

---

BANK FÜR INTERNATIONALEN  
ZAHLUNGSAusGLEICH

---

64. JAHRESBERICHT

1. APRIL 1993–31. MÄRZ 1994

BASEL, 13. JUNI 1994

---

# Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

## 64. Jahresbericht

1. April 1993–31. März 1994

Basel, 13. Juni 1994

# Inhaltsverzeichnis

	Seite
Einleitung .....	1
I. Große Unterschiede in der Weltwirtschaft .....	3
II. Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern .....	9
Schwerpunkte .....	9
Hauptmerkmale der jüngsten Entwicklungen .....	10
<i>Nicht synchroner Konjunkturverlauf</i> .....	10
<i>Relative Positionen im Konjunkturzyklus und Wechselkurseffekte</i> .....	13
<i>Weitere Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung</i> .....	14
Das Problem hoher und anhaltender Arbeitslosigkeit .....	17
<i>Unterschiede in Höhe und Beeinflußbarkeit der Arbeitslosigkeit in     verschiedenen Ländern</i> .....	18
<i>Mögliche Ursachen der hohen und hartnäckigen Arbeitslosigkeit</i> .....	20
<i>Schlußfolgerungen</i> .....	28
Staatsverschuldung und haushaltspolitische Zwänge .....	30
<i>Jüngste Entwicklung der Staatsverschuldung</i> .....	30
<i>Steigende Sozialversicherungsleistungen und Verschlechterung     der Altersstruktur der Bevölkerung</i> .....	33
<i>Haushaltspolitik im laufenden Konjunkturzyklus</i> .....	35
III. Entwicklungsländer und Osteuropa .....	40
Schwerpunkte .....	40
Jüngste Entwicklungen und Wirtschaftspolitik in den Entwicklungsländern .....	41
Wachstumspolitik in Südostasien .....	42
<i>Bestimmungsfaktoren des Wachstums und Wirtschaftspolitik</i> .....	43
<i>Dynamische Aspekte des Wachstumsprozesses</i> .....	45
Gesamtwirtschaftliche Stabilisierung und Strukturreformen in Lateinamerika .....	46
<i>Art der Reformmaßnahmen und unmittelbare Konsequenzen</i> .....	48
<i>Die Wahl des nominalen Ankers</i> .....	52
<i>Probleme nach erfolgter Stabilisierung und weiterer Reformbedarf</i> .....	52
Asiatische Volkswirtschaften im Übergang .....	54
<i>Wirtschaftliche Entwicklung und Reformen in China</i> .....	54
<i>Wirtschaftliche Entwicklung und Reformen in anderen asiatischen Ländern</i> .....	60
Osteuropa und die Gemeinschaft Unabhängiger Staaten .....	62
<i>Entwicklungen und Maßnahmen in Osteuropa</i> .....	62
<i>Entwicklungen und Maßnahmen in der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten</i> .....	66
<i>Wachstumsbeschränkungen in Osteuropa</i> .....	70

	Seite
IV. Internationaler Handel .....	76
Schwerpunkte .....	76
Welthandel .....	77
Entwicklungen .....	77
Verschiebungen bei Handel und Produktion von Industrieerzeugnissen weltweit .....	79
Handelspolitik .....	81
Leistungsbilanzentwicklungen: Überblick .....	83
Industrieländer .....	85
Vereinigte Staaten .....	85
Japan .....	86
Westeuropa .....	88
Übrige Industrieländer .....	92
Ehemalige Staatshandelsländer .....	92
Osteuropa .....	92
Gemeinschaft Unabhängiger Staaten .....	94
China .....	96
Die jungen Industrieländer Asiens .....	98
Übrige Entwicklungsländer .....	99
Direktinvestitionen .....	101
V. Internationale Finanzmärkte .....	104
Schwerpunkte .....	104
Das internationale Bankgeschäft .....	106
Geschäft nach Finanzplätzen und Nationalität der berichtenden Banken .....	107
Entwicklung nach Währungen .....	109
Das Geschäft mit Nichtbanken im Berichtsgebiet .....	110
Das Geschäft mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets .....	111
Der Wertpapiermarkt .....	113
Der Markt für kurz- und mittelfristige Notes .....	113
Der internationale Anleihemarkt .....	115
Kategorie und Sitzland der Emittenten internationaler Wertpapiere .....	120
Der Markt für derivative Instrumente .....	122
Börsengehandelte Instrumente .....	122
Außerbörsliche Märkte .....	124
Sonstige Marktentwicklungen und Grundsatzfragen .....	126
Gold .....	129
VI. Geldpolitik .....	131
Schwerpunkte .....	131
Geldpolitik und Wirtschaftsaktivität .....	132
Indikatoren monetärer Bedingungen im Inland .....	132
Geldpolitik und monetäre Bedingungen in den größten Volkswirtschaften .....	133
Geldpolitik und monetäre Bedingungen in anderen Industrieländern .....	136
Geldpolitik und Inflation .....	138
Alternative geldpolitische Konzepte .....	138
Geldmengenziele .....	139
Wechselkursziele .....	140
Diskretionäre Nachfragesteuerung und ein Realzinsansatz .....	141
Veröffentlichte Inflationsziele und Indikatoren der Inflationserwartungen .....	142
Geldpolitik und Preise für Vermögenswerte .....	146
Transmissionswege der Geldpolitik .....	148
Cash-flow-Effekt .....	149
Struktur der Verschuldung .....	150
Geldpolitik und Zinszahlungen .....	152
Zinssätze und Wirtschaftsaktivität .....	155

	Seite
VII. Kapitalverkehr und Wechselkurse .....	157
Schwerpunkte .....	157
Kapitalverkehr: Überblick .....	158
Entwicklungsländer .....	163
<i>Erhöhte Kapitalzuflüsse</i> .....	163
<i>Wechselkurse und gesamtwirtschaftliche Effekte</i> .....	166
<i>Schlußfolgerungen für die Geldpolitik</i> .....	171
Industrieländer: Devisenmärkte 1993 und Anfang 1994 .....	173
<i>US-Dollar, Yen und D-Mark</i> .....	173
<i>Die Krise im Europäischen Wechselkursmechanismus 1993</i> .....	179
<i>Pfund Sterling, Lira und die floatenden nordischen Währungen</i> .....	185
<i>Kanadischer Dollar</i> .....	185
VIII. Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme: Entwicklungstrends und Risikomanagement .....	186
Schwerpunkte .....	186
Wandel in den Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssystemen .....	187
Art und Management der Risiken in Zahlungsverkehrssystemen .....	191
<i>Systemrisiko</i> .....	191
<i>Großbetragsüberweisungssysteme für den Interbankverkehr</i> .....	194
<i>Abwicklung von Wertpapiergeschäften</i> .....	198
<i>Abwicklung von Devisengeschäften</i> .....	200
<i>Abwicklung von Geschäften mit derivativen Instrumenten</i> .....	203
<i>Gesamtbeurteilung</i> .....	205
Banken- und Wertpapieraufsicht .....	206
IX. Die Tätigkeit der Bank .....	210
Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen .....	210
Die Bank als Agent und Treuhänder .....	213
<i>Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ)</i> – <i>Agent für das Europäische Währungsinstitut (EWI)</i> .....	213
<i>Agent des Verrechnungs- und Saldenausgleichssystems für private ECU</i> .....	214
<i>Treuhänder für internationale Staatsanleihen</i> .....	215
<i>Pfandhalter für brasilianische Anleihen</i> .....	215
Multilaterale Finanzhilfe für Zentralbanken .....	215
Die Tätigkeit der Bankabteilung .....	216
<i>Passiva (Mittelaufkommen)</i> .....	217
<i>Aktiva (Mittelverwendung)</i> .....	220
Der Reingewinn und seine Verwendung .....	222
Aktionärszentralbanken .....	223
Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion .....	223
Schlußbemerkungen .....	225
—————	
Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung .....	233
Verwaltungsrat .....	238
Direktion .....	239

Die Kapitel dieses Berichts wurden nacheinander zwischen dem 16. und 26. Mai 1994 abgeschlossen.

