei den Überlegungen der Aufsichtsorgane weiterhin im Mittelpunkt stehen. In den letzten zehn Jahren wurden bereits große Anstrengungen unternommen, die bankaufsichtlichen Strukturen und Vorschriften als Gegengewicht zur strukturellen Deregulierung zu stärken. Es bleibt jedoch noch viel zu tun, um den neuen Marktbedingungen angemessen Rechnung zu tragen.

Veränderungen
in der Art des
Systemrisikos:

Bedingt durch die Veränderungen der Strukturen und Mechanismen des Finanzsystems haben sich Art und Übertragung von systembedrohenden Fehlentwicklungen in vielerlei Hinsicht gewandelt. Wie weiter unten erörtert, haben diese Veränderungen den Risiken in Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssystemen sowie den Marktrisiken größere Bedeutung zukommen lassen, die Geschwindigkeit, mit der sich Störungen ausbreiten können, drastisch erhöht und die essentielle Rolle der Liquiditätsvorsorge für das Funktionieren des Finanzsystems verdeutlicht. Ferner haben sie die Problembekämpfung erschwert, da die Transparenz der Märkte und Institutionen und die Homogenität der Marktteilnehmer abgenommen haben.

– Zahlungs-
verkehrs- und
Abrechnungssysteme

Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme waren von jeher der wichtigste institutionelle Kanal, über den sich Krisen im Finanzsystem ausbreiten konnten, die üblicherweise dadurch ausgelöst wurden, daß ein oder mehrere Institute nicht in der Lage waren, ihren Verpflichtungen nachzukommen. Allerdings hat die Explosion des Volumens der Finanztransaktionen und der damit zusammenhängenden Abrechnungssalden in den letzten fünfzehn Jahren dazu geführt, daß sich die Größenordnung der diesbezüglichen Risiken radikal verändert hat. Die Risiken konzentrieren sich zumeist auf die Interbanksysteme für den Großzahlungsverkehr, über die die Geschäfte im Finanzsektor abgewickelt werden. Die an diesen Systemen beteiligten Banken weisen jetzt im Laufe eines Tages höhere offene Liquiditäts- und Kreditpositionen auf als je zuvor; diese sind potentiell größer als die traditionell in der Bilanz erfaßten Positionen und werden oftmals weniger streng überwacht und gesteuert. Grundsätzlich werden hierdurch die Anfälligkeit des Systems für den Ausfall eines Teilnehmers oder technische Störungen und die Gefahr von Kettenreaktionen erhöht. Die internationalen Weiterungen des Konkurses des Bankhauses Herstatt im Jahr 1974 (mit allerdings vergleichsweise viel niedrigeren offenen Positionen), die technische Störung bei der Bank of New York 1985 und auch die schwierige Entwirrung der Drexel-Geschäfte im Jahre 1990 haben dazu beigetragen, die Aufmerksamkeit auf die Größenordnung dieser Risiken zu lenken.

– Marktrisiken

Aufgrund der raschen Entwicklung der Märkte für Wertpapiere und derivative Instrumente sowie Devisenkontrakte sind die Institute höheren Marktrisiken ausgesetzt. Schwankungen bei den Marktpreisen für Vermögenswerte haben als auslösender Faktor und Übertragungskanal für potentielle Schocks an Bedeutung gewonnen. Hierdurch werden Risikomanagementverfahren

wichtiger, die dazu dienen, die offenen Positionen – im allgemeinen durch Sicherungsgeschäfte mit derivativen Instrumenten – zu begrenzen. Es wird auch erkennbar, wie wichtig es ist, daß die Märkte auch unter erschwerten Bedingungen weiter funktionieren; es müssen weiterhin Preise genannt sowie Transaktionen ausgeführt und abgewickelt werden. Da in zunehmendem Maße marktübergreifende Positionen eröffnet werden, können Schwierigkeiten in einem Marktsegment rasch auf andere Marktsegmente übertragen werden. Der Börsenkrach von 1987 zeigt auf sehr anschauliche Weise, wie sich von Markt zu Markt sehr unterschiedliche Geschäftspraktiken für weitgehend austauschbare Instrumente destabilisierend auswirken können, da sie zu sehr unterschiedlichen Kursreaktionsgeschwindigkeiten, unkoordinierten Aussetzungen des Handels und akutem Mittelbeschaffungsdruck führen. Der Zusammenbruch eines großen Marktmachers an Märkten für außerbörslich gehandelte derivative Instrumente beispielsweise könnte weitreichende Folgen haben.

Die Übertragung von Störungen an den Finanzmärkten erfolgte schon immer recht schnell, aber Geschwindigkeit und Reichweite haben infolge der Entwicklungen in der Informationstechnologie und der Integration der einzelnen Marktsegmente noch beträchtlich zugenommen. Ein Einlagenabzug auf breiter Front durch private Kunden stellt keinen ernststen Krisenauslöser mehr dar, was zum Teil auf die in vielen Ländern bestehenden Einlagensicherungssysteme zurückzuführen ist. Die größte Gefahr liegt darin, daß infolge von Zweifeln an der finanziellen Solidität eines Geschäftspartners Mittel im Interbankmarkt blockiert werden oder mit einem bestimmten Institut keine Geschäfte mehr abgeschlossen werden. Die Schwierigkeiten der Bank of New England, offene derivative Kontrakte im Wert von Milliarden Dollar abzuwickeln, ist hierfür ein sehr anschauliches Beispiel. Die begrenzte Zeit, die für Entscheidungen in einem möglicherweise außer Kontrolle geratenen Markt zur Verfügung steht, gepaart mit dem Umfang der betreffenden offenen Positionen, erhöht das Risiko eines allgemeinen Rückzugs aus dem Markt und verschärft das Problem für die Institute, die für die Integrität der Märkte verantwortlich sind.

Diese Überlegungen deuten darauf hin, daß der Liquiditätsbereitstellung in dem veränderten finanziellen Umfeld eine größere Bedeutung zukommt. Dies erscheint vielleicht insofern paradox, als die größere Marktfähigkeit der Aktiva eigentlich den Bedarf an externen Mitteln reduzieren sollte. Darüber hinaus werden durch die Ausgestaltung vieler derivativer Instrumente die Zahlungsströme vermindert. In der Praxis jedoch könnten die Märkte für Wertpapiere und derivative Instrumente ohne einen angemessenen Liquiditätsunterbau kaum funktionieren, denn ein Grundpfeiler jeglicher Handelstätigkeit ist, daß die Handelspartner über die notwendigen Mittel verfügen, den Ausgleich vorzunehmen, und ihrerseits darauf vertrauen, daß die jeweilige Gegenpartei hierzu ebenfalls in der Lage ist. Als Hauptquelle für rasch verfügbare Mittel bilden die Banken daher nach wie vor das Zentrum der Finanztätigkeit, und das gilt auch in den Ländern, in deren Finanzsystem die Bedeutung der Banken – gemessen am Gesamtumfang der Intermediation – abgenommen haben mag. Jegliche Zweifel hierüber dürften mit dem Börsenkrach 1987 ausgeräumt worden sein, der nämlich deutlich gezeigt hat, wie entscheidend es ist, daß den Akteuren an den Märkten für Wertpapiere und derivative Instrumente offene Kreditlinien zur

– Übertragungsgeschwindigkeit von Störungen

– Bedeutung der Liquidität

Verfügung bleiben, damit die Instabilität des gesamten Finanzsystems verhindert werden kann.

– Intransparenz der Märkte

In vielerlei Hinsicht haben die Finanzmärkte – sowohl für die Marktteilnehmer als auch für die Aufsichtsorgane – an Transparenz verloren. Natürlich ist vieles getan worden, um die Durchschaubarkeit zu verbessern. Doch die Instrumente, die Beziehungen zwischen verschiedenen Instrumenten und Märkten sowie die Organisationsstruktur der Institute sind weniger transparent geworden. Schon das genaue Verständnis der neuen Finanzinstrumente und Handelstechniken ist einer relativ begrenzten Gruppe von Fachleuten vorbehalten, während die Beziehungen zwischen verschiedenen Instrumenten und Märkten und ihre Anfälligkeit für sich wandelnde Marktbedingungen noch schwerer zu ergründen sind und nur in wenigen Einzelfällen untersucht wurden. Zwar sind die Marktteilnehmer möglicherweise in der Lage, ihre eigenen Risiken zu beurteilen, doch wird es für sie immer schwerer, das Gesamtengagement ihrer Gegenparteien und die Marktkonzentration abzuschätzen. Diese Entwicklung hat sich z.B. am Interbankmarkt gezeigt, wo in viel stärkerem Maße von außerbörslich gehandelten derivativen Instrumenten Gebrauch gemacht wird. Die wachsende Komplexität der Organisationsstrukturen, erkennbar am Entstehen nationaler und internationaler Finanzkonzerne, macht es noch schwerer, die finanzielle Lage eines Instituts und seiner Bestandteile zu beurteilen. Wie sich kürzlich bei der BCCI-Affäre erwies, hat die Globalisierung des Finanzgeschäfts im Bankgewerbe weiten Spielraum für den Aufbau undurchsichtiger Unternehmensstrukturen geschaffen. Unter solchen Bedingungen wird die Beurteilung von Risiken, vor allem Gegenparteirisiken, beträchtlich erschwert.

– Zusammensetzung der Teilnehmer

Da Markteintrittsschranken abgebaut wurden und die Märkte gewachsen sind, ist die Zusammensetzung der Marktteilnehmer in einzelnen Marktsegmenten heterogener geworden, was wiederum zur Folge hat, daß Unterschiede in bezug auf Größe, Geschäftsziel, Unternehmenskultur und aufsichtsrechtliche Auflagen an Bedeutung gewonnen haben. Diese Entwicklung, die an den großen internationalen Finanzplätzen besonders ausgeprägt ist, hat zwei miteinander zusammenhängende Probleme aufgeworfen. Zum einen hat sich dadurch die Wahrscheinlichkeit eines ungleichen Wettbewerbs zwischen verschiedenen Instituten erhöht. Zum anderen wurden informelle Aufsichtsstrukturen untergraben, während die unterschiedlichen Interessenlagen der Einführung oder Wirksamkeit einer Selbstüberwachung im Wege standen.

Die vier Herausforderungen:

Die sich wandelnden Erscheinungsformen des Systemrisikos haben die Aufsichtsbehörden mit mindestens vier Aufgaben konfrontiert. Die ersten drei dieser Aufgaben entsprechen den wichtigsten Krisenschutzmaßnahmen: aufsichtliche Regelung und Überwachung einzelner Institute, Einführung von Kontrollen und Ausgleichsmechanismen für das System, Verfahren für das Krisenmanagement. Die vierte Aufgabe betrifft eine Dimension, die für all diese Maßnahmen von entscheidender Bedeutung ist, nämlich das ausgewogene Verhältnis zwischen staatlichem Eingreifen und Marktdisziplin.

– Aufsichtliche Überwachung einzelner Institute

Durch die Bekämpfung übertriebener Risikofreudigkeit an der Quelle könnte die aufsichtliche Regelung und Überwachung einzelner Institute bereits viel für die Verhinderung von Systemstörungen tun. Dabei muß in jedem Fall eine Anzahl von Faktoren berücksichtigt werden.

Es sollte grundsätzlich die *Erfassung* zumindest derjenigen Finanzinstitute sichergestellt werden, deren Ausfall zu Turbulenzen im gesamten Finanzsystem führen könnte. Natürlich ist strittig, was dies in der Praxis bedeuten sollte; die Erfahrung der Vergangenheit zeigt immerhin, daß eine auf die „Banken“ beschränkte Erfassung möglicherweise nicht ausreicht. Dagegen besteht weitgehend Einigkeit darüber, daß trotz der im vergangenen Jahrzehnt ergriffenen umfassenden Maßnahmen zur nationalen wie internationalen Ausdehnung des Erfassungsbereichs noch immer eine Reihe von Lücken im Aufsichtssystem bestehen. Die offensichtlichsste ist vielleicht die, daß es einigen Wertpapierhäusern möglich ist, bestimmte Geschäftsfelder auf nicht der Aufsicht unterliegende verbundene Institute zu verlagern.

Zum Teil im Zusammenhang mit der Erfassung steht die Frage, ob die Aufsicht über die Institute auf *konsolidierter Basis* erfolgen sollte. Was dies im einzelnen bedeutet, ist eine Frage der Interpretation, aber im Grunde geht es darum, ob man sich darauf verlassen kann, daß eine eigenständige Eigenkapitalausstattung von Unternehmenseinheiten innerhalb desselben Finanzkonzerns – möglicherweise kombiniert mit besonderen Vorkehrungen zur Begrenzung des Kapitaltransfers an andere Unternehmenseinheiten („firewalls“) – im Falle finanzieller Schwierigkeiten die Gewähr bietet, daß diese Unternehmenseinheiten vom übrigen Konzern getrennt gehalten werden. Die Erfahrungen der jüngsten Zeit, z.B. der Zusammenbruch von Drexel in den USA und British and Commonwealth in Großbritannien, deuten darauf hin, daß die Reaktionen des Marktes sowie wechselseitige Abhängigkeiten innerhalb des Konzerns eine wirksame Trennung untergraben. Der Verzicht auf Konsolidierung kann daher die Bewertung der tatsächlichen Situation von Finanzunternehmen verschleiern und dazu führen, daß die aufsichtliche Erfassung Lücken aufweist. In der Bankenaufsicht hat sich das Prinzip der Konsolidierung nach international konzertierten Aktionen Anfang der achtziger Jahre mittlerweile überall durchgesetzt. Bei der Aufsicht über das Wertpapier- und Versicherungsgeschäft hat es hingegen noch keine allgemeine Verbreitung gefunden. Es für Organisationen mit einer sehr breiten Palette unterschiedlicher Geschäftsbereiche einzuführen, bringt darüber hinaus viele konzeptionelle Schwierigkeiten mit sich.