## Verzeichnis der Grafiken (\*) und Tabellen

	Seite
<b>Große Unterschiede in der Weltwirtschaft</b>	
Entwicklung der Produktion weltweit .....	4
<b>Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern</b>	
Reales BIP in den drei größten Industrieländern* .....	10
Private Ersparnis in ausgewählten Ländern* .....	12
Industrieländer: Reales BIP, Inlandsnachfrage und Außenbeitrag .....	13
Anstieg der Verbraucherpreise .....	14
Veränderung der Verbraucherpreise nach Bestimmungsfaktoren: Ausgewählte Perioden und Länder* .....	15
Veränderung der Verbraucher- und Großhandelspreise nach Bestimmungsfaktoren: Ausgewählte Perioden und Länder* .....	16
Arbeitslosenquoten in ausgewählten Ländern und Ländergruppen* .....	18
Beschäftigungsgrad in ausgewählten Ländern und Ländergruppen* .....	19
Arbeitskräfteangebot und Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter .....	20
Veränderung der realen Produktion und der Beschäftigung .....	21
Produktion und Beschäftigung in ausgewählten Ländern und Ländergruppen* .....	22
Inflationsrückgang und Veränderung der Arbeitslosigkeit .....	23
Lohnquoten in ausgewählten Ländern und Ländergruppen* .....	25
Langzeitarbeitslosigkeit: Ausgewählte Jahre und Länder .....	26
Nettoverschuldung, Zinsbelastung und konjunkturbereinigter Primärsaldo* .....	31
Bestimmungsfaktoren für die Gesamtverschuldung der öffentlichen Haushalte .....	32
Ausgaben der öffentlichen Haushalte in den sieben größten Ländern .....	33
Komponenten des Wachstums der Sozialversicherungsleistungen .....	34
<b>Entwicklungsländer und Osteuropa</b>	
Südostasien: Indikatoren der Wirtschaftsentwicklung .....	42
Südostasien: Strukturindikatoren .....	44
Lateinamerika: Reale Produktion und Inflation .....	47
Lateinamerika: Haushaltssalden und Bruttoinvestitionen .....	48
Lateinamerika: Leistungsbilanzsalden und reale gewogene Wechselkurse .....	49
Lateinamerika: Reale Zinssätze .....	50
Lateinamerika: Geldpolitische Indikatoren .....	51
Volkswirtschaften im Übergang: Indikatoren der wirtschaftlichen Entwicklung .....	55
Volkswirtschaften im Übergang: Struktur- und Basisindikatoren .....	56
China: Industrielle Entwicklung und Eigentumsverhältnisse .....	58
China: Entwicklung der Steuern und außerbudgetären Einnahmen .....	60
Entwicklung des realen BIP .....	63
Industrieproduktion in den baltischen Ländern* .....	64
Arbeitslosenquoten und Reallöhne* .....	66
Anstieg der Verbraucherpreise .....	67
Währungssysteme in der ehemaligen Sowjetunion .....	69
Wechselkursentwicklung* .....	70
Bruttosachvermögensbildung und ausländische Direktinvestitionen (netto)* .....	71
Staatliche Haushaltssalden .....	72
Reale Bankkredite an Wirtschaftsunternehmen .....	73
Binnenwirtschaftliche Salden und Leistungsbilanz in Polen und Ungarn* .....	74

## Internationaler Handel

Indikatoren des Welthandels* .....	77
Zusammensetzung der Weltexporte .....	79
Weltweite Verschiebungen bei Produktion und Handel von Industrieerzeugnissen* ...	80
Veränderung der realen Handelsbilanz und der Inlandsnachfrage* .....	84
Wettbewerbsfähigkeit und Exportmarktanteile* .....	85
Japan: Handelsbilanzüberschuß und Exporte .....	86
Auswirkung der Yen-Aufwertung auf den Handel mit Fertigwaren* .....	87
Verbraucherpreise in ausgewählten europäischen Ländern in einheitlicher Währung ...	89
Reale gewogene Wechselkurse in ausgewählten Ländern Europas* .....	90
Leistungsbilanzsalden der Industrieländer und der jungen Industrieländer Asiens ...	91
Handel Osteuropas .....	93
Wechselkurse in China* .....	97
Leistungsbilanzsalden der Entwicklungsländer .....	100
Weltweite Direktinvestitionen .....	102

## Internationale Finanzmärkte

Nettofinanzierung an den internationalen Märkten (Schätzung) .....	105
Hauptmerkmale des internationalen Bankgeschäfts .....	106
Auslandsgeschäft der Banken an einzelnen Finanzplätzen .....	107
Internationale Forderungen nach Nationalität der berichtenden Banken .....	108
Gliederung der Auslandsforderungen der Banken nach Währungen .....	109
Geschäft der Banken mit Nichtbanken in den Ländern der Zehnergruppe .....	110
Geschäft der Banken mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets .....	112
Emissionstätigkeit an den inländischen und internationalen Märkten für kurz- und mittelfristige Notes .....	114
Der internationale Anleihemarkt* .....	115
Art und Währungsstruktur internationaler Anleiheemissionen .....	116
Emissionstätigkeit an den inländischen und internationalen Anleihemärkten .....	118
Lang- und kurzfristige internationale Zinssätze* .....	119
Emissionstätigkeit an den inländischen und internationalen Wertpapiermärkten .....	121
Märkte für ausgewählte derivative Instrumente .....	123
An organisierten Börsen gehandelte derivative Finanzinstrumente .....	124
Märkte für ausgewählte außerbörslich gehandelte derivative Instrumente .....	125
Herkunft des Goldes (Schätzung) .....	130

## Geldpolitik

Indikatoren monetärer Bedingungen* .....	134
Kurz- und langfristige Zinssätze in Europa* .....	136
Reale Zinssätze und reale Wechselkurse .....	137
Veröffentlichte Zielvorgaben für monetäre Aggregate .....	140
Veröffentlichte Inflationsziele .....	143
Inflationsergebnisse, -prognosen und -ziele* .....	144
Implizite einjährige Zinsterminsätze* .....	145
Nominale und inflationsbereinigte Immobilienpreise .....	147
Nominale und inflationsbereinigte Aktienkurse .....	148
Struktur der Verschuldung des nichtfinanziellen privaten Sektors Ende 1992 .....	151
Zinssätze und Bruttozinszahlungen in Relation zum nominalen BIP* .....	153
Reaktion der Bruttozinszahlungen auf Zinssatzänderungen nach Sektoren* .....	154
Reaktion von Bruttozinszahlungen und BIP auf Zinssatzänderungen* .....	155