Die Frage der *Verteilung der Aufsichtskompetenzen* und der *Koordination* zwischen verschiedenen Aufsichtsbehörden hat angesichts der Generalisierung und Internationalisierung der Institute an Bedeutung gewonnen. Die Behörden der einzelnen Länder sind nach wie vor unterschiedlicher Ansicht in bezug auf die Vor- und Nachteile einer Zentralisierung der Aufsichtskompetenzen. Hierbei kommen die geschichtlich verankerten rechtlichen Gegebenheiten, z.B. hinsichtlich der Zulässigkeit einer Verbindung von Kredit- und Investmentgeschäft, sehr stark zum Ausdruck. Konsens herrscht jedoch darüber, daß auf nationaler und auf internationaler Ebene mehr Zusammenarbeit notwendig ist bei Fragen wie der Kompetenzzuordnung im einzelnen, des Informationsaustausches und – in geringerem Maße – der Annäherung der Aufsichtsmethoden. Die Zusammenarbeit unter den Bankaufsichtsbehörden wurde in den achtziger Jahren intensiviert, wie das Basler Konkordat und später die Basler Eigenkapitalvereinbarung belegen. Seit Ende der achtziger Jahre beginnt nun die Zusammenarbeit zwischen den Bank- und Wertpapierauf-

sichtsbehörden sowie in jüngerer Zeit auch den Versicherungsaufsichtsbehörden Gestalt anzunehmen.

Was die *Aufsichtsmethodik* betrifft, so hat die Frage der angemessenen Eigenkapitalausstattung seit Mitte der achtziger Jahre eine neue Dimension bekommen. Die Basler Eigenkapitalvereinbarung wurde konzipiert, um einerseits Banken stärker gegen potentielle Verluste abzusichern, insbesondere durch eine ausgewogenere Behandlung des Kreditrisikos und die Einbeziehung von nichtbilanzwirksamen Positionen in die Eigenkapitalunterlegungspflicht, sowie andererseits, um die Wettbewerbsungleichheiten zu verringern, die aus unterschiedlichen einzelstaatlichen Regelungen entstehen. In den neunziger Jahren dürfte die Eigenkapitalvereinbarung auch auf Markt- und Zinsrisiken ausgedehnt werden, womit komplizierte verfahrenstechnische Fragen verbunden sind. Auf EG-Ebene und in einem größeren internationalen Rahmen wird ferner daran gearbeitet, zwischen Bank- und Wertpapieraufsichtsbehörden eine stärkere Angleichung der Standards zu erreichen, um den Spielraum für die Arbitrage zwischen Märkten mit verschiedenen Aufsichtssystemen zu verringern. Trotz ausgeprägter Unterschiede in den aufsichtlichen Sichtweisen (s. den 60. Jahresbericht) sind erhebliche Fortschritte zu verzeichnen, wie es die Einigung deutlich macht, die beim Treffen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht und des Technical Committee der International Organisation of Securities Commissions Anfang 1992 erzielt wurde. Es ist jedoch noch nicht absehbar, wie weit angesichts der großen Unterschiede in der Art der betreffenden Tätigkeiten eine Annäherung möglich ist.

– Kontrollen
und Ausgleichs-
mechanismen für
das System

Die Überwachung einzelner Institute muß durch eine Aufsicht auf Systemebene ergänzt werden, die die Probleme bewältigt, die sich aus den Verknüpfungen zwischen einzelnen Instituten und allgemeinen Schocks ergeben können. Üblicherweise umfaßt dieser zweite Schutzwall die Bündelung finanzieller Mittel zur Aufteilung von Verlusten oder Sicherung externer Liquiditätsunterstützung (z.B. in Gestalt von Einlagensicherungssystemen für Kleinsparer). Dazu können auch Verfahren für die Überwachung und Kontrolle der Gesamtpositionen der Teilnehmer in bestimmten Systemeinheiten gehören (wie z.B. an einigen organisierten Börsen). In den neunziger Jahren wird es unter anderem darum gehen, diese Mechanismen so zu gestalten und ihren Wirkungsbereich so auszudehnen, daß der zunehmenden Komplexität der Verknüpfungen im Finanzsektor Rechnung getragen werden kann. Vordringlich sind Verfahren für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme, insbesondere Interbanksysteme für den Großzahlungsverkehr, wo Mitte der achtziger Jahre mit der Einführung von Risikominderungsverfahren bereits gewisse Fortschritte erzielt wurden. Hierzu gehörte z.B. die Errichtung von Systemen für die Zusammenfassung von Sicherheiten oder die Aufteilung von Verlusten und die Schaffung zentraler Einrichtungen für die Überwachung und Begrenzung der offenen Abrechnungssalden. Hiermit im Zusammenhang stehen die grenzüberschreitenden Interbank-Netting-Vereinbarungen, mit deren Hilfe die Abrechnungssalden und die gegenseitigen Bonitäts- und Liquiditätsrisiken reduziert werden sollen; hier empfiehlt ein vor kurzem erschienener Bericht der Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe eine Reihe von Mindestsicherheitsanforderungen und legt die Grundsätze für

die kooperative Beobachtung und Überwachung dieser Systeme durch die Zentralbanken fest.

Falls eine Krise auftreten sollte, die durch die in das System eingebauten Sicherheitsmechanismen nicht vollständig aufgefangen werden kann, können die Aufsichtsbehörden in die Lage kommen, eingreifen zu müssen, um Ausmaß und Schwere der Krise zu begrenzen. Wie diese dritte Schutzvorkehrung in der Praxis aussieht, wird jeweils von Ursprung und Größenordnung des Schocks, den betroffenen Sektoren und anderen, landesspezifischen Faktoren abhängen. In vielen Fällen wird jedoch die Zentralbank als für die Liquidität des jeweiligen Systems letztlich verantwortliche Instanz beteiligt sein. Aufgabe der Aufsichtsbehörden ist es, ihre Interventionstechniken an das neue finanzielle Umfeld anzupassen, in dem die Ursprünge eines Schocks und damit der Liquiditätsbedarf vielleicht weiter von ihren „eigentlichen Gesprächspartnern“ (d.h. den Banken) entfernt sind, in dem die Komplexität der Markt- und Institutsverflechtungen untereinander die richtige Dosierung und Ausrichtung der erforderlichen Maßnahmen vielleicht erschweren und in dem schließlich auch viel rascher gehandelt werden muß als in der Vergangenheit. Dazu ist eine genaue Kenntnis der Marktmechanismen und Marktteilnehmer erforderlich.

Ein wichtiger Faktor bei der Gestaltung der mehrstufigen Schutzvorkehrungen ist die Ausgewogenheit zwischen der Marktdisziplin und der Kontrolle durch die Aufsichtsbehörden. Alleiniges Vertrauen auf die Marktdisziplin birgt das Risiko, daß sie möglicherweise nicht ausreicht oder sich in einer Weise auswirkt, die der Stabilität des Systems nicht zuträglich ist. Eine aktive Rolle der Aufsichtsbehörden hat dagegen für sich gesehen den Nachteil, daß sie sich unter gewissen Umständen kontraproduktiv auswirken kann, indem sie die Marktteilnehmer in falscher Sicherheit wiegt und dazu veranlaßt, mehr Risiken einzugehen – ein Problem, das oft als „moral hazard“ bezeichnet wird.

Die einzelnen Länder haben sehr unterschiedliche Kompromisse zwischen der Kontrolle durch die Aufsichtsbehörden und der Marktdisziplin gefunden; in jüngster Zeit zeichnet sich jedoch überall die Tendenz ab, der Marktdisziplin neben der amtlichen Aufsicht größeren Freiraum zu lassen. Die Suche nach dem goldenen Mittelweg stand auch im Mittelpunkt der einschlägigen Debatte in den USA, wo hinter den vorgenommenen Änderungen im Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssystem, der Straffung der Einlagensicherungssysteme und der kritischen Betrachtung der „too-big-to-fail“-Doktrin (wonach große Institute allein ihrer Größe wegen nicht zusammenbrechen „dürfen“) die Überzeugung stand, daß Anreize für ein angemessenes Marktverhalten zu lange durch ein zu großzügiges und zu billiges „Sicherungsnetz“ unterdrückt worden seien. Darüber hinaus erhält die Marktdisziplin auch durch die globale Verschärfung der Eigenkapitalanforderungen größeren Spielraum. Zwar engen die Eigenkapitalanforderungen das Portfolioverhalten in gewisser Weise ein, aber indem sie ein Polster gegen potentielle Verluste schaffen, werden durch ihre Verstärkung an den Kapitalmärkten gleichzeitig ein erhöhter Anreiz und ein Mittel geschaffen, um ein Institut zu überwachen und zu disziplinieren.

Der Marktdisziplin mehr Gewicht zukommen zu lassen ist nicht leicht. Es verlangt eine offenere Informationspolitik, und damit stellt sich die strittige Frage nach der Wahl der Rechnungslegungsverfahren und nach Art und Umfang

– Krisenmanagement

– Ausgewogenheit zwischen Marktdisziplin und staatlichem Eingreifen

der offenzulegenden Informationen. Vor allem hängt eine erfolgreiche Bekämpfung übertriebener Risikofreudigkeit davon ab, wie glaubwürdig die Entschlossenheit der Aufsichtsbehörden ist, ihre Interventionen im Falle von Störungen auf das notwendige Minimum zu begrenzen. Diese Glaubwürdigkeit ist nur zum Teil eine Frage von Gesetzen und Vorschriften; angesichts der heutzutage vorherrschenden Komplexität des Finanzsektors erfordert sie zwangsläufig einen Ermessensspielraum der Behörden. Ganz ähnlich wie bei der Stabilitätspolitik der Währungsbehörden muß auch hier die Glaubwürdigkeit durch konsequentes Handeln unter Beweis gestellt werden.

Bedeutung inter-
nen Risiko-
managements

Unabhängig von der Wirksamkeit der Schutzvorkehrungen gegen das Systemrisiko zeigt die Erfahrung der Vergangenheit jedoch, daß der Schlüssel zur Stabilität im Finanzsektor bei den Instituten selbst liegt. Um im Finanzgeschäft dauerhaften Erfolg zu haben, genügt es nicht, Risiken einzugehen, sondern es geht auch darum, für diese Risiken angemessen entschädigt zu werden und sie in ein geeignetes Risikomanagement einzubetten. Die beste Aufsicht beginnt letzten Endes im eigenen Hause.

IX. Die Tätigkeit der Bank

1. 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 deren Stellvertreter 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 die Sekretariate 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 die Bedeutung der Entwicklungen an bestimmten Anlagemärkten für die internationalen Finanzmärkte und die Rolle der internationalen Bankkredite beim Übergangsprozeß in Osteuropa. Im Laufe des Jahres untersuchte der Ausschuß ferner Entwicklungen und prüfte einige grundlegende Fragen im Bereich der internationalen Interbankbeziehungen und derivativen Märkte. Die Bank war auch weiterhin mit der Zusammenstellung, Aufbereitung und Veröffentlichung von Daten über die Entwicklung an den internationalen Finanz- und Kapitalmärkten befaßt.

Der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht beschäftigte sich im vergangenen Jahr vorrangig mit drei Projekten. Erstens überprüfte der Ausschuß im Anschluß an die BCCI-Affäre den Kooperationsrahmen für die Beaufsichtigung internationaler Banken. Wahrscheinlich werden die Notenbankgouverneure der Zehnergruppe demnächst eine Reihe von Mindestanforderungen herausgeben, die das Basler Konkordat stärken sollen. Zweitens wurde im November 1991 als Teil der ständigen Beobachtung der Fortschritte der Basler Eigenkapitalvereinbarung vom Juli 1988 ein Nachtrag betreffend die Einbeziehung der allgemeinen Wertberichtigungen in die Eigenmittel herausgegeben. Drittens wurde eine vor-

läufige Übereinkunft mit dem Technical Committee der International Organisation of Securities Commissions über die Einführung von Mindestkapitalanforderungen für die von Banken und Wertpapierhäusern eingegangenen Marktrisiken erzielt. Es ist geplant, diesbezügliche Vorschläge im Laufe von 1992 dem Bankgewerbe und dem Wertpapiersektor formell zur Konsultierung zu unterbreiten. Im Juni 1991 wurde Herr E. Gerald Corrigan, Präsident der Federal Reserve Bank of New York, zum Vorsitzenden des Basler Ausschusses ernannt, da Herr Huib J. Muller, der den Vorsitz des Ausschusses seit Oktober 1988 innegehabt hatte, verstorben war.