## Kapitalverkehr und Wechselkurse

Bestände institutioneller Anleger an ausländischen Wertpapieren .....	160
Weltweite Nettokapitalbewegungen .....	161
Weltweite Ersparnis* .....	162
Renditen inländischer Bankeinlagen auf Dollarbasis* .....	164
Portfoliokapitalverkehr .....	165
Nominale und reale gewogene Wechselkurse in ausgewählten Ländern Lateinamerikas und Asiens .....	168
Absorption der Nettokapitalzuflüsse, reale Wechselkurse und Entwicklung der Geldmengen und Kreditaggregate* .....	169
Bruttoinlandsinvestitionen und ausländische Direktinvestitionen in ausgewählten Entwicklungsländern* .....	170
US-Dollar: Wechselkurse gegenüber ausgewählten Währungen und nominaler Außenwert* .....	174
Offizielle Währungsreserven .....	175
Zahlungsbilanzen der USA und Japans .....	176
D-Mark: Bilaterale Wechselkurse und nominaler Außenwert* .....	177
Zahlungsbilanz Deutschlands .....	178
Reale gewogene Wechselkurse* .....	179
Position der Währungen im EWS-Wechselkursmechanismus* .....	181
Bilaterale Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber der D-Mark* .....	184

## Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme: Entwicklungstrends und Risikomanagement

Indikatoren zur Entwicklung des Zahlungsverkehrsvolumens* .....	187
Indikatoren zur Umsatzentwicklung an den Wertpapiermärkten* .....	188
Internationale Portfoliokapitalströme und zugrundeliegende Transaktionen .....	189
Wesentliche Merkmale ausgewählter Interbank-Großbetragsüberweisungssysteme ...	190
Verringerung der Zahlungsströme durch Nettingverfahren in ausgewählten Interbanküberweisungssystemen .....	194
Multilaterale Nettoschuldnerpositionen in CHIPS und Überziehungen in Fedwire* ...	195
Maßnahmen zur Risikokontrolle in ausgewählten Interbank- Nettoabrechnungssystemen .....	196
Wiederbeschaffungsrisiko für unterschiedliche Zeitabstände zwischen Abschluß und Abwicklung* .....	198
Geschäftszeiten ausgewählter Interbank-Großbetragsüberweisungssysteme* .....	201
Wesentliche Merkmale ausgewählter internationaler Netting-Systeme .....	203

## Die Tätigkeit der Bank

Ausstehende Gemeinschaftsdarlehen per 31. März 1994 .....	214
Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf Geschäftsjahren .....	216
Struktur der Passiva in den letzten fünf Geschäftsjahren .....	217
Fremdmittel (Herkunft) .....	218
Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeit) .....	218
Aktiva (Sachkategorien) .....	220
„Terminguthaben und Kredite“ sowie „Staats- und andere Wertpapiere“ nach Restlaufzeit .....	221

## 64. Jahresbericht

*an die ordentliche Generalversammlung  
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich  
am 13. Juni 1994 in Basel*

Hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 64. Geschäftsjahr (1. April 1993–31. März 1994) vorzulegen.

Nach Zuweisung von 3 274 041 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und 3 867 963 Goldfranken an die Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und Erneuerung der Geschäftsausstattung ergab sich für das Geschäftsjahr ein Reingewinn von 138 085 797 Goldfranken. Im Vorjahr hatte er 139 895 417 Goldfranken betragen.

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 41 085 797 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 240 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 29 100 000 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds, 3 000 000 Goldfranken dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den verbleibenden Betrag von 64 900 000 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1993/94 den Aktionären am 1. Juli 1994 gezahlt.

# I. Große Unterschiede in der Weltwirtschaft

Das Jahr 1993 war durch stark unterschiedliche Entwicklungen in den einzelnen Ländern und Regionen geprägt. Ein Blick auf die Industrieländer zeigt, daß in den USA der Aufschwung an Fahrt gewann und auch in Kanada, Großbritannien und Australien die Erholung der Wirtschaft in Gang kam, während Japan und die meisten Länder Kontinentaleuropas weiterhin in der Rezession steckten. Bei den Entwicklungsländern und den Volkswirtschaften im Übergang waren die Gegensätze eher noch krasser: Einem wiederum lebhaften Wachstum in Ost- und Südostasien stand die sich vertiefende Wirtschaftskrise in der ehemaligen Sowjetunion gegenüber.

Auch im Finanzbereich gab es beträchtliche Unterschiede. Außer in Japan hat sich die Verfassung der Finanzinstitute und des Unternehmenssektors allgemein verbessert. Am sichtbarsten war dies in den USA, wo die Banken wieder erhebliche Gewinne erwirtschafteten und sich die Situation der Wirtschaftsunternehmen deutlich festigte. Das Verhalten der Finanzmärkte war dagegen unberechenbar. Erneute Turbulenzen im EWS-Wechselkursmechanismus führten zu einer drastischen Erweiterung der Bandbreiten, aber danach kehrte an den Devisenmärkten bemerkenswerte Ruhe ein. Später kam es an den Anleihemärkten in einer Reihe von Ländern nach einer anhaltenden Phase des Kursanstiegs zu einem markanten Umschwung, was vielen Beobachtern angesichts einer Kette von scheinbar kleinen Ursachen und großen Wirkungen Rätsel aufgab. Es traten zwar keine akuten Systemrisiken zutage, doch verstärkten diese Ereignisse die Besorgnis, daß Risiken, die von Finanzmarktteilnehmern womöglich falsch eingeschätzt werden, zu beträchtlichen Verlusten führen können.

Trotz der Konjunkturbelebung in den USA blieb das Wachstum in den Industrieländern insgesamt schwach, wobei die Beschäftigung im dritten Jahr in Folge stagnierte bzw. sank. Die Arbeitslosigkeit ist zum größten sozialen Problem geworden, vor allem in Europa, wo sie in einigen Ländern auf den höchsten Stand seit den dreißiger Jahren stieg. Aber hinter dem enttäuschenden Gesamteindruck verbargen sich auch 1993 ausgeprägte konjunkturelle Divergenzen zwischen den wichtigsten Ländergruppen. In den USA beschleunigte sich das Wachstum, und auch in Großbritannien, Kanada, Australien und Neuseeland setzte die Wirtschaftserholung ein (s. die umseitige Tabelle). In allen Ländern dieser Gruppe gaben niedrige Zinssätze und reale Wechselkurse, die im Vergleich zum langjährigen Durchschnitt durchaus wettbewerbsfähig schienen, der Konjunktur Auftrieb. Dagegen erlitten die meisten Länder Kontinentaleuropas Produktionseinbußen, und es gab bis gegen Ende des Jahres kaum Anzeichen dafür, daß der konjunkturelle Wendepunkt nun erreicht sein könnte. In Schweden und