Der Mitte 1990 geschaffene Dienst „Osteuropäische Länder und internationale Organisationen“ intensivierte seine Tätigkeit der Koordinierung der technischen Unterstützung und Schulung, die von den Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe und Österreichs für Zentralbanken osteuropäischer Länder geleistet werden. In enger Zusammenarbeit mit dem Internationalen Währungsfonds wurde diese Koordinationstätigkeit ausgedehnt; sie umfaßt auf der Geberseite nun eine viel größere Zahl von Zentralbanken und auf der Empfängerseite auch die Zentralbanken der Republiken der ehemaligen Sowjetunion. Dieser Dienst nahm für die BIZ an IWF-Missionen in dieser Region teil. Wie es der Rolle der Bank als Forum für den Gedankenaustausch zwischen Vertretern von Zentralbanken entspricht, organisierte der Dienst Sitzungen und Seminare für Vertreter von Zentralbanken aus industrialisierten und osteuropäischen Ländern zum Zweck des Austausches von Informationen über ihre Erfahrungen auf bestimmten Gebieten.

Der Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme hielt im Juni und Dezember des vergangenen Jahres seine ordentlichen Sitzungen ab. Er beobachtete weiterhin die Entwicklungen bei inländischen und grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs-, Netting- und Abrechnungssystemen in den Ländern der Zehnergruppe. Besondere Aufmerksamkeit wurde den bestehenden und im Aufbau befindlichen Infrastrukturen gewidmet, die wichtige Schnittpunkte zwischen Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssystemen in verschiedenen Ländern bilden. Der Ausschuß erörterte ferner die Berichte, die von Arbeitsgruppen über Abwicklungsmethoden bei Wertpapiergeschäften mit Lieferung gegen Zahlung erarbeitet worden waren, sowie Maßnahmen, welche die Zentralbanken – entweder einzeln oder auf kooperativer Basis – ergreifen könnten, um die Abwicklung grenzüberschreitender und mehrere Währungen einbeziehender Transaktionen effizienter und risikoärmer zu machen.

Der Ausschuß der EDV-Fachleute beschäftigte sich erneut mit dem Telekommunikationsbereich; er untersuchte insbesondere die Netze und EDV-Systeme, die die technische Infrastruktur für die wichtigsten Zahlungsverkehrssysteme in den Ländern der Zehnergruppe bilden, und nahm überdies eine Erhebung über Verbindungen in Angriff, die die Zentralbanken mit anderen Banken und mit den Anbietern von Dienstleistungen für den elektronischen Datenaustausch unterhalten. Seine Arbeitsgruppe über Sicherheitsfragen ergänzte nicht nur die Arbeit des Ausschusses zu diesen beiden Themen um den Aspekt der Sicherheit, sondern unternahm überdies eine weitere Analyse des Phänomens der Computerviren und prüfte die Abhängigkeit der Computereinrichtungen von der technischen Umgebung, in der sie betrieben werden.

Die Expertengruppe für Fragen monetärer und ökonomischer Datenbanken widmete ihre Aufmerksamkeit weiterhin den Möglichkeiten eines Ausbaus der Dienstleistungen der BIZ-Datenbank für die Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe. Es wurden Wege geprüft, die Zeitnähe und Qualitätskontrolle der Statistiken zu verbessern, und weitere Initiativen vereinbart. Ferner wurden Fragen der Informationssicherheit untersucht, namentlich im Zusammenhang mit verbesserten Telekommunikationsverbindungen zu teilnehmenden Institutionen. Hinsichtlich des Interesses der Zentralbanken an einer Ausweitung des Erfassungsbereichs der Datenreihen auf Länder außerhalb der Zehnergruppe meldete die BIZ ermutigende Entwicklungen bei ihren bilateralen Vorkehrungen für den Datenaustausch mit Zentralbanken in diesen Ländern.

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 Arbeitsgruppen hielten die meisten ihrer Sitzungen nach wie vor am Sitz der BIZ ab, wo sich auch das ständige Sekretariat des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten befindet. Der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten ist das wichtigste Forum für die währungspolitische Zusammenarbeit in der Gemeinschaft und leistete einen bedeutenden Beitrag zur Vorbereitung des Vertrags über die Europäische Union, der von den Staats- und Regierungschefs im Dezember 1991 in Maastricht verabschiedet wurde.

In Übereinstimmung mit seinem Mandat, das durch den Beschluß des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom 12. März 1990 erweitert wurde, veröffentlichte der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten im April 1992 seinen ersten Jahresbericht über seine Tätigkeit sowie die monetäre und finanzielle Lage in der Gemeinschaft. Der Bericht, der den Zeitraum von Juli 1990 bis Dezember 1991 abdeckt, wurde dem Europäischen Parlament, dem Rat der Europäischen Gemeinschaften und dem Europäischen Rat zugestellt.

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 (EFWZ)

Die Bank nimmt nach wie vor die Aufgaben des Agenten des EFWZ wahr, eine Tätigkeit, die sie seit dem 1. Juni 1973* ausübt. Diese Funktionen stehen einerseits mit den Transaktionen im Rahmen des EWS in Zusammenhang und beziehen sich andererseits auf die finanzielle Abwicklung der zur Stützung der Zahlungsbilanzen der EG-Länder durchgeführten Anleihe- und Darlehenstransaktionen der Gemeinschaft.

Im Zeitraum vom 1. April 1991 bis 31. März 1992 beliefen sich die von EWS-Zentralbanken in den Währungen anderer EWS-Mitgliedstaaten durchgeführten und im Rahmen der sehr kurzfristigen Finanzierung über die Bücher des EFWZ laufenden Interventionen auf rund ECU 302 Mio.

* Zur Beschreibung der Struktur und der Aufgaben des Fonds s. den 54. Jahresbericht, S. 179 ff.

Das vom EFWZ über Dreimonatsswaps mit jeder EG-Zentralbank, die das Abkommen vom 13. März 1979 unterzeichnet hat, und mit dem Luxemburgischen Währungsinstitut ausgegebene ECU-Volumen sank geringfügig von ECU 46,6 Mrd. am 1. April 1991 auf ECU 46,3 Mrd. am 31. März 1992.

Was die Anleihe- und Darlehenstransaktionen der Gemeinschaft im Rahmen der Verordnung (EWG) Nr. 1969/88 des Rates betrifft, die den Mechanismus der Gemeinschaftsdarlehen zur Stützung der Zahlungsbilanzen der Mitgliedstaaten anpaßte* (Einzelheiten s. den 56., 57. und 61. Jahresbericht, S. 188, S. 196 bzw. S. 221f.), so nahm der Agent im Berichtszeitraum weiterhin von den Schuldner – Frankreich und Griechenland – die fälligen Zahlungen für Zinsen, Provisionen und Auslagen entgegen und leitete sie an die Anleihegläubiger der Gemeinschaft weiter.

Der Agent führte auch die finanziellen Transaktionen im Zusammenhang mit den folgenden Operationen betreffend die diesen beiden Ländern gewährten Gemeinschaftsdarlehen durch:

– am Zinsverfalldatum 26. Juli 1991 durch Frankreich vorzeitige Rückzahlung des Darlehens von ECU 30 000 000 1983–93 zu 11,50% p.a., das der dritten Tranche der Notes-Emission über ECU 150 000 000 1983–87/90/93 in drei Tranchen entsprach;

– an den folgenden Endverfalldaten durch Griechenland Rückzahlung der folgenden Darlehen:

am 2. Januar 1992 Darlehen über DM 30 000 000 1987–92 zu 5,54% p.a., das einem Bankkredit in gleicher Höhe entsprach;

am 29. Januar 1992 variabel verzinsliches Darlehen über ECU 100 000 000 1988–92 (zweite Tranche des Darlehens über ECU 350 000 000 1988–91/92/93 in drei Tranchen), das der zweiten Tranche der Notes-Emission zu $7\frac{3}{8}\%$ p.a. in gleicher Höhe entsprach;

am 21. Februar 1992 variabel verzinsliches Darlehen über DM 500 000 000 1986–92, das einer Notes-Emission in gleicher Höhe entsprach; und

am 25. Februar 1992 Darlehen über ECU 150 000 000 1987–92 zu $7\frac{1}{2}\%$ p.a. (erste Tranche des Darlehens über ECU 350 000 000 1987–92/94 in zwei Tranchen), das der ersten Tranche der Notes-Emission in gleicher Höhe entsprach.

Die folgende Tabelle gibt eine Übersicht über die per 31. März 1992 ausstehenden Gemeinschaftsdarlehen.

Ausstehende Gemeinschaftsdarlehen per 31. März 1992					
Schuldnerland	US-Dollar	D-Mark	Schweizer Franken	Yen	ECU
	Millionen				
Griechenland	250	836	227	25 000	1 090

b) Agent des Verrechnungs- und Abrechnungssystems für private ECU

Seit Oktober 1986 ist die Bank als Agent des für private ECU errichteten Verrechnungs- und Abrechnungssystems tätig; diese Tätigkeit ist durch sukzessive

* Diese Verordnung ersetzt mit Wirkung vom 24. Juni 1988 die Verordnung (EWG) Nr. 682/81 vom 16. März 1981, die bis dahin die rechtliche Grundlage der Tätigkeit des EFWZ im Zusammenhang mit den Anleihe- und Darlehenstransaktionen der Gemeinschaft gebildet hatte.

Vereinbarungen zwischen der ECU Banking Association (EBA) in Paris und der BIZ geregelt worden, wovon die jüngste am 27. Dezember 1990 unterzeichnet wurde und in Kraft trat.* Die Mitgliedsbanken der EBA können aufgrund der von der EBA erarbeiteten Kriterien den Status einer Clearingbank erhalten. Infolge der Fusion zwischen der Algemene Bank Nederland N.V. und der Amsterdam-Rotterdam Bank N.V. im September 1991 betrug die Zahl der Clearingbanken am 31. März 1992 vierundvierzig.

c) Treuhänder für internationale Staatsanleihen

Wie in früheren Jahren (bis 1988) berichtet, erfüllte die Bank die Aufgaben eines Treuhänders für die von der Regierung der Bundesrepublik Deutschland gemäß dem Londoner Abkommen über deutsche Auslandsschulden vom 27. Februar 1953 aufgelegten Konversions- und Fundierungsschuldverschreibungen. Diese Anleihen erreichten ihre Endfälligkeit im Falle der Deutschen Äußeren Anleihe 1924 (Dawes-Anleihe) im Oktober 1972 und im Falle der Internationalen Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe) im Juni 1980. Zur Währungssicherungsklausel für die Young-Anleihe gemäß dem Londoner Abkommen siehe Seite 177ff. des im Juni 1980 erschienen 50. Jahresberichts der Bank.

Angesichts der am 3. Oktober 1990 erfolgten deutschen Vereinigung und im Hinblick auf die mit dem Londoner Abkommen eingegangenen Verpflichtungen hat die Regierung der Bundesrepublik Deutschland ihre Absicht verkündet, die Zinsrückstände für die Zeit von 1944 bis 1952 sowohl für die Dawes- als auch für die Young-Anleihe zu begleichen. Zu diesem Zweck haben die deutschen Behörden schon begonnen, dreizehn neue Fundierungsanleihen aufzulegen. Diese neuen Anleihen werden ab 3. Oktober 1990 zu 3% p.a. verzinst, der Zins ist halbjährlich zahlbar; erster Zinstermin war der 3. April 1991. Die Anleihen erreichen ihre Endfälligkeit am 3. Oktober 2010.

Angesichts der technischen Entwicklungen, die in den letzten Jahren im Zusammenhang mit Anleihebegebungen stattgefunden haben, sind die deutschen Behörden mit der Anfrage an die Bank herangetreten, ob diese in vereinfachter Form wieder einige ihrer früheren Treuhänderaufgaben wahrnehmen könne. Die Bank hat sich grundsätzlich bereit erklärt, Aufgaben betreffend die Fundierungsanleihen 1990–2010 zu übernehmen. Die entsprechenden Verhandlungen sind jedoch noch nicht abgeschlossen.

3. Finanzhilfe für Zentralbanken

Während die BIZ in früheren Jahren des öfteren ersucht worden war, Überbrückungsfinanzierungen bereitzustellen, führte sie im Geschäftsjahr 1991/92 nur eine einzige Transaktion dieser Art durch. Es handelte sich um eine im September 1991 zugunsten der Banca Nationala a Romaniei arrangierte Fazilität im Gesamtbetrag von ECU 180 Mio., wovon ECU 145 Mio. von der BIZ und ECU 35 Mio. von der Kreditanstalt für Wiederaufbau der Bundesrepublik Deutschland bereitgestellt wurden. Der Anteil der BIZ wurde von zehn EG-Zentralbanken garantiert.

* Zur Beschreibung der Struktur und Funktionsweise des Verrechnungssystems s. den 56. Jahresbericht, S. 189f.

Mit dem Darlehen sollte die für November 1991 zugesagte erste Tranche eines EG-Kredits zugunsten der Republik Rumänien vorfinanziert werden. Aus verfahrenstechnischen Gründen stand der EG-Kredit jedoch erst Ende Januar 1992 zur Verfügung. Daher wurde in gegenseitigem Einvernehmen beschlossen, die Überbrückungsfazilität am 31. Januar 1992 auslaufen zu lassen; an diesem Tag konnte die Banca Nationala a Romaniei dank der erhaltenen Mittel das Darlehen in vollem Umfang zurückzahlen.

4. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank zum 31. März 1992 stehen, mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen, am Ende dieses Berichts. Beide sind in Goldfranken* erstellt.

Am Ende des 62. Geschäftsjahrs, dem 31. März 1992, betrug die Bilanzsumme GFr. 47 961 052 059
gegenüber einer Vorjahressumme von GFr. 45 719 139 929
Daraus ergibt sich eine Zunahme von GFr. 2 241 912 130
oder 4,9%.

Diese Zunahme (Zunahme im Vorjahr: 10,7%) war hauptsächlich auf einen Anstieg der Einlagen zurückzuführen; die Wechselkursveränderungen im Berichtsjahr waren unbedeutend, so daß ihnen nur ein kleiner Teil des Anstiegs der Bilanzsumme zuzuschreiben ist. Erwähnenswert ist, daß die meisten anderen Währungen als der US-Dollar gegenüber dem Goldfranken Wertzuwächse verzeichneten; eine Ausnahme bildet namentlich der Schweizer Franken.

BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf Geschäftsjahren			
Ende des Geschäftsjahrs am 31. März	Bilanzsumme	Veränderung gegen Vorjahr	
	Millionen Goldfranken		Prozent
1988	38 151	+ 8 207	+ 27
1989	42 234	+ 4 083	+ 11
1990	41 291	- 943	- 2
1991	45 719	+ 4 428	+ 11
1992	47 961	+ 2 242	+ 5

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; dieser – leicht rückläufige – Posten betrug am 31. März 1992 GFr. 1 246 Mio., verglichen mit GFr. 1 275 Mio. am 31. März 1991.

* 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-\$ 1,94149...) umgerechnet, alle anderen auf Währungen lautenden Bilanzposten zu den Marktkursen gegenüber dem US-Dollar.

Passiva (Mittelaufkommen)

BIZ: Struktur der Passiva in den letzten fünf Geschäftsjahren (nach Verwendung des Reingewinns aus dem Geschäftsjahr gemäß Vorschlag an die ordentliche Generalversammlung)				
Ende des Geschäftsjahrs am 31. März	Eingezahltes Kapital, Reserven	Fremdmittel	Sonstige Passiva	Bilanzsumme
Millionen Goldfranken				
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
1991	1 557	42 856	1 306	45 719
1992	1 644	44 866	1 451	47 961

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 GFr. 672 816 157

Dieser Wert ergibt sich nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 26,1 Mio. aus dem Reingewinn von 1991/92 (gemäß Artikel 51(3) der Statuten); am 31. März 1991 hatte dieser Fonds GFr. 646,7 Mio. enthalten.

3. Besonderer Dividenden-Reservefonds GFr. 42 530 055

Dieser Wert ergibt sich nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 3 Mio. aus dem Reingewinn von 1991/92; zuvor hatte er seit dem 31. März 1990 GFr. 39,5 Mio. betragen.

Die Zuführung aus dem Reingewinn erfolgt in Anwendung von Artikel 51(4) der Statuten.

4. Freier Reservefonds GFr. 603 066 872

Dieser Wert ergibt sich nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 57,9 Mio. aus dem Reingewinn des Geschäftsjahrs 1991/92; am 31. März 1991 hatte der Fonds GFr. 545,2 Mio. enthalten.

Es wird somit vorgeschlagen, insgesamt GFr. 87 Mio. aus dem Reingewinn des Geschäftsjahres 1991/92 den Reserven zuzuweisen.

Die Reserven erhöhen sich somit auf GFr. 1 348 483 397
 verglichen mit vorher GFr. 1 261,5 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 Geschäftsjahrs am 31. März		Veränderung
	1991	1992	
Millionen Goldfranken			
Einlagen von Zentralbanken	40 636	43 204	+ 2 568
Einlagen von anderen Einlegern	2 220	1 662	– 558
Zusammen	42 856	44 866	+ 2 010

Die Erhöhung der Fremdmittel ist ausschließlich einem Anstieg der Währungs- und Goldeinlagen von Zentralbanken um mehr als 6% zuzuschreiben. Hingegen ging der Gesamtbetrag der „Einlagen von anderen Einlegern“ um 25% zurück; diese Position, die im vorhergehenden Geschäftsjahr einen Anstieg von 71% verzeichnet hatte, umfaßt hauptsächlich Einlagen internationaler Organisationen.

Die „Einlagen von Zentralbanken“ bilden nun 96,3% sämtlicher Währungseinlagen (Vorjahr: 94,8%), während die „Einlagen von anderen Einlegern“ nur noch 3,7% ausmachen (Vorjahr: 5,2%).

Der Zuwachs der Währungseinlagen war in erster Linie einem mehr oder weniger stetigen Anstieg der US-Dollar-Einlagen zuzuschreiben, während die auf andere Währungen lautenden Positionen unverändert blieben oder abnahmen – die Einlagen in D-Mark und Yen sogar markant. Am 31. März 1992 betrug daher der Anteil der US-Dollar-Einlagen 53% der gesamten Währungseinlagen, verglichen mit 40% ein Jahr zuvor, jener der D-Mark 24% (Vorjahr: 30%) und jener der drittgrößten Position, ECU, 12% (Vorjahr: 10%).

Sowohl die Gold- als auch die Währungseinlagen nahmen zu, nämlich um 2,7% bzw. 4,9%. Gemessen an den gesamten Fremdmitteln ging der Anteil der Goldeinlagen geringfügig zurück, auf nur noch 10,2%, verglichen mit 10,4% ein Jahr zuvor; die Währungseinlagen machten 89,8% aus, verglichen mit vorher 89,6%.

Die Ausweitung der Fremdmittel äußerte sich in einer Zunahme der Einlagen mit einer Höchstlaufzeit von drei Monaten; die Sichteinlagen und die Einlagen mit Laufzeit von mehr als drei Monaten gingen zurück.

Zu beachten ist, daß der Gesamtbetrag der Währungseinlagen auf Sicht von einem Monat zum anderen erheblich schwanken kann; die Einlagen mit einer Laufzeit von mehr als drei Monaten hatten in den ersten Monaten des Geschäftsjahrs einen kräftigen Anstieg verzeichnet.

BIZ: Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeit)									
Laufzeit	Goldeinlagen			Währungseinlagen			Insgesamt		
	Ende des Geschäftsjahrs am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahrs am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahrs am 31. März		Veränderung
	1991	1992		1991	1992		1991	1992	
Millionen Goldfranken									
Auf Sicht	4 399	4 562	+163	2 145	1 862	- 283	6 544	6 424	- 120
Bis zu 3 Monaten	51	9	- 42	35 323	37 853	+2 530	35 374	37 862	+2 488
Mehr als 3 Monate	-	-	-	938	580	- 358	938	580	- 358
Zusammen	4 450	4 571	+121	38 406	40 295	+1 889	42 856	44 866	+2 010

Schlüsselt man die Einlagen nach Laufzeiten auf, so beliefen sich die Sichteinlagen auf 14,3%, Einlagen mit einer Laufzeit bis zu drei Monaten auf 84,4% und jene mit einer Laufzeit von mehr als drei Monaten auf 1,3% des Gesamtvolumens. Im Vorjahr hatten die entsprechenden Anteile 15,3%, 82,5% und 2,2% betragen.

a) *Goldeinlagen* GFr. 4 571 239 869

verglichen mit GFr. 4 450 Mio. im Vorjahr. Die Zunahme von GFr. 121 Mio. entspricht der Differenz zwischen dem Anstieg der Sichteinlagen und dem Rückgang der Einlagen mit einer Laufzeit bis zu drei Monaten.

b) *Währungseinlagen* GFr. 40 295 093 969

Dieser Posten betrug am 31. März 1991 GFr. 38 406 Mio. und ist somit um GFr. 1 889 Mio. oder 4,9% gestiegen. Ursächlich für den Anstieg war die Zunahme der Einlagen mit einer Laufzeit bis zu drei Monaten; die Sichteinlagen und jene über mehr als drei Monate gingen zurück.

C. Sonstige Verbindlichkeiten

Die sonstigen Verbindlichkeiten umfassen das Vorsorgesystem des Personals, den Posten „Verschiedenes“ und die am 1. Juli 1992 zahlbare Dividende.

Insgesamt beliefen sie sich auf GFr. 1 450 531 699
gegenüber GFr. 1 306 Mio. im Vorjahr.

a) *Vorsorgesystem des Personals* GFr. 158 256 993

gegenüber GFr. 150 Mio. am 31. März 1991. Dieser Posten stellt die Verpflichtung der Bank aus dem Pensionssystem des Personals dar; sein Betrag in Schweizer Franken – der Währung, auf die er lautet – erhöhte sich im abgelaufenen Geschäftsjahr.

b) *Verschiedenes* GFr. 1 259 814 546

verglichen mit GFr. 1 122 Mio. am 31. März 1991.

Der Anstieg um GFr. 138 Mio. spiegelt insbesondere Wechselkurseinflüsse bei anderen Währungen als dem US-Dollar wider.

c) Dividende, zahlbar am 1. Juli 1992

GFr. 32 460 160

Die Dividende wurde auf SFr. 200 je Aktie festgesetzt und ist somit gleich hoch wie in den letzten beiden Geschäftsjahren.

Der Betrag von GFr. 32,5 Mio., der zu diesem Zweck dem Reingewinn von 1991/92 entnommen werden soll, ist etwas niedriger als der Vorjahrsbetrag; dies ist Wechselkurseinflüssen auf den Schweizer Franken zuzuschreiben.

Der Reingewinn für das Geschäftsjahr 1991/92 beträgt vor Gewinnverwendung GFr. 119 460 160 (Vorjahr: GFr. 114 892 783). Die detaillierten Vorschläge zur Gewinnverwendung gemäß Artikel 51 der Statuten finden sich in Abschnitt 5 dieses Kapitels.

Aktiva (Mittelverwendung)

In der folgenden Tabelle sind die wichtigsten Aktiva nach Sachkategorien zusammengestellt:

BIZ: Aktiva (Sachkategorien)						
Aktiva	Ende des Geschäftsjahrs am 31. März				Veränderung	
	1991		1992			
Millionen Goldfranken						
Kassenmittel						
Gold	4 861		4 808		- 53	
Währungen	7	4 868	12	4 820	+ 5	- 48
Schatzwechsel		2 461		3 623		+1 162
Terminguthaben und Kredite						
Gold	389		460		+ 71	
Währungen	30 604	30 993	31 588	32 048	+ 984	+1 055
Staats- und andere Wertpapiere		7 384		7 458		+ 74
Verschiedenes		13		12		- 1
Zusammen						
Gold	5 250		5 268		+ 18	
Währungen	40 469	45 719	42 693	47 961	+2 224	+2 242

Der Zuwachs bei den von der Bank entgegengenommenen Einlagen spiegelte sich hauptsächlich in einer entsprechenden Ausweitung der Anlagen in Schatzwechseln und in der Form von Terminguthaben und Krediten in Währungen wider. Auch das Volumen der Terminguthaben in Gold erhöhte sich.

Es folgen nähere Einzelheiten zu jedem der in der obenstehenden Tabelle aufgeführten Posten.

a) Gold

Die Erhöhung der Goldaktiva um GFr. 18 Mio. steht jener der Goldpassiva um GFr. 121 Mio. gegenüber. In der Differenz von GFr. 103 Mio. kommt der Rückgang der Goldtermingeschäfte zum Ausdruck, auf die am Ende dieses Abschnitts noch eingegangen wird.

– Kassenmittel GFr. 4 807 721 945

verglichen mit GFr. 4 861 Mio. am 31. März 1991.

– Terminguthaben GFr. 459 895 173

verglichen mit GFr. 389 Mio. am 31. März 1991.

b) *Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken* GFr. 12 412 915

verglichen mit GFr. 7 Mio. im Vorjahr.

c) *Schatzwechsel* GFr. 3 623 143 845

Dieser Posten hatte am 31. März 1991 GFr. 2 461 Mio. betragen; sein Umfang und seine Zusammensetzung schwankten in diesem Geschäftsjahr stark, da die Geschäftstätigkeit ausgeweitet wurde.

d) *Terminguthaben und Währungskredite* GFr. 31 588 007 613

gegenüber GFr. 30 604 Mio. am 31. März 1991; dies entspricht einem Zuwachs von GFr. 984 Mio. oder 3,2%.

e) *Staats- und andere Wertpapiere* GFr. 7 457 890 914

Dieser Posten betrug am 31. März 1991 GFr. 7 384 Mio. und ist somit nur um GFr. 74 Mio. angestiegen; allerdings verzeichnete er während des Geschäftsjahrs 1991/92 beträchtliche Schwankungen.