Entwicklung der Produktion weltweit <sup>1</sup>							
Ländergruppe/Region	1984–86 BIP	1983–88 Durchschnitt	1989	1990	1991	1992	1993
	in % des BIP insgesamt	Veränderung des realen BIP in Prozent					
Länder, die die Konjunktur- entwicklung anführen <sup>2</sup>	39,5	4,0	2,5	1,0	- 1,0	2,0	2,8
Übrige Industrieländer <sup>3</sup>	34,4	3,4	4,0	4,0	2,8	1,3	-0,3
Entwicklungsländer	19,7	4,1	3,9	3,6	3,3	4,6	4,3
Afrika	2,5	2,8	3,6	2,3	1,5	1,0	0,6
Naher Osten	3,9	-0,6	4,8	5,1	0,9	5,6	3,0
Asien	7,5	7,7	5,7	5,6	5,3	7,0	7,2
Lateinamerika	5,8	2,9	1,1	0,7	3,0	2,3	3,0
Osteuropa	6,4	2,6	1,6	-4,9	-14,0	-15,5	-9,1
Insgesamt	100,0	3,6	3,4	2,4	0,6	1,2	1,1
<i>Nachrichtlich:</i> <i>Insgesamt ohne Osteuropa</i>	93,6	3,7	3,5	2,9	1,6	2,2	1,7

<sup>1</sup> Die durchschnittlichen Wachstumsraten der Industrieländer wurden anhand der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1991 errechnet, diejenigen für Osteuropa (bis 1991 einschl. Ostdeutschland) auf der Basis des BIP und der Wechselkurse von 1990 und 1991. Die übrigen Durchschnitte wurden anhand der BIP-Gewichte und Wechselkurse von 1984 bis 1986 ermittelt, wobei alle Länder berücksichtigt sind, deren BIP 1985 mindestens US-\$ 100 Mio. betrug. <sup>2</sup> USA, Kanada, Großbritannien, Australien, Neuseeland. <sup>3</sup> Einschl. Israel, Türkei, Malta.

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

Finnland – das von allen Industrieländern am härtesten getroffen war – ging die Produktion bereits im dritten aufeinanderfolgenden Jahr zurück.

In den Entwicklungsländern wird die Wirtschaftsaktivität seit mehreren Jahren stärker vom Erfolg binnenwirtschaftlicher Reformbemühungen als von der konjunkturellen Situation in der Weltwirtschaft bestimmt. Das Jahr 1993 war da keine Ausnahme. Die wachsende Zahl junger Industrieländer verzeichnete abermals ein kräftiges Wirtschaftswachstum, offenbar relativ unberührt von den Entwicklungen in Europa und Japan. Neben den bekannten Beispielen in Ost- und Südostasien sind hier insbesondere China, Vietnam, Indien, Argentinien, Chile und verschiedene andere lateinamerikanische Länder zu nennen. Einige von ihnen hatten sogar mit Überhitzungserscheinungen zu kämpfen. Vergleicht man die Regionen untereinander, schnitt Asien wiederum am besten ab. Im Nahen Osten und in Afrika verlangsamte sich die Wirtschaftserholung, während sie sich in Lateinamerika offenbar leicht beschleunigte. In Osteuropa und der ehemaligen Sowjetunion gab es einen ausgeprägten Gegensatz zwischen den Wirtschaftsergebnissen derjenigen Länder, die erste Früchte der Umgestaltung ernten können, z. B. Polen, die Tschechische Republik, Ungarn und Slowenien, und den Ergebnissen weiter Teile der ehemaligen Sowjetunion, wo die Reformen zur Beseitigung der strukturellen und makroökonomischen Ungleichgewichte noch kaum begonnen haben und die Produktion weiter sinkt.

Die Schwierigkeiten der Industrieländer während der Rezession haben natürlich auf nationaler wie auch auf internationaler Ebene eine intensive wirt-

schaftspolitische Diskussion ausgelöst. Wie üblich gibt es Meinungsverschiedenheiten zwischen denen, die einer expansiven Wirtschaftspolitik das Wort reden, und denen, die in dieser Hinsicht große Vorbehalte haben. In diesem Fall besteht jedoch Übereinstimmung über die engen Grenzen, die der Wirtschaftspolitik gesetzt sind. Bei einem hohen Haushaltsdefizit und einer steigenden Verschuldung in Relation zum BIP bleibt den Regierungen nicht viel anderes übrig, als sich um eine glaubwürdige Konsolidierung der öffentlichen Finanzen zu bemühen, unabhängig von den kurzfristigen Konjunkturaussichten. Alles andere würde auf längere Sicht das Vertrauen untergraben und könnte durchaus zu einem unerwünschten Anstieg der Anleihenrenditen führen.

Auch in der Geldpolitik ist der Bewegungsspielraum sehr begrenzt. Zunächst einmal haben die Zentralbanken nur die sehr kurzfristigen Geldmarktsätze direkt unter ihrer Kontrolle. Diese Sätze stehen aber nicht unbedingt in enger Beziehung zur Entwicklung der längerfristigen Zinssätze, die in vielen Ländern für die Investitionsentscheidungen von größerer Bedeutung sind. Eine unangemessene Senkung der kurzfristigen Sätze könnte sogar einen Anstieg der langfristigen Sätze nach sich ziehen, wenn sie von den Marktteilnehmern als Zeichen für ein Nachlassen der längerfristigen Stabilitätsdisziplin betrachtet wird.

Obwohl über diese wirtschafts- und geldpolitischen Sachzwänge Einigkeit besteht und man sich allgemein auf Preisstabilität als eigentliches Ziel der Geldpolitik festgelegt hat, setzen die Zentralbanken dennoch unterschiedliche Schwerpunkte, was den Einsatz geldpolitischer Maßnahmen in einer konjunkturellen Schwächeperiode betrifft. Das zeigt sich darin, daß die Währungsbehörden in Japan und den USA bereit waren, die Zinssätze auf ein recht niedriges Niveau zu senken (und sie – im Falle der USA – auch beim Einsetzen des Aufschwungs niedrig zu halten), während die europäischen Länder zögerten, die geldpolitische Lockerung zu beschleunigen, solange die Inflation über den langfristig als akzeptabel angesehenen Werten lag oder die Wechselkurse unter Druck standen.

Hinter diesen voneinander abweichenden Vorgehensweisen stehen vermutlich weniger unterschiedliche Gewichtungen der geldpolitischen Ziele als unterschiedliche Ansichten über den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik. Die Befürworter einer relativ zügigen Lockerung der Geldpolitik im Falle einer Nachfrageschwäche glauben im allgemeinen, daß es möglich und wünschenswert ist, niedrige Zinssätze zur Stimulierung der Wirtschaftsaktivität einzusetzen, während etwaige damit verbundene Inflationsgefahren durch Überkapazitäten an den Faktor- und Gütermärkten gezügelt werden. Diejenigen, die sich für eine behutsamere Lockerung aussprechen, sind hingegen der Ansicht, daß die Geldpolitik mit einer so großen Verzögerung auf die Realwirtschaft wirkt, daß kurzfristig Produktionseffekte fraglich sind, während längerfristig die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik erheblich gefährdet werden kann.

Diese Unterschiede darf man freilich nicht überbewerten. Es dürfte kaum Meinungsverschiedenheiten darüber geben, daß die kurzfristigen Zinssätze, sofern es die Umstände zulassen, bei einer schwachen Konjunktur eher niedrig sein sollten. Es lohnt sich darum ein etwas genauerer Blick auf die Umstände, die die Zentralbanken – von Inflations Sorgen abgesehen – veranlaßt haben könnten,

die kurzfristigen Zinssätze höher zu belassen, als es angesichts der Schwäche ihrer Volkswirtschaft nahegelegen hätte.

Im europäischen Wechselkursmechanismus, wie in allen Systemen mit festen, aber anpassungsfähigen Wechselkursen, ließen die engen Bandbreiten den meisten Zentralbanken wenig Spielraum für ein unabhängiges Vorgehen bei den kurzfristigen Geldmarktsätzen. Der Beschluß vom 2. August 1993, die Schwankungsbreiten im EWS-Wechselkursmechanismus (außer der Bandbreite zwischen der D-Mark und dem holländischen Gulden) erheblich zu erweitern, hat an dieser Situation nur prinzipiell etwas geändert, denn die teilnehmenden Zentralbanken haben das Ziel, den Wechselkurs ihrer Währung nahe den Leitkursen zu halten, ganz offensichtlich nicht aufgegeben. In Kapitel VII wird auf die Gründe für diese Verhaltensweise und auf die Vorteile, die die Bandbreitenerweiterung dennoch gebracht hat, eingegangen.

Auch bei frei schwankenden Währungen können Wechselkursüberlegungen für die Festsetzung der kurzfristigen Zinssätze von Bedeutung sein. Selbst geringfügige Verschiebungen der Währungspräferenzen sind letztlich in der Lage, beträchtliche kumulative Wechselkurseffekte zu bewirken, denn anfängliche Effekte beeinflussen die Erwartungen und lösen so weitere Veränderungen aus. Diese Wechselkurseffekte wiederum sind ein wichtiger Kanal für die Entstehung und Weitergabe inflationärer Impulse. Zinsänderungen können sich erheblich auf die Wechselkurse auswirken, und zwar nicht nur durch ihren direkten Effekt auf die Renditenunterschiede bei kurzfristigen Aktiva, sondern auch deshalb, weil sie die Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich der künftigen Ausrichtung der Geldpolitik beeinflussen.

Geldmengenentwicklungen und Abweichungen von Geldmengenzielen, die für einige Zentralbanken in der Vergangenheit ein gewichtiges Argument gegen eine antizyklische Zinspolitik waren, scheinen in letzter Zeit keine sehr große Rolle für die Ausrichtung der Geldpolitik gespielt zu haben. Selbst das massive Überschießen der Zwischenzielgröße  $M_3$  in Deutschland erlangte keinen dominierenden Einfluß auf die Geldpolitik, zumal es einer ganzen Reihe von Sonderfaktoren zuzuschreiben war. Auch Befürchtungen, daß ein sehr niedriges Niveau der kurzfristigen Zinsen einen neuen Preiszyklus bei den Vermögenswerten auslösen könnte, waren für die kurzfristige Zinsgestaltung nicht von großer Bedeutung. In den USA und Großbritannien wurde der Wiederanstieg der Preise von Finanzaktiva als Beitrag zur Stärkung der Bilanzen begrüßt, während in Japan die Preise der meisten Vermögenswerte nach wie vor relativ gedrückt sind.

Bei der Festlegung der Geldmarktzinsen sollte grundsätzlich berücksichtigt werden, in welcher Weise die kurzfristigen Zinssätze mit anderen Preisen von Finanzaktiva verknüpft sind und so auch mit Entscheidungen, die die Realwirtschaft betreffen. Dieser sogenannte Transmissionsmechanismus der Geldpolitik kann sich im Laufe der Zeit durchaus wandeln und auch von Land zu Land Unterschiede aufweisen. Ungeachtet der Globalisierung der Finanzmärkte scheinen derartige Unterschiede fest in den finanziellen Strukturen der einzelnen Länder verwurzelt zu sein; sie stehen im Zusammenhang mit der relativen Bedeutung der kurzfristigen und langfristigen Zinssätze bzw. der variablen und festen Verzinsung bei Finanzgeschäften. Jedoch dürfte die erhebliche Lockerung

der Geldpolitik in Europa im letzten Jahr die Wirtschaftstätigkeit trotz solcher Unterschiede in der Finanzstruktur beträchtlich beeinflussen, denn der Rückgang der kurzfristigen Zinssätze ging im großen und ganzen mit einer vergleichbaren Abnahme im langfristigen Bereich einher. Kapitel VI beschäftigt sich ausführlicher mit diesen Zusammenhängen.

In den USA, wo der Konjunkturaufschwung am weitesten fortgeschritten ist, stellt sich die Frage, ob rechtzeitige Anhebungen der kurzfristigen Zinssätze den Aufwärtsdruck auf die langfristigen Zinssätze in Grenzen halten können, indem sie die Inflationserwartungen dämpfen. Die Maßnahmen der Federal Reserve in den ersten Monaten des Jahres 1994, bei denen man zum Teil auf einen solchen Effekt gesetzt haben mochte, schienen dies nicht zu bestätigen, jedenfalls nicht vor dem Hintergrund einer unerwartet starken Konjunktur. Sie brachten hingegen einen weiteren Faktor ins Spiel, der für die langfristigen Zinssätze von großer Bedeutung ist, nämlich den manchmal fast mechanisch wirkenden internationalen Zusammenhang zwischen den Anleihemärkten. Ebenso wie die langfristigen Zinssätze für Anlagen in verschiedenen Währungen eine Zeitlang unisono zurückgegangen waren, weitgehend unabhängig von der Höhe und der Entwicklung der kurzfristigen Geldmarktsätze in den einzelnen Ländern, tendierten sie in den ersten Monaten 1994 unter der Führung der USA in die umgekehrte Richtung. Dieser Gleichklang scheint in Zeiten unruhiger Märkte besonders ausgeprägt zu sein. Haben sich dagegen die Märkte beruhigt, kommen Unterschiede in der konjunkturellen Lage und – damit verbunden – der Geldpolitik eher auch in einer gesonderten Entwicklung der Anleihemärkte zum Ausdruck.

So wichtig geeignete wirtschaftspolitische Maßnahmen auch sind, viele der drängendsten wirtschaftlichen Probleme, mit denen die Industrieländer zu kämpfen haben, erfordern darüber hinaus entschlossene Bemühungen, strukturelle Verkrustungen zu beseitigen und die Flexibilität der Märkte zu erhöhen. Um dem wachsenden Wettbewerbsdruck standzuhalten, unternahmen die Industrieunternehmen – wie in einer Marktwirtschaft zu erwarten – alle Anstrengungen, um die Kosten zu reduzieren und Personal abzubauen. Die Industrieländer sind nun herausgefordert, bessere Bedingungen zu schaffen, damit die freigesetzten Arbeitskräfte in neuen Tätigkeitsbereichen Aufnahme finden. Dies erfordert Maßnahmen sowohl auf der Nachfrage- als auch auf der Angebotsseite des Arbeitsmarktes: Die Unternehmen müssen mehr Anreize erhalten, zusätzliche Arbeitskräfte einzustellen, und es muß dafür gesorgt werden, daß die Arbeitnehmer die notwendige Eignung mitbringen und bereit sind, den Lohn zu akzeptieren, zu dem sie Beschäftigung finden können. In Kapitel II wird untersucht, warum manche Volkswirtschaften stärker von hoher und hartnäckiger Arbeitslosigkeit betroffen sind als andere. Es gibt Anzeichen dafür, daß sich der Umgang mit diesen Problemen in den meisten dieser Länder zu ändern beginnt. Aber einige der Strukturschwächen, die die Rezession ans Licht gebracht hat, werden sich erst allmählich beheben lassen.