Parallel zur Entwicklung der Einlagen waren auch die Währungsanlagen – in Form von Terminguthaben und Krediten, in Schatzwechseln und verschiedenen Wertpapieren – von einer kräftigen Expansion der Geschäfte in US-Dollar und einem deutlichen Rückgang jener in D-Mark, Yen und Pfund Sterling geprägt. Die US-Dollar- und DM-Aktiva blieben jedoch die größten Posten, gefolgt von den ECU-Aktiva, deren Volumen sich kaum veränderte.

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 Geschäftsjahrs am 31. März		Veränderung
	1991	1992	
Millionen Goldfranken			
Bis zu 3 Monaten	33 126	32 083	–1 043
Mehr als 3 Monate	5 251	7 423	+2 172
Zusammen	38 377	39 506	+1 129

Die Anlagen mit Laufzeiten bis zu drei Monaten gingen geringfügig zurück (–3,1%) und machten noch 81,2% der gesamten in der obigen Tabelle aufgeführten Anlagen aus, verglichen mit 86,3% am 31. März 1991. Hingegen verzeichneten die Transaktionen mit einer Laufzeit von mehr als drei Monaten einen

prozentual stärkeren Anstieg (+41,4%), und ihr Anteil betrug 18,8% (Vorjahr: 13,7%).

f) *Verschiedenes* GFr. 11 979 653

gegenüber GFr. 13 Mio. im Vorjahr.

Goldtermingeschäfte

Diese Geschäfte erscheinen in der Bilanz in Anmerkung 2. Sie ergaben einen negativen Saldo von GFr. 34 282 943 verglichen mit einem ebenfalls negativen Saldo von GFr. 137,7 Mio. im Vorjahr.

Das Fälligwerden eines im Vorjahr abgeschlossenen Geschäfts führte zu einer spürbaren Reduktion des Volumens der Termingeschäfte, bei denen die Bank bei Fälligkeit Gold zurückzahlen muß.

5. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1992 abgelaufene 62. Geschäftsjahr schloß mit einem Geschäftsertrag von GFr. 134 110 445 (im Vorjahr GFr. 134 066 732). Der Geschäftsertrag ergibt sich nach Abzug von GFr. 46 056 417 für Verwaltungskosten; in dem Zuwachs von 11% gegenüber dem Vorjahresbetrag von GFr. 41 614 970 zeigt sich das Sinken des Goldfrankenwertes des Schweizer Frankens; der prozentuale Anstieg in Schweizer Franken – der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank anfallen – war rund doppelt so hoch.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, GFr. 3 650 285 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten zuzuweisen sowie – mittels Zuweisung von weiteren GFr. 11 000 000 – 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. 119 460 160, verglichen mit GFr. 114 892 783 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. 119 460 160 wie folgt zu verwenden:

- GFr. 32 460 160 zur Zahlung der Dividende von SFr. 200 je Aktie;
- GFr. 26 100 000 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
- GFr. 3 000 000 zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds;
- GFr. 57 900 000 – 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 1992 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1992 im Aktienregister der Bank eingetragen sind.

Die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung sowie eine Aufstellung über die Veränderung der Reserven der Bank während des Geschäftsjahrs finden sich am Ende dieses Berichts. Der Rechnungsabschluß wurde von der Firma Price Waterhouse 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 1992 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

Herr B. Clappier trat am 27. November 1991, nach Ablauf seiner Amtszeit als Stellvertretender Vorsitzender des Verwaltungsrats, zurück. Der Verwaltungsrat wählte Lord Richardson of Duntisbourne zu seinem Nachfolger für eine Amtsdauer von drei Jahren, beginnend am 28. November 1991.

Herr K.O. Pöhl schied Ende Juli 1991 aus dem Verwaltungsrat aus, als er sein Amt als Präsident der Deutschen Bundesbank niederlegte. Sein Nachfolger in diesem Amt, Herr Prof. Dr. H. Schlesinger, wurde mit Wirkung vom 1. August 1991 ex officio Mitglied des Verwaltungsrats. Herr B. Clappier wurde im November 1991 als Mitglied des Verwaltungsrats wiederernannt, Herr Dr. M. Lusser im März 1992 wiedergewählt.

Was die Direktion der Bank anbelangt, so wurde Herr G.M. Gill mit Wirkung vom 1. Dezember 1991 zum Stellvertretenden Chef der Bankabteilung und Direktor ernannt. Herr R.T.P. Hall, Beigeordneter Generaldirektor, trat Ende Januar 1992 in den Ruhestand. Herr R. Gros folgte ihm mit Wirkung vom 1. Februar 1992 als Beigeordneter Generaldirektor nach, behielt jedoch gleichzeitig seine Position als Chef der Bankabteilung. Herr T. Pollonio, Beigeordneter Direktor, schied Ende Januar 1992 aus der Bank aus.

Schlußbemerkungen

Die hinter uns liegenden Entwicklungen haben in diesem Bericht einen breiten Raum eingenommen; schaut man aber nach vorn, so fügen sich die Probleme, denen die Wirtschaftspolitiker weltweit gegenüberstehen, zu einem Bild, das von dem früherer Jahre erheblich abweicht. Neue Fragen und Herausforderungen sind aufgetaucht, während einige über Jahre hinweg bestehende Probleme fast vollständig von der wirtschaftspolitischen Szene verschwunden sind.

Das herausragende neue Element, dessen Bedeutung sich von der unmittelbaren Zukunft bis zur mittleren und weit entfernten Sicht erstreckt, ist ohne Zweifel das Auftauchen der fünfzehn neuen Staaten, die aus der Auflösung der Sowjetunion hervorgegangen sind und nun um eine neue politische und ökonomische Ordnung ringen. Die Erben der Sowjetunion sind ihren früheren Satellitenstaaten äußerst rasch auf dem mühsamen Weg aus der Sackgasse heraus gefolgt, in die sie der Sozialismus und die zentrale Planwirtschaft geführt hatten. Mehrere Aspekte dieses Ringens um eine neue Ordnung sind in den vorangegangenen Kapiteln behandelt worden. Die Integration der ehemaligen Sowjetrepubliken in die Weltwirtschaft ist eine *Conditio sine qua non*, wenn diese Anstrengungen letztendlich Erfolg haben sollen; dieser Punkt wird im letzten Teil dieser Schlußbemerkungen noch einmal aufgegriffen. Die vielen neuen Staaten werden der Versuchung widerstehen müssen, gegenseitige Handelsbarrieren zu errichten, und sie werden neue Handelskontakte sich entwickeln lassen müssen, die auf Weltmarktpreisen und den Prinzipien eines nichtdiskriminierenden Handels basieren. Dies erfordert vor allem einen Durchbruch im Innern im Hinblick darauf, daß der Preismechanismus fest im Zentrum der Wirtschaft steht und die Finanz- und die Geldpolitik unter Kontrolle gebracht werden. Vieles von dem gilt auch für die anderen osteuropäischen Länder, die noch nicht aus dem Größten heraus sind, obwohl einige von ihnen bemerkenswerte Fortschritte gemacht haben. Die sich offenbar ausbreitende „Reformmüdigkeit“ sollte die Entschlossenheit der offiziellen Stellen zur Fortführung der nötigen Anpassungsmaßnahmen nicht schwächen dürfen.

Ein wichtiger Teil des weltwirtschaftlichen Gesamtbildes wird weiterhin von den Entwicklungsländern eingenommen. Ausgerechnet zu dem Zeitpunkt, zu dem die alte Ost-West-Spaltung ihre Bedeutung verloren hat, öffnet sich ein Graben unter den Entwicklungsländern, und zwar zwischen Ländern, die große Fortschritte machen, und solchen, die Gefahr laufen, auf der Strecke zu bleiben; vielleicht sollte man für sie alle nicht mehr dieselbe Bezeichnung benutzen. Ganz scharf ist die Trennung freilich nicht, da einige der Länder, die letztes Jahr hohe reale Wachstumsraten erzielten, ihre Fortschritte noch konsolidieren müssen. Damit der Reformschwung erhalten bleibt, bedarf es wohl auch der Ausdehnung der jüngsten Erfolge auf den Teil der Bevölkerung, hauptsächlich die

ärmsten Schichten, die in den Jahren der Stabilisierung am meisten gelitten haben. In mehr als einer Hinsicht laufen die Extreme weiter auseinander: Mit der allmählichen Verminderung der Elendsgebiete in der Welt auf der einen Seite wird es auf der anderen Seite noch dringlicher, die speziellen Hilfsstrategien für die schlimmsten Fälle auszubauen. Darüber hinaus hat die Besorgnis über die globale Umwelt der Beziehung zwischen reichen und armen Nationen eine neue Dimension hinzugefügt; auf einige dieser Aspekte wird weiter unten näher eingegangen.

Die Unsicherheit über die Wirtschaftsaussichten in der industrialisierten Welt dominiert das Bild der unmittelbar anstehenden wirtschaftspolitischen Probleme. Die größere Wahrscheinlichkeit weist in Richtung einer baldigen Auflösung dieser Unsicherheit, indem zumindest in den Ländern das Wirtschaftswachstum wieder einsetzt, die vor fast zwei Jahren zuerst in die Rezession geraten sind. Dies würde auch der Nachfrage in den Ländern Auftrieb geben, die im Konjunkturzyklus noch weiter zurück sind. Die Tatsache, daß vor einem Jahr ein ähnlicher Optimismus herrschte, der sich als unbegründet erwies, bedeutet nicht notwendigerweise, daß die gegenwärtige Zuversicht unbegründet ist, auch wenn dies eine vorsichtige Beurteilung geraten erscheinen läßt. Eine Reihe von Faktoren stützen den jetzigen Optimismus. Die Wiederbelebung der Wohnungsbauinvestitionen in Nordamerika und in Australien lassen – trotz gelegentlicher Rückschläge – vermuten, daß die Zinsrückgänge begonnen haben, die Ausgaben anzuregen. Die Schuldendienstlasten des privaten Sektors sind spürbar gefallen, insbesondere in den Vereinigten Staaten und in Großbritannien; die privaten Haushalte und die Unternehmen in den USA scheinen effektiv einigen Fortschritt bei der Rückführung der Schulden auf ein erträglicheres Niveau gemacht zu haben. Überdies sollte die niedrigere Inflation dazu beitragen, eine anhaltende Erholung der Wirtschaftsaktivität sicherzustellen.

Gleichwohl stellt sich die Frage, ob die gegenwärtige Situation der Industrieländer nicht doch noch einige Elemente birgt, die eine Rückkehr zum „Normalwachstum“ verhindern werden. Wird vor allem eine etwaige Erholung – auch wenn sie schon im Gange ist – nur schwach sein? Die Tatsache, daß diese Rezession länger als weithin erwartet anhielt, könnte ein Hinweis auf ein solches neues Element sein, obwohl man nicht vergessen sollte, daß die Rezession – außer in einer sehr kleinen Anzahl von Ländern – gemessen an früheren Erfahrungen nicht schwer war. Überschuldung und deflationäre Preisentwicklungen bei Sachvermögenswerten, die als Faktoren herausgestellt wurden, die 1991 die wirtschaftliche Erholung in einigen Ländern verzögerten, haben zweifelsohne einen schlechten Klang, weil beide in frühen und auch in neueren Erklärungen der Großen Depression an hervorragender Stelle rangieren.

Es wäre jedoch weit hergeholt, irgendwelche weiteren Parallelen zwischen den frühen dreißiger Jahren und der gegenwärtigen Situation zu ziehen. Es steht außer Frage, daß das allgemeine Verständnis der grundlegenden ökonomischen Zusammenhänge heute viel größer ist, ebenso wie es die Bereitschaft zu internationaler Zusammenarbeit ist, wenn deren Notwendigkeit von allen Beteiligten eingesehen wird. Die heutzutage viel größeren öffentlichen Haushaltsvolumina federn ohnehin die gesamtwirtschaftliche Nachfrage tendenziell ab, und die Regelungen auf dem Gebiet der Aufsicht bieten viel bessere Voraussetzun-

gen, um Krisen des Finanzsystems zu vermeiden. All dies kann mit voller Überzeugung gesagt werden, auch wenn es hinsichtlich der gesamtwirtschaftlichen Nachfragesteuerung auf vielen Gebieten Probleme gibt und auch weiterhin geben wird. Diese Schwierigkeiten sind nicht ohne Bedeutung, denn die Instrumente der makroökonomischen Politik stellen das Hauptverteidigungspotential gegen das Risiko einer Depression in den Industrieländern dar. Von vielleicht noch größerer Dringlichkeit als die Verteidigung gegen Depressionsrisiken ist jedoch, was getan werden sollte, um die strukturelle Vitalität der Industrieländer weiter zu steigern und um die Hindernisse zu überwinden, die von ausgeprägten Preiszyklen der Vermögenswerte und von Überschuldung ausgehen. Wenden wir uns aber zuerst der Frage zu, wo wir hinsichtlich der Tauglichkeit der Instrumente der gesamtwirtschaftlichen Steuerung stehen.