Auch in den Entwicklungsländern sind Strukturmaßnahmen von zentraler Bedeutung. Dort besteht die Aufgabe nicht einfach darin, zusätzliche Beschäftigungsmöglichkeiten zu schaffen, sondern es müssen die Spar- und Investitionsanreize verstärkt und die Ressourcenallokation verbessert werden.

Erfreulicherweise haben in den letzten Jahren immer mehr Länder entscheidende Schritte unternommen, um ihre Volkswirtschaft zu öffnen und die Märkte über den Einsatz der Ressourcen entscheiden zu lassen. Es gibt zunehmend Beweise dafür, daß solche Maßnahmen die Wachstumskräfte stärken. Die spektakulärsten Erfolgsbeispiele hierfür bieten die in der Industrialisierung vorankommenden Volkswirtschaften in Ost- und Südostasien. Zu ihnen gesellen sich jetzt beispielsweise China, Indien, Pakistan, Mexiko, Argentinien und Polen, um nur die größeren Länder aus den vielen an dieser Entwicklung beteiligten Regionen zu nennen. All diese Länder haben die seit langem herrschende Auffassung widerlegt, daß die Entwicklungsländer kein nachhaltiges Wachstum erreichen können, wenn sich die Industrieländer in der Rezession befinden. Ihre Erfolgsaussichten werden noch größer sein, wenn sich das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern beschleunigt.

Die jüngsten Erfahrungen der Entwicklungsländer sind auch ein Beweis für die Vorteile makroökonomischer Stabilität. Obwohl es in einigen Ländern (z. B. Brasilien) bisweilen auch unter inflationären Bedingungen hohe Wachstumsraten gab, ist ganz deutlich ersichtlich, daß anhaltend hohe Preissteigerungsraten auf Dauer das Produktionswachstum untergraben. In der ehemaligen Sowjetunion, wo extreme makroökonomische Instabilität und hartnäckige strukturelle Verzerrungen zusammentreffen, zeigt sich, wie schwierig es ist, das Wachstum unter solchen Umständen zu beleben.

Der vorliegende Jahresbericht beschäftigt sich mit vielen der soeben angesprochenen Fragen, aber auch mit zahlreichen weiteren Themenbereichen. Dazu gehören die Entwicklung des Welthandels mit den Strukturveränderungen in den weltweiten Handelsbeziehungen in den letzten zwei Jahrzehnten und dem Abschluß der Uruguay-Runde (Kapitel IV), die aktuellen Entwicklungen im internationalen Bank-, Wertpapier- und Derivatgeschäft (Kapitel V), die Verschiebungen bei den internationalen Kapitalströmen und die zunehmende Attraktivität der neuen aufstrebenden Finanzmärkte (Kapitel VII) sowie die wichtigsten Entwicklungen, die in den letzten zehn Jahren bei den Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssystemen stattgefunden haben, wobei besondere Aufmerksamkeit der Frage gewidmet wird, wie Systemrisiken hintangehalten werden können (Kapitel VIII).

## II. Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern

### Schwerpunkte

Die Konjunktorentwicklung in den Industrieländern verlief im vergangenen Jahr weiterhin sehr unterschiedlich. Angeführt von den USA, gewann die Erholung im Laufe des Jahres auch in Großbritannien, Kanada, Australien und Neuseeland an Schwung. In Deutschland und anderen Ländern Kontinentaleuropas verringerte sich dagegen der Auslastungsgrad der gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten weiter, während es in Japan auch nach einer Reihe expansiver Haushaltsmaßnahmen und mehreren Zinssenkungen nur wenige Anzeichen dafür gab, daß die Wirtschaft die Talsohle durchschritten hatte.

Trotz der Unterschiede beim realen Wachstum und relativ großer Änderungen der nominalen und realen gewogenen Wechselkurse näherten sich die Inflationsraten einander weiter an. Ende letzten Jahres lag der Anstieg der Verbraucherpreise in den Industrieländern durchschnittlich bei 3%, dem niedrigsten Stand seit 30 Jahren, wenn man das Jahr 1986 außer Betracht läßt, in dem die Ölpreise stark fielen.

Gleichzeitig stieg 1993 die Arbeitslosigkeit – ungeachtet eines ausgeprägten Rückgangs in den USA – weiter an; inzwischen sind in den Industrieländern mehr als 33 Millionen Menschen davon betroffen. Besonders groß ist das Problem in den EU-Ländern, wo über 11% der Erwerbsbevölkerung arbeitslos sind und rund die Hälfte der Arbeitslosen bereits seit mindestens einem Jahr ohne Beschäftigung ist. Viele sind – entmutigt durch die schlechten Beschäftigungsaussichten – ganz aus dem Erwerbsleben ausgeschieden, und viele haben nur einen Teilzeitarbeitsplatz, manche davon auf eigenen Wunsch, die meisten aber aus Mangel an Vollzeitarbeitsplätzen.

Gekennzeichnet wird die Arbeitslosigkeit in Europa außerdem durch ihre *Hartnäckigkeit*. Mit jedem Konjunkturtief seit 1970 ist die Zahl der Arbeitslosen immer weiter nach oben geklettert, was auf wachsende Strukturprobleme an den europäischen Arbeitsmärkten hindeutet. Dazu zählen etwa rechtliche oder institutionelle Regelungen, die eine Anpassung der realen und relativen Löhne an Änderungen von Angebot und Nachfrage verhindern, motivationshemmende Sozialleistungen und Steuern, mangelnde Anreize und fehlende Gelegenheiten zur Weiterbildung sowie Schwierigkeiten, sich auf den technischen Fortschritt und den wachsenden Handel mit den Entwicklungsländern einzustellen und sich beide zunutze zu machen. Die Zunahme der Arbeitslosigkeit seit Beginn der Rezession ist zwar größtenteils konjunkturell bedingt, aber wenn man die strukturellen Probleme lösen will, ohne die jüngsten Erfolge bei der Inflationsbekämpfung aufs Spiel zu setzen, muß man vor allem Maßnahmen zur Erhöhung der Flexibilität und Verbesserung der Arbeitsanreize ergreifen.