Zu Beginn der achtziger Jahre gingen die Vereinigten Staaten zu einer Fiskalpolitik massiver Steuersenkungen über, von denen angenommen wurde, daß sie durch Stimulierung des Wirtschaftswachstums das Steueraufkommen nicht senken, sondern tatsächlich erhöhen würden. Dies trat nicht ein; das Haushaltsdefizit schoß in die Höhe und blieb hoch; andere Länder sahen sich ebenfalls großen Budgetdefiziten gegenüber. Die zweite Hälfte der achtziger Jahre war deshalb in den meisten Industrieländern eine Periode der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen. Angesichts von Zinslasten, die – mit steigender Tendenz – bis zu 20% des laufenden Steueraufkommens absorbierten, gelangte ein Land nach dem anderen zu dem Schluß, daß radikale Schritte – entweder Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen oder beides – erforderlich waren. Der lange Wirtschaftsaufschwung half, die Defizite zu reduzieren und sie in wenigen Ländern vorübergehend sogar verschwinden zu lassen. Es wurde jedoch offensichtlich, daß selbst recht drastische Maßnahmen zur Zügelung von ausufernden Defiziten wenig bewirkten, um die (auf das Bruttosozialprodukt bezogene) Verschuldungsquote zu stabilisieren, geschweige denn sie zu senken. Aufgrund dieser Erfahrung sträubten sich die Regierungen gegen einen erneuten Anstieg der Defizite. Weit davon entfernt, die Fiskalpolitik zur Wirtschaftsankurbelung aktiv nutzen zu wollen, neigte eine Reihe von Ländern sogar dazu, das durch die Wirtschaftsverlangsamung bedingte automatische Anwachsen der Defizite auszugleichen. Nur Großbritannien und Japan haben eine etwas andere Sicht, nachdem sie zuvor auf dem Weg der Haushaltskonsolidierung weiter vorangekommen waren als die meisten Industrieländer.

Die frühere Vorstellung, daß Regierungen das Volkseinkommen leicht stabilisieren könnten, ließ die Bedeutung der Bestandseffekte außer acht, die in den meisten Ländern aus einer asymmetrischen Handhabung der Fiskalpolitik resultieren. Der politische Prozeß läuft überwiegend in einer Weise ab, daß schon die bloße Aussicht auf Überschüsse höhere Ausgaben provoziert. Unter diesen Umständen ist es aussichtslos, zu erwarten, daß der öffentliche Sektor, sobald der Bedarf für fiskalische Anregungen vorüber ist, Überschüsse produziert und damit aufgelaufene Schulden in größerem Umfang tilgt. Doch genau das wäre nötig, um bei einer aktiven Finanzpolitik für zukünftige Bedürfnisse gerüstet zu bleiben. Wenn zugelassen wird, daß die Defizite fortbestehen, verstärken sie sich selbständig über einen automatischen Anstieg der Ausgaben, und zwar um so mehr, je höher das nominale Zinsniveau liegt. Es wäre auch hilfreich, wenn

zusätzliche Ausgaben prinzipiell in öffentliche Investitionen anstatt in den öffentlichen Konsum sowie in Projekte gelenkt würden, die auf der Basis ihres auf mittlere Sicht wahrscheinlichen Ertrags ausgewählt worden sind.

Aus allen diesen Gründen kann die Fiskalpolitik nicht die Aufgabe übernehmen, mittels Feinsteuerung das Tempo der wirtschaftlichen Erholung zu bestimmen. In einer wirtschaftlichen Notlage würden diese mittel- und langfristigen Überlegungen jedoch eindeutig von kurzfristigen Erfordernissen verdrängt: Wenn sich ein solches Risiko abzeichnen würde, könnte der aktive Einsatz der Finanzpolitik die Industrieländer davor bewahren, in eine Depression zu geraten. Die Fiskalpolitik ist durchaus geeignet, den dann erforderlichen sofortigen Anstoß zu geben.

Gleichwohl ist makroökonomische Politik heute für viele Leute praktisch ein Synonym für Geldpolitik. Die Zentralbanken können in ihrer Eigenschaft als Monopolist bei der Schaffung von Zentralbankgeld die inländischen sehr kurzfristigen Geldmarktsätze mit hoher Präzision bestimmen, und sie können diese Fähigkeit nutzen, um den Entwicklungspfad oder -korridor einer anderen finanziellen Variable zu beeinflussen: ein Geldmengenaggregat, den Wechselkurs oder sogar – in sehr begrenztem Maße – einen langfristigen Zinssatz, wobei die Wahl überwiegend von Faktoren wie Landesgröße und institutionellem Rahmen oder bestehenden Verpflichtungen abhängt. Die kurzfristigen Zinssätze und die Finanzvariable, die die Zentralbank als Zielgröße gewählt hat, haben einen Einfluß auf die Realwirtschaft und die Preise. Aber es ist schon lange erkannt worden, daß solche Effekte langen und variablen Verzögerungen unterliegen. Es ist ebenfalls ein alter Diskussionspunkt, ob nicht auch hier eine grundsätzliche Asymmetrie besteht. Die Geldpolitik ist ohne Zweifel schließlich wirksam, wenn sie in restriktiver Weise angewendet wird; aber wie wirksam sie sein wird, um die Wirtschaft anzuregen, ist sehr viel mehr eine offene Frage. „Liquiditätsfallen“ und „Stoßen mit einer Leine“ sind die traditionellen Bilder, die einem in diesem Zusammenhang einfallen. Entgegengesetzte Effekte auf die Erwartungen können die erhofften direkten Wirkungen hinauszögern. Die jüngsten Erfahrungen in den Vereinigten Staaten scheinen zu bestätigen, daß man bei einer expansiv ausgerichteten Geldpolitik nicht mit schnellen und voraussagbaren Resultaten rechnen kann.

Die Erfahrungen von zwei europäischen Ländern mit überzeugenden Belegen für ihre Fähigkeit, die Inflation unter Kontrolle zu halten, nämlich Deutschland und die Schweiz, zeigen, daß sogar eine straffe Geldpolitik auf beträchtliche Schwierigkeiten stoßen kann. In Deutschland ist dies großenteils starken einigungsbedingten Nachfrageeffekten zuzuschreiben, verschärft durch Lohnkostendruck und höhere indirekte Steuern. Die schweizerischen Währungsbehörden waren gelegentlich abgeneigt, deutschen Zinserhöhungen zu folgen, so daß der Wechselkurs fiel. Der hieraus resultierende inflationäre Impuls ist durch verbreitete implizite Indexmechanismen verstärkt worden und hat den hohen Realzinsen viel von ihrer preisdämpfenden Wirkung genommen. Abgesehen von diesen beiden Fällen haben sich die Aussichten an der Inflationsfront jedoch stark verbessert. In praktisch allen Industrieländern war die Rückführung der Inflation das geldpolitische Hauptziel. Einige überlegen sogar, die Preisstabilität zum einzigen Ziel der Zentralbank zu machen. Obwohl noch kein Land die

Inflation auf null gesenkt hat, haben jetzt viele so niedrige Preissteigerungsraten, daß nahezu alle verzerrenden Wirkungen auf Entscheidungen und Einschätzungen eliminiert worden sein dürften. Dies beeinflußt wahrscheinlich die Angebotsseite ihrer Volkswirtschaften positiv, und auch wenn davon die Nachfrage nicht direkt stimuliert wird, werden die Auswirkungen von unerwarteten Rückschlägen bei der wirtschaftlichen Erholung gemildert. Die Tatsache, daß die jüngste Expansionsphase eine der längsten in der Nachkriegszeit war, könnte durchaus zum guten Teil das Resultat des verbesserten inflationären Umfelds gewesen sein.

Ein dritter Bereich wirtschaftspolitischen Handelns betrifft die vielfältigen strukturellen Maßnahmen und Reformen, die in den letzten Jahren im Mittelpunkt zunehmender Aufmerksamkeit sowohl in nationalen als auch internationalen Diskussionen standen. Auf Gebieten wie den Finanzmärkten hat die unter den Ländern zunehmende gegenseitige Abhängigkeit dem Reformprozeß kräftigen Auftrieb verliehen. Die internationale Wettbewerbsfähigkeit war ebenfalls eine wichtige Überlegung bei der Durchführung von Steuerreformen sowie der Stärkung der Marktkräfte auf Gütermärkten. Ein in diesem Zusammenhang sehr positiver Aspekt ist, daß in mehreren Ländern hohe Kapazitätsauslastungen in der Industrie nicht so sehr zu inflationärem Druck geführt haben, sondern sich mehr in einer günstigeren Ertragslage und in höheren Investitionen niederschlugen. Verbesserungen der Ausbildung und das Ausmerzen von Rigiditäten haben auch das Funktionieren der Arbeitsmärkte vorangebracht, doch bleibt noch viel zu tun, bevor die Arbeitslosenquoten auf frühere Niveaus fallen können. Langsame Fortschritte charakterisieren auch die Anläufe zur Reform der Landwirtschaftspolitik, die in den OECD-Ländern Kosten von durchschnittlich fast 2% des Bruttoinlandsprodukts verursachen. Ein anderes Feld, auf dem es Raum für Verbesserungen gibt, sind Investitionen in die Infrastruktur, die in mehreren Ländern unter schlecht gewählten Kürzungen der öffentlichen Ausgaben gelitten hat. Die Privatisierungspolitik, die jetzt in vielen Ländern verfolgt wird, könnte mittelfristig helfen, Infrastrukturinvestitionen zu stärken.

Es bleibt die Frage, ob es gewisse spezielle Einflüsse gibt, die eine wirtschaftliche Erholung mit hoher Wahrscheinlichkeit erheblich dämpfen könnten. Werden insbesondere die größere Volatilität der Preise von Sachvermögenswerten und die Überschuldung ein nachhaltiger Hemmschuh für die Wirtschaftsaktivität sein? Es ist bereits erwähnt worden, daß sich zumindest in den Vereinigten Staaten die Anzeichen einer Verbesserung der Verschuldungsquoten verdichten. Bank- und Industriebilanzen machen einen gesünderen Eindruck, sei es aufgrund höherer Gewinne, sei es aufgrund erhöhter Aktienemissionen. Die finanzielle Situation der privaten Haushalte zeigt eine ähnliche Tendenz. Darüber hinaus sollte man bedenken, daß die Preise für Sachvermögenswerte zu stärkeren Schwankungen neigen als die Preise für Waren und Dienstleistungen. Die Preise für reale Vermögenswerte werden in dem Maße, wie sie einen Einkommensstrom erzeugen, oder aufgrund der mit ihrer Haltung verbundenen Opportunitätskosten von Zinsschwankungen ebenso berührt wie von Änderungen in den Wiederbeschaffungskosten. In dem Maße, wie sie wegen ihrer Sachwert-eigenschaft geschätzt werden, können Schwankungen in den Inflationserwartungen diese Preiszyklen weiter verstärken. Da Fehler der makroökonomischen

Politik stärkere Schwankungen sowohl der Zinsen als auch der Inflationserwartungen nach sich ziehen können, wirft eine exzessive Volatilität der Preise realer Vermögenswerte ein ungünstiges Licht auf die Qualität und die Standfestigkeit der Wirtschaftspolitik.

Hohe Volatilität mag gleichzeitig Schwächen der mikroökonomischen Politik offenbar werden lassen, insbesondere angesichts der Überschuldung und der Bilanzprobleme in einer Reihe von Ländern. In diesem Zusammenhang ist ein wichtiger Punkt, auf welche Weise sich der Deregulierungsprozeß im Finanzbereich entfalten konnte. Im Kapitel VIII wurde hierzu eine ausführliche Darstellung und Analyse gegeben, so daß es an dieser Stelle genügt, die Aufmerksamkeit auf einige wichtige wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen zu lenken:

- Deregulierungen sollten zügig, aber in einem Tempo voranschreiten, das den Marktteilnehmern ausreichend Zeit gibt, sich auf das neue Umfeld hinsichtlich ihrer internen Kontrollen, Umstrukturierungen und anderen Anpassungen der Geschäftsstrategien, der Schulung des Personals etc. einzustellen;
- Deregulierungen in verschiedenen Segmenten der Finanzmärkte müssen gleichgewichtig erfolgen, um sicherzustellen, daß der Wettbewerb zwischen ihnen nicht stark verzerrt wird;
- die *richtige* Zeit für Deregulierungen dürfte am besten als Gegensatz zur *falschen* Zeit definiert werden; diese ist dann gegeben, wenn sich die Wirtschaft in einen kraftvollen Boom hineinbewegt oder sich in einem solchen befindet. Allerdings mag es angesichts der verhältnismäßig langen Zeit, die einige Deregulierungsmaßnahmen benötigen, nicht leicht sein, den Zeitpunkt richtig zu wählen;
- Deregulierungen sollten mit einer Stärkung der Aufsicht einhergehen, um den „Spielregeln“ Geltung zu verschaffen (wofür die Basler Eigenkapitalrichtlinien ein gutes Beispiel sind), und mit einer angemessenen makroökonomischen Politik, insbesondere einer angemessenen Geldpolitik.

Wenn diese Lektionen beachtet werden, sollte es keinen Grund für Befürchtungen geben, daß Verzerrungen im Finanzbereich die wirtschaftliche Erholung weiter ernstlich behindern.