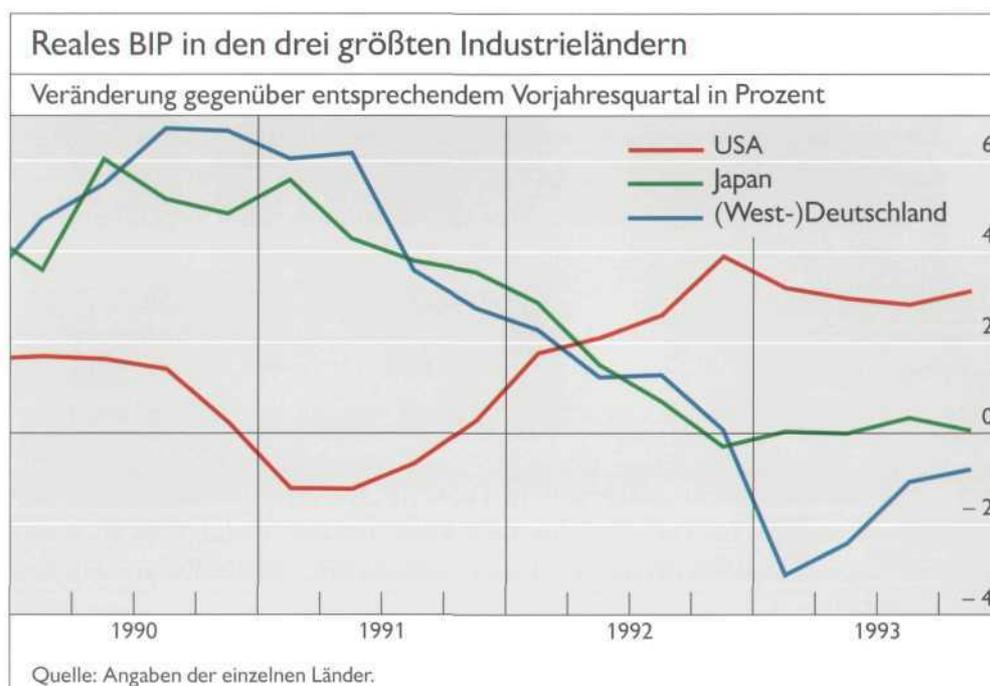
Sowohl konjunkturelle als auch strukturelle Faktoren trugen ebenfalls zu der Verschlechterung der öffentlichen Haushaltslage und dem beschleunigten Anstieg der Staatsschuld bei. Fast überall stiegen die Aufwendungen für die Arbeitslosenunterstützung und andere Sozialleistungen, und zwar nicht nur in Ländern, die sich noch in der Rezession befanden. Dies ist ein Hinweis darauf, daß bestimmte Sozialleistungs- und Pensionssysteme wegen der ungünstiger werdenden Altersstruktur der Bevölkerung mittelfristig nicht zu halten sein werden. Weil sie eine weitere Verschlechterung der mittelfristigen Tragfähigkeit ihrer öffentlichen Haushalte befürchteten, waren die meisten hochverschuldeten Länder im vergangenen Jahr bemüht, die Wirkung der automatischen Stabilisatoren durch Sparmaßnahmen zu neutralisieren. Anderen Ländern gelang es, den konjunkturellen Abschwung zu mildern und trotzdem die Glaubwürdigkeit ihrer Politik zu wahren, indem sie zuließen, daß sich der Saldo im Primärhaushalt verschlechterte, gleichzeitig aber neue Programme für eine mittelfristige Budgetkonsolidierung aufstellten.

### Hauptmerkmale der jüngsten Entwicklungen

#### *Nicht synchroner Konjunkturverlauf*

Mit knapp über 1% lag das Produktionswachstum in den Industrieländern 1993 im dritten aufeinanderfolgenden Jahr deutlich unterhalb des Potentialpfades. Darüber hinaus verlief die Konjunktur in den einzelnen Ländern weiterhin stark unterschiedlich (s. die untenstehende Grafik). Beinahe jedes zweite Land verzeichnete negative Wachstumsraten, und nur wenige Länder schafften es, den Abstand zwischen tatsächlicher Produktion und Produktionspotential zu verringern, ein Beweis dafür, wie schwach die Wirtschaftserholung bisher war. Das hatte zur Folge, daß die Zahl der Arbeitslosen auf über 33 Millionen anstieg, mehr als die Hälfte davon in Europa.

Wachstum unter Potential ...



... trotz  
Erholung in  
den USA

Die USA, die als eines der ersten Länder in die Rezession eingetreten waren, führten die Konjunkturerholung weiterhin an, gestützt durch ein niedriges Zinsniveau, verbesserte Bilanzstrukturen im privaten Sektor und eine gesteigerte Wettbewerbsfähigkeit verschiedener Schlüsselindustrien als Folge von Umstrukturierungen und Kostenreduktionen. Die Festigung der Inlandsnachfrage in den USA trug 1½–2 Prozentpunkte zum zusammengefaßten BIP-Wachstum in den Industrieländern bei und spielte für das Wirtschaftswachstum 1993 insgesamt die bei weitem wichtigste Rolle. In Japan dagegen blieb die Inlandsnachfrage gedämpft, und der Auslastungsgrad des Produktionspotentials sank erneut. Auch der beträchtliche Anstieg der öffentlichen Ausgaben und Transferleistungen über einen Zeitraum von 18 Monaten (s. S. 38) und niedrigere Zinssätze reichten nicht aus, um die zunehmende Schwäche im Ausgabenverhalten des privaten Sektors vollständig auszugleichen, was zum Teil daran lag, daß der Prozeß der Bilanzkorrektur in Japan, anders als in den USA, noch längst nicht abgeschlossen war. Die Exportaktivität wurde durch die Yen-Aufwertung offensichtlich sehr rasch gedämpft, während hohe Terms-of-Trade-Gewinne keine entsprechende Ausweitung der Konsumausgaben bewirkten. Auch in Westdeutschland vergrößerte sich die Produktionslücke, wenngleich sie kleiner blieb als in vorangegangenen Rezessionsphasen. In Ostdeutschland dagegen beschleunigte sich das Produktionswachstum im Laufe des Jahres, angekurbelt durch die Bauindustrie, die Investitionsgüterausgaben und den Dienstleistungssektor. Auch gibt es Anzeichen eines sich selbst tragenden Wachstumsprozesses, wenngleich die Transferzahlungen aus Westdeutschland nach wie vor sehr hoch sind.

Vergrößerung  
der Produktions-  
lücke in Japan ...