Neben dem bislang diskutierten allgemeinen wirtschaftspolitischen Hintergrund zu der gegenwärtigen Situation der Industrieländer gibt es eine Reihe von Einzelaspekten, die es verdienen, an dieser Stelle erwähnt zu werden. Ein wichtiger Punkt ist, daß die weltumspannenden Devisenmärkte mit den Folgen der zwischen den größeren Industrieländern weit auseinanderlaufenden Geldpolitik recht gut fertig wurden, und zwar sehr viel besser, als im Lichte früherer Erfahrungen erwartet werden konnte, als vergleichsweise unbedeutende Gründe mitunter größere Wechselkursverzerrungen verursachten. Es ist wahr, daß dieses Ergebnis teilweise zufallsbedingt gewesen sein könnte, falls nämlich andere Faktoren – hauptsächlich politischer Natur – im vergangenen Jahr gerade so gewirkt haben sollten, daß ein großer Teil der Zinseinflüsse auf die Devisenmärkte aufgehoben wurde. Das könnte in Zukunft anders sein. Auf der anderen Seite konnten seit dem Louvre-Akkord im Jahr 1987 extreme Fehlentwicklungen größtenteils vermieden werden, auch wenn die wichtigsten flexiblen Wech-

selkursbeziehungen real betrachtet gewiß nicht völlig stabil waren. Ein gewisses Verdienst hieran gebührt ohne Zweifel der offiziellen Festlegung auf größere Wechselkursstabilität, die zeitweise durch deutlich sichtbare koordinierte Devisenmarktinterventionen und durch eine stabilitätsorientierte heimische Wirtschaftspolitik glaubhaft gemacht wurde.

Die Perspektiven für den EWS-Wechselkursmechanismus erlauben kontrastierende Interpretationen, in hellen oder in düsteren Farben, je nachdem, welche Chancen und Risiken hervorgehoben werden. Mit dem erfolgreichen Abschluß des Vertrags von Maastricht sowie unter der Annahme, daß er durch Ratifizierung und – in mindestens zwei Ländern – durch Referenden besiegelt wird, kann sich die auf eine De-facto-Währungsunion gerichtete Politik gewissermaßen bestätigt fühlen. Angesichts der Tatsache, daß seit 1987 praktisch keine offiziellen Wechselkursanpassungen erfolgten, kann es für technisch möglich gelten, die gegenwärtige Paritätenstruktur des EWS-Wechselkursmechanismus bis zu ihrer Festschreibung zu Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion beizubehalten. Das Vertrauen des Marktes in die Festlegung auf nominale Wechselkursstabilität hat es einigen Ländern des EWS-Wechselkursverbunds allmählich gestattet, die traditionellen Prämien gegenüber deutschen Zinsen zu reduzieren.

Um allerdings genügend Freiraum für eine deutliche Senkung ihrer kurzfristigen Zinssätze *unter* das Niveau der entsprechenden deutschen Zinsen zu erhalten, müßte die Erwartung einer Abwertung der D-Mark gegenüber den anderen Währungen an Boden gewinnen – etwas, das gerade durch die Verpflichtung zur nominalen Wechselkursstabilität im EWS-Wechselkursverbund ausgeschlossen ist, und etwas, das, wenn es sich als eine realistische Erwartung erweisen sollte, für die allgemeine Preisstabilität in Europa nichts Gutes verheiße. Somit scheinen die anderen Mitglieder des EWS-Wechselkursmechanismus ungeachtet ihrer niedrigeren Inflationsraten weitgehend an die kurzfristigen Zinssätze in Deutschland gebunden zu sein. Gleichzeitig müssen sie zugestehen, daß Deutschland, vier oder sechs Jahre vor der Wirtschafts- und Währungsunion, allen Grund – einige würden sogar sagen, die Verpflichtung – hat, den geldpolitischen Kurs zu verfolgen, der nötig ist, um ein akzeptables Maß an Preisstabilität zu sichern. Die Bewältigung eines störungsfreien Übergangs zur Währungsunion wird offensichtlich keine leichte Aufgabe sein.

Aus diesem Grunde gibt es Befürchtungen, daß die Periode bis zur Wirtschafts- und Währungsunion durch eine deflatorische Tendenz überschattet sein könnte, die noch ausgeprägter ist, als dies die Eintrittsbedingungen in bezug auf die öffentliche Haushaltsdisziplin nach weit verbreiteter Ansicht implizieren. Diese Befürchtungen sind übertrieben. Die Wirkungen von hohen Realzinsen auf die Wirtschaftsaktivität sind über lange Zeiträume hinweg erstaunlich milde gewesen. Man sollte sich deshalb davor hüten, hohe Realzinsen zu sehr mit einem schwachen Wirtschaftswachstum gleichzusetzen. In der Tat kann man den für die Währungen im EWS-Wechselkursverbund verantwortlichen Politikern zutrauen, daß sie an ihrem Ziel der Währungsunion in Europa entschieden festhalten und diese schwierige Periode durchstehen. Dies läßt den deutschen Politikern eine schwere Verantwortung auf, die Inflation und das Staatsdefizit wieder unter Kontrolle zu bringen – je früher, desto besser.

Bei den meisten gegenwärtigen Diskussionen über die wirtschaftliche Situation in den Industrieländern geht es darum, wie diese wieder auf einen „normalen“ Wachstumspfad zurückgebracht werden können. Schätzungen über das Wachstumspotential in den größeren Industrieländern liegen in einer Spanne von 2½% bis 3% und vielleicht bis zu 4% für Japan. Es wird befürchtet, daß ein anhaltendes Wachstum unterhalb des Potentialpfads nicht nur fiskalische Probleme schafft, sondern auch die Arbeitslosigkeit von ihrem im langfristigen Vergleich schon sehr hohen Niveau noch weiter hinauftreiben wird. Fast ohne gegenseitigen Bezug nimmt eine andere Diskussion an Intensität zu, die gleichfalls das zukünftige Niveau industrieller Aktivitäten betrifft. Vor zwanzig Jahren hatte der Club of Rome die Frage aufgeworfen, ob nicht die Grenzen des Wachstums weltweit erreicht worden seien, und der erste Ölpreisschock von 1973 belegte eindrucksvoll, daß dies eine ernstzunehmende Frage war. Es wurde jedoch bald aufgezeigt, daß die vorgelegte Analyse der ausreichenden ökonomischen Grundlage entbehrte, da sie Preis- und Marktreaktionen nicht berücksichtigte. Die verfügbaren Rohstoffe würden nicht einfach zu unveränderten Preisen und mit einem unveränderten Verbrauchsniveau aufgebraucht werden; die zunehmende Knappheit würde vielmehr die Preise steigen lassen, den Konsum senken und Substitutionseffekte ins Spiel bringen. Diese Reaktionen waren im Anschluß an den ersten Ölpreisanstieg klar erkennbar, sie schwächten sich jedoch allmählich ab, als sich die Knappheit entspannte und die Anpassung an die neuen Preisniveaus vollzogen war.

Was auch immer die Verdienste der gegensätzlichen Positionen in der früheren Debatte waren, zwanzig Jahre später sind hiervon deutlich verschiedene Fragen bezüglich der Umwelt aufgetaucht, die gleichfalls für die Wachstumsaussichten von Bedeutung sind. Mehr und mehr Leute sind von der dringenden Notwendigkeit von Maßnahmen zum Schutz der lebenserhaltenden Eigenschaften der Erdatmosphäre überzeugt. Solche Maßnahmen könnten den Einsatz von Ressourcen zum Schutz der Natur in einem Umfang implizieren, der indirekt das Wachstum einschränkt, weil Mittel absorbiert werden, die sonst für „produktive“ Investitionen bestimmt gewesen wären. Andererseits gibt es immer noch jene Stimmen, die argumentieren, daß der Umweltschutz nicht durch weniger, sondern nur durch mehr Wachstum erreicht werden kann, weil nur so die nötigen Mittel zu beschaffen seien. Tatsächlich sind die Volkswirtschaften, die beim Wirtschaftswachstum am erfolgreichsten sind, gleichzeitig diejenigen, die in der Lage sind, die größten Anstrengungen beim Umweltschutz zu unternehmen. Aber kaum einer würde noch behaupten, daß es ausreichend ist, allein auf Wachstum zu setzen und dem auch die Sorge um die Belange der Umwelt zu überlassen.

Spezielle Maßnahmen sind eindeutig notwendig. Diese brauchen nicht die Gestalt von direkten und detaillierten Regulierungen anzunehmen. In vielen Fällen können Ziele des Umweltschutzes am effizientesten durch die Anwendung des Preismechanismus erreicht werden. Dies ist ein Gebiet, auf dem Fortschritte von einer weltweiten Kooperation abhängen, und zwar nicht nur deshalb, weil die meisten Aspekte Teile von globalen Problemen und die erforderlichen Investitionen riesig sind, sondern auch wegen der Sorgen über die Einheitlichkeit der „Spielregeln“. Wettbewerbsverzerrungen aufgrund einer zwischen den Ländern

unterschiedlichen Laxheit beim Umweltschutz würden die Bereitschaft zum Handeln tendenziell schwächen. Solche Sorgen spielen unter den Industrieländern eine Rolle, aber sie sind viel wichtiger in der Beziehung zwischen Nord und Süd. Die Entwicklungsländer wünschen für sich das, was die Industrieländer bereits haben. Argumente, die darauf hinauslaufen, ihnen weitere Fortschritte in dieser Richtung zu verweigern und das Bevölkerungswachstum zu beschränken, werden von einigen Entwicklungsländern als Heuchelei und als ein Versuch aufgefaßt, mit dem der Norden seine glückliche Position gegenüber den „Habenichtsen“ zu verteidigen sucht.

Das ganze Thema ist von äußerster Komplexität und schließt Fragen ein, die – um nur die am meisten diskutierten zu nennen – vom Bevölkerungswachstum und von Beschränkungen bei der Verfügbarkeit von Energie über Technologierisiken bis zur Umweltverschmutzung als Begleiterscheinung von Produktion und Konsum reichen. In einigen Fällen stehen die Methoden für den Umgang mit speziellen Problemen auf technischer Ebene bereits zur Verfügung; in anderen Fällen könnten sie verfügbar werden, wenn hierfür ausreichend Ressourcen bereitgestellt würden; allerdings dürfte die Zeit, die erforderlich ist, um Lösungen zu finden, lang sein. Darüber hinaus dürfte die Welt insgesamt nicht reich genug sein, um sie sich alle leisten zu können. Dies führt zu einem grundsätzlichen Dilemma: Die gegenwärtige Weltbevölkerung durch den Einsatz von Produktionsmethoden zu ernähren, die die Umwelt nicht zu sehr belasten, dürfte schwer genug sein; die Aussichten auf ein beispielloses Bevölkerungswachstum Jahr für Jahr machen das Ganze zu einem beängstigenden Rennen gegen die Zeit.

Um zu den näherliegenden Fragen der Wirtschaftspolitik zurückzukommen, die die Industrie- und Entwicklungsländer ebenso betreffen wie die Länder, die sich in dem Prozeß des Übergangs zu Marktwirtschaften befinden, wird in diesen Schlußbemerkungen als letzter Punkt die Zukunft des Welthandelssystems behandelt. Die Unsicherheit über die wirtschaftliche Entwicklung in den Industrieländern fördert protektionistische Bestrebungen und begünstigt Schritte hin zu einem „administrierten“ Handel. Es wäre jedoch tragisch, wenn die Hinwendung zu freien Märkten in den früheren Zentralverwaltungswirtschaften und die Übernahme einer mehr marktorientierten Politik seitens der Entwicklungsländer durch die Errichtung zusätzlicher Handelsbarrieren in den Industrieländern erheblich erschwert würden. Ohnehin gehören die Waren, die viele Entwicklungsländer leicht exportieren können, wie landwirtschaftliche Produkte, Textilien und Bekleidung, zu denen, die die Industrieländer am meisten schützen. Darüber hinaus birgt die wachsende Bedeutung von Handelsblöcken Gefahren: Sofern diese nicht von einer deutlichen Senkung der Handelsbarrieren gegenüber Drittländern begleitet werden, lenken sie den Handel eher um, als daß sie neuen schaffen. Unglücklicherweise gibt es wenig Anzeichen für irgendwelche Senkungen von äußeren Barrieren. Aufgrund der Beibehaltung des Artikels 115 des Vertrags von Rom in der Vereinbarung von Maastricht sind die einzelnen EG-Mitgliedsländer immer noch berechtigt, mit Zustimmung der Kommission einseitig protektionistische Ad-hoc-Maßnahmen gegen Importe aus Drittländern zu ergreifen. Dies steht sogar im Gegensatz zu der Idee eines echten einheitlichen Marktes in der Gemeinschaft.

Die Argumente für den freien Handel sind nahezu so alt wie die Ökonomie

als ernsthaftes Fach, und auf die Welt als Ganzes bezogen, sind sie nicht zu widerlegen. Der Freihandel erzeugt eine bessere Allokation von Ressourcen und fördert so das Wachstum. Der Protektionismus zieht seine Stärke aus der Tatsache, daß er relativ kleine Gruppen begünstigt, die sich ihrer speziellen Interessen bewußt sind und diese in der politischen Arena zur Geltung zu bringen wissen. Die Kosten des Protektionismus sind über die ganze Gesellschaft verteilt, namentlich über die Verbraucher, und daher schwieriger zu erkennen. Die Sache des freien Handels befindet sich auch aufgrund der längeren Zeit, die er zur Entfaltung seines vollen Nutzens braucht, politisch im Nachteil. Je demokratischer das politische System eines Landes ist und je weniger es lobbyistischem Druck ausgesetzt ist, desto stärker wird es zu freiem Handel tendieren.

Solche Überlegungen haben eine interessante internationale Parallele. Der Freihandel trägt viel dazu bei, die Gleichbehandlung von kleinen Nationen auf internationaler Ebene zu gewährleisten. Nur die strikte Einhaltung der Prinzipien des freien Handels auf der Basis offener Märkte bietet Schutz davor, daß große Länder ihre politische Macht mißbrauchen, um auf Kosten anderer ökonomische Vorteile zu erzielen.

In einer Welt, die den Prinzipien des Freihandels nicht treu bleibt, schreckt das Risiko von protektionistischen Maßnahmen längerfristige Kapitalinvestitionen ab, weil man nicht auf den freien Zugang zu Auslandsmärkten bauen kann. Darüber hinaus gilt, daß protektionistische Maßnahmen nicht notwendigerweise die heimische Beschäftigung schützen oder die Leistungsbilanz verbessern, weil sie längerfristig tendenziell durch marktmäßige Wechselkursanpassungen kompensiert werden. Während die geschützten Industrien ihren Nutzen ziehen, werden die ungeschützten Industrien im gleichen Land – und in einem festen Wechselkurssystem auch die in den anderen Ländern – von einem weniger wettbewerbsfähigen Wechselkurs getroffen. Kurzum, während protektionistische Maßnahmen und insbesondere nichttarifäre Handelshemmnisse unter den Gesichtspunkten der Beschäftigung und der Zahlungsbilanz weitgehend unwirksam sind, erzeugen sie allgemeine Unsicherheit und verzerren die Allokationsfunktion des Preismechanismus.

Die Industrieländer tragen eine schwere Verantwortung für das Wohl der Weltwirtschaft als Ganzes. Der freie Zugang zu ihren Märkten ist der größte Einzelbeitrag, den sie für den Wohlstand der Entwicklungsländer und der Länder leisten können, die sich im Übergang zur Marktwirtschaft befinden. Wenn sie die Interessen ihrer eigenen Bürger unvoreingenommen abwägen und den längerfristigen Nutzen bedächten, würden sie auch feststellen, daß eine solche Politik nicht einmal eine tatsächliche Belastung bedeutete. Wie das Kommuniqué im Anschluß an das jüngste Treffen des IWF-Interimsausschusses im Hinblick auf die Uruguay-Runde feststellte: „Der Erfolg der Verhandlungen ist ein Muß.“

Fassen wir zusammen: Es wird immer deutlicher, daß die USA aus der Rezession herauskommen und daß die Verbesserungen bei ziemlich vielen fundamentalen Bedingungen – seien es die Schuldendienstquoten der privaten Haushalte und Unternehmen in Industrieländern, die Situation der Auslandsverschuldung von wichtigen Entwicklungsländern oder die allgemeinen Inflationsoaussichten – es anderen Ländern erlauben werden, dieser Entwicklung zu folgen. Genereller Pessimismus, daß global gesehen ein konjunktureller Absturz oder

eine Finanzkrise bevorstehe, ist deshalb unbegründet – und zwar nicht nur wegen der soeben erwähnten deutlicher werdenden Entwicklungstendenzen, sondern auch, weil wir über die geeigneten Instrumente verfügen, um solches zu verhindern. Viel weniger vorhersehbar sind jedoch das Tempo, die Gestalt und die Breite der wirtschaftlichen Erholung. Gleichzeitig ist klar, daß zum einen die Fiskalpolitik nicht in einem weltweiten Maßstab zur Verfügung stehen wird, um einen kräftigen Wachstumsanstoß zu geben, und daß es zum anderen unklug wäre, für diesen Zweck wahllos die Geldpolitik einzusetzen.

Damit verbleibt den Politikern noch immer ein beachtliches Spektrum an Handlungsmöglichkeiten. Die Währungsbehörden sollten sicherstellen, daß ihre – in früheren Fällen unter Beweis gestellte – Fähigkeit, krisenhafte Erscheinungen im Finanzbereich zu verhindern oder mit diesen zumindest fertig zu werden, Schritt hält mit der sich rasch wandelnden Landschaft von weltweit integrierten und innovativen Finanzmärkten. Die Regierungen sollten angesichts ihrer beeinträchtigten Fähigkeit, das Wirtschaftswachstum durch Nachfragesteuerung direkt zu beschleunigen, ihre Politik auf eine weitere Verbesserung der fundamentalen Bedingungen konzentrieren. Strukturpolitische Maßnahmen müssen hohe Priorität genießen, wenn die Flexibilität der Arbeits- und Gütermärkte in den Industrieländern wachsen soll. Daß die in Deutschland aufkommenden inflationären Tendenzen – durch Rückbesinnung auf die besten deutschen Traditionen – wieder unter Kontrolle gebracht werden, ist nicht nur für Deutschland und die anderen Teile Europas von größter Bedeutung, sondern auch für die Weltwirtschaft. Die Verfolgung einer Stabilisierungspolitik in den erfolgreichen lateinamerikanischen und osteuropäischen Ländern sowie die Einführung einer solchen Politik in den ehemaligen Sowjetrepubliken und anderswo sind für diese Länder eine Vorbedingung für ihren eigenen Fortschritt. Die wichtigste Aufgabe ist schließlich, das freie multilaterale Handelssystem durch Integration der Entwicklungsländer und der ehemaligen sozialistischen Volkswirtschaften zu bewahren und weiter zu stärken. Ohne ein solches System können die großen Chancen nicht genutzt werden, die sich durch den radikalen politischen Wandel der letzten Jahre eröffnet haben. Vielleicht ist es keine Utopie, wenn man der Hoffnung Ausdruck verleiht, daß mit dem immer deutlicher werdenden Konsens über die beste Art, Wirtschaftspolitik zu betreiben, irgendwann in allen Ländern, nicht zuletzt in Erkenntnis des wohlverstandenen eigenen Interesses, der Sinn für internationale Solidarität gestärkt wird.

Basel, 27. Mai 1992

ALEXANDRE LAMFALUSSY
Generaldirektor

Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung

vom 31. März 1992

Bilanz vom 31. März 1992

(in Goldfranken – siehe Anmerkung 1)

Aktiva		
Gold		4 807 721 945
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken		12 412 915
Schatzwechsel		3 623 143 845
Terminguthaben und Kredite		
Gold		
bis zu 3 Monaten	222 004 872	
von mehr als 3 Monaten	237 890 301	
Währungen		
bis zu 3 Monaten	27 231 812 094	
von mehr als 3 Monaten	<u>4 356 195 519</u>	
		32 047 902 786
Staats- und andere Wertpapiere		
bis zu 3 Monaten	4 629 091 936	
von mehr als 3 Monaten	<u>2 828 798 978</u>	
		7 457 890 914
Verschiedenes		11 979 653
Land, Gebäude und Geschäftsausstattung		<u>1</u>
		<u>47 961 052 059</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 1992: 34 282 943 Goldfranken.

	Vor	Nach Verwendung des Reingewinns
Passiva		
Stammkapital		
Genehmigt: 600 000 Aktien je 2 500 Goldfranken	1 500 000 000	
Begeben: 473 125 Aktien	1 182 812 500	
mit 25%iger Einzahlung	295 703 125	295 703 125
Reserven		
Gesetzlicher Reservefonds	30 070 313	30 070 313
Allgemeiner Reservefonds	646 716 157	672 816 157
Besonderer Dividenden-Reservefonds	39 530 055	42 530 055
Freier Reservefonds	545 166 872	603 066 872
	1 261 483 397	1 348 483 397
Einlagen (Gold)		
Zentralbanken		
auf Sicht	4 562 668 734	
bis zu 3 Monaten	8 570 736	
Andere Einleger		
auf Sicht	399	
	4 571 239 869	4 571 239 869
Einlagen (Währungen)		
Zentralbanken		
auf Sicht	1 823 379 546	
bis zu 3 Monaten	36 234 316 484	
von mehr als 3 Monaten	575 079 090	
Andere Einleger		
auf Sicht	39 055 050	
bis zu 3 Monaten	1 618 101 350	
von mehr als 3 Monaten	5 162 449	
	40 295 093 969	40 295 093 969
Vorsorgesystem des Personals	158 256 993	158 256 993
Verschiedenes	1 259 814 546	1 259 814 546
Gewinn- und Verlustrechnung	119 460 160	—
Dividende, zahlbar am 1. Juli 1992	—	32 460 160
	47 961 052 059	47 961 052 059

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 1992 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.

Basel, 24. April 1992

PRICE WATERHOUSE

Gewinn- und Verlustrechnung

für das am 31. März 1992 abgeschlossene Geschäftsjahr
(in Goldfranken)

Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen		180 166 862
Abzüglich: Verwaltungskosten		
Verwaltungsrat	713 310	
Direktion und Personal	28 255 767	
Geschäfts- und Bürokosten	<u>17 087 340</u>	<u>46 056 417</u>
Geschäftsertrag		134 110 445
Abzüglich: Zuweisungen an		
Rückstellung für außerordentliche		
Verwaltungskosten	3 650 285	
Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und		
die Erneuerung der Geschäftsausstattung	<u>11 000 000</u>	<u>14 650 285</u>
Reingewinn für das am 31. März 1992		
abgeschlossene Geschäftsjahr		119 460 160
<p>Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:</p>		
Dividende: 200 Schweizer Franken auf 473 125 Aktien		<u>32 460 160</u>
		87 000 000
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds		<u>26 100 000</u>
		60 900 000
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds		<u>3 000 000</u>
		57 900 000
Zuweisung an den Freien Reservefonds		<u>57 900 000</u>
		<u> </u>

Veränderung der Reserven der Bank

während des am 31. März 1992 abgelaufenen Geschäftsjahres
(in Goldfranken)

I. Zusammensetzung der Reserven nach Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1991–92

	Gesetzlicher Reservefonds	Allgemeiner Reservefonds	Besonderer Dividenden- Reservefonds	Freier Reservefonds
Stand am 1. April 1991 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 1990–91	30 070 313	646 716 157	39 530 055	545 166 872
Zuzüglich: Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1991–92	—	26 100 000	3 000 000	57 900 000
Stand am 31. März 1992 laut Bilanz	30 070 313	672 816 157	42 530 055	603 066 872

II. Dem eingezahlten Kapital und den Reservefonds per 31. März 1992 (nach Gewinnverwendung) standen gegenüber:

	Eingezahltes Kapital	Reserven	Zusammen
Nettoaktiva in			
Gold	295 703 125	366 391 184	662 094 309
Währungen	—	982 092 213	982 092 213
	295 703 125	1 348 483 397	1 644 186 522

Verwaltungsrat

Bengt Dennis, Stockholm
Vorsitzender des Verwaltungsrats,
Präsident der Bank

The Rt. Hon. Lord Richardson of Duntisbourne, London
Stellvertretender Vorsitzender

Dr. Carlo Azeglio Ciampi, Rom
Bernard Clappier, Paris
Dr. Lamberto Dini, Rom
Dr. W.F. Duisenberg, Amsterdam
Prof. Dr. Leonhard Gleske, Frankfurt a.M.
Jacques de Larosière, Paris
The Rt. Hon. Robert Leigh-Pemberton, London
Dr. Markus Lusser, Zürich
Prof. Dr. Helmut Schlesinger, Frankfurt a.M.
Alfons Verplaetse, Brüssel
Philippe Wilmès, Brüssel

Stellvertreter

A.D. Crockett, London, oder
M.D.K.W. Foot, 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 Rémi Gros	Generaldirektor Beigeordneter Generaldirektor, Chef der Bankabteilung
Dr. Giampietro Morelli	Generalsekretär, Abteilungschef
Dr. Horst Bockelmann	Volkswirtschaftlicher Berater, Chef der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
G.M. Gill	Stellvertretender Chef der Bankabteilung, Direktor
Marten de Boer	Direktor, Operationelle Sicherheit, Buchhaltung und Finanzkontrolle
Jean Vallet André Bascoul	Stellvertretender Generalsekretär Stellvertretender Direktor, Generalsekretariat
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
Jean-Claude Dagassan	Beigeordneter Direktor, EFWZ-Agent
P.C. Bridge	Beigeordneter Direktor, Bankabteilung
Jean-Marc Andreoli	Beigeordneter Direktor, Generalsekretariat
Yukio Iura	Beigeordneter Direktor, Bankabteilung
Alexander Radzyner	Beigeordneter Direktor, Generalsekretariat
Claude Sivy	Beigeordneter Direktor, Controller Operationelle Sicherheit
Günter Pleines	Beigeordneter Direktor, Bankabteilung
Robert von Werra	Beigeordneter Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Dr. Gunter D. Baer	Generalsekretär des Ausschusses der Präsidenten der Zentralbanken der Mitgliedstaaten der EWG