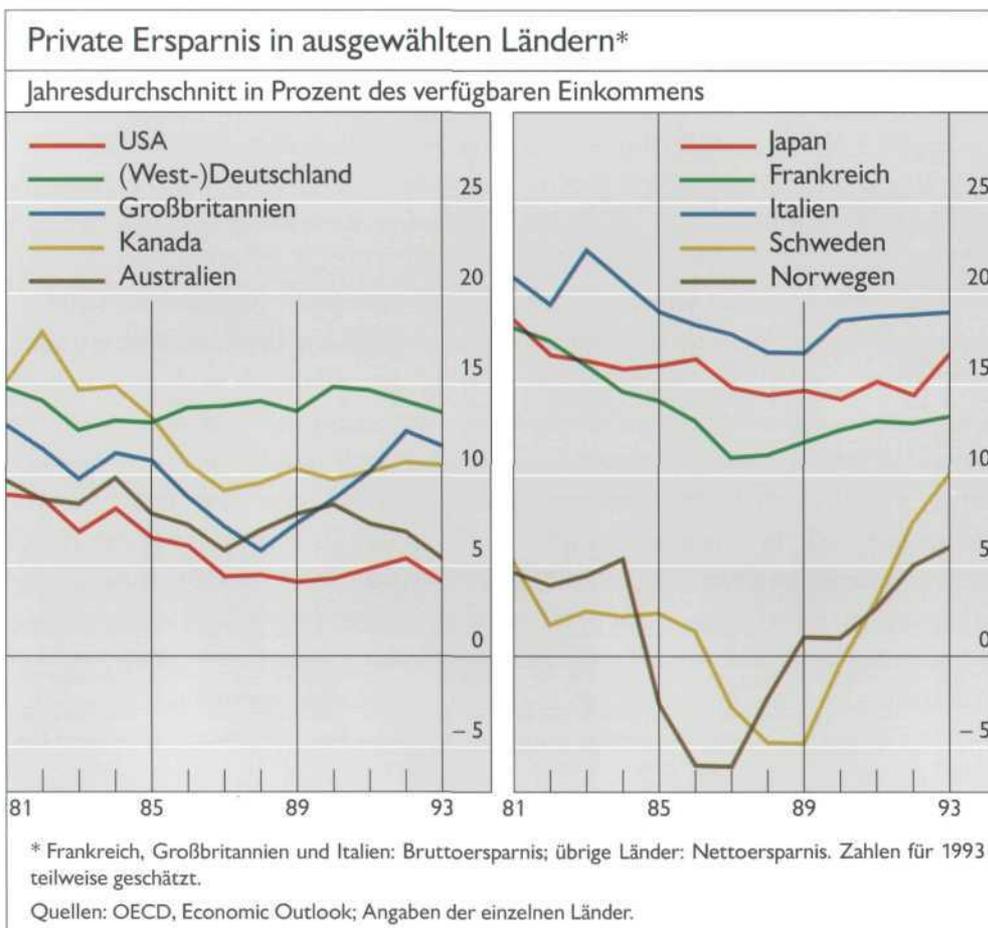
... und  
Deutschland

Verbesserung  
des Verbraucher-  
und Geschäftsklimas ...

Außer in den USA erholte sich die Konjunktur auch in einigen anderen Ländern, in denen die Rezession relativ früh eingesetzt hatte. In Kanada war dies – vor dem Hintergrund der Wirtschaftsstärke in den USA – insbesondere auf einen wachsenden Außenbeitrag zurückzuführen. Insgesamt ist der Aufschwung aber der Verbesserung des Verbraucher- und Geschäftsklimas zuzuschreiben, die sich vor allem gegen Jahresende noch deutlicher zeigte, als die kombinierte Wirkung niedriger Zinssätze und einer gestärkten finanziellen Basis der privaten Haushalte und der Unternehmen sichtbar wurde. Typisch für alle Länder in der Anfangsphase des Aufschwungs war ein Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte, während in den Ländern, die sich noch in der Rezession befanden (s. die Grafik auf S. 12), der Verbrauch der privaten Haushalte aus Angst vor Arbeitslosigkeit und aufgrund eines allgemeinen Stimmungstiefs gedrückt blieb. In Deutschland dagegen verhinderte ein Rückgang der Sparquote eine weitere Vertiefung der Rezession.

... belebt  
Ausgaben für  
langlebige Güter  
in einigen  
Ländern ...

Das gestärkte Vertrauen in die wirtschaftliche Entwicklung in den USA schlug sich in den Ausgaben der Unternehmen und privaten Haushalte für langlebige Güter nieder. Von den Anlageinvestitionen gingen bei weitem die kräftigsten Nachfrageimpulse aus. Die Dynamik der Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter beweist, daß sich die finanzielle Position der privaten Haushalte insgesamt verbessert hat. Ein gewisser Anlaß zur Besorgnis ist allerdings der im Verhältnis zum Einkommen relativ hohe Schuldendienst der Haushalte mit mittlerem Einkommen, die von der Stagnation der Reallöhne am meisten betroffen waren (s. S. 26). In Großbritannien war der private Verbrauch der Stützpfeiler der



Erholung, während die privaten Anlageinvestitionen weit unter ihrem Höchstwert von 1989 blieben, obwohl die Zinsbelastungen deutlich fielen und die Gewinne stiegen.

Weniger überraschend war angesichts der andauernden Rezession die Investitionsschwäche in Kontinentaleuropa und Japan. Durch die rückläufigen Ausrüstungsinvestitionen der Unternehmen sank die gesamtwirtschaftliche Produktion in Japan, Deutschland und Italien um 1½–2%. In Japan war der Rückgang besonders ausgeprägt, da die Auswirkungen vorheriger Überinvestitionen und Bilanzverzerrungen durch die Gewinneinbußen vieler Exportbranchen infolge der Yen-Aufwertung noch verstärkt wurden. Die Ausgaben für Gebrauchsgüter, vor allem für Kraftfahrzeuge, waren in Japan und den meisten europäischen Ländern ebenfalls schwach. Die Wohnbauinvestitionen dagegen blieben in Japan und Deutschland relativ lebhaft, in Japan wegen zinsgünstiger Wohnbaukredite, in Deutschland wegen einer zuwanderungsbedingten Übernachfrage.

Ein etwas anderer Konjunkturverlauf ist an den Märkten für gewerbliche Immobilien zu beobachten. In den USA und in Großbritannien belebte sich das Geschäft wieder; in Kanada und Australien dagegen noch nicht. In den USA waren die Erträge aus gewerblichen Immobilien 1993 zum ersten Mal seit 1987 wieder positiv. In Japan gingen die Preise an diesem Markt dagegen weiter zurück; in Tokio sind sie gegenüber ihrem Höchststand um fast 40% gesunken. Immobilienkredite machen in Japan rund ein Viertel der gesamten Bankausleihungen aus, und so hat der anhaltende Preisverfall dazu beigetragen, daß die

... in anderen dagegen nicht

Einsetzende Erholung an den Märkten für gewerbliche Immobilien

notleidenden Kredite beträchtlich zugenommen haben und die Banken bei der Kreditvergabe noch zurückhaltender geworden sind.

#### Relative Positionen im Konjunkturzyklus und Wechselkurseffekte

Bestimmungsfaktoren des steigenden Außenbeitrags

Konjunkturelle Kräfte beeinflussten auch die Entwicklung des Außenbeitrags (s. die untenstehende Tabelle). Grundsätzlich profitierten die Länder, die sich in einer relativ schwachen konjunkturellen Lage befanden, von einem Wachstum ihres Außenbeitrags; dies galt vor allem für jene, deren realer Wechselkurs sich stark verschlechtert hatte. In mehreren dieser Länder gingen einzig von der Zunahme des Außenbeitrags positive Konjunkturimpulse aus. In Italien und Finnland beispielsweise trug die Ausweitung der Nettoexporte 4½ Prozentpunkte, in Schweden und Spanien 3 Prozentpunkte zum BIP-Wachstum bei. In der Türkei wurde dagegen der von der Inlandsnachfrage ausgehende Impuls ganz durch eine reale Aufwertung der Währung und niedrigere Nettoexporte absorbiert.

Industrieländer: Reales BIP, Inlandsnachfrage und Außenbeitrag <sup>1</sup>									
Land/ Ländergruppe	Reales BIP			Inlandsnachfrage			Außenbeitrag <sup>2</sup>		
	1981–91	1992	1993	1981–91	1992	1993	1981–91	1992	1993
Jahresveränderung in Prozent									
USA	2,4	2,6	3,0	2,5	2,9	3,9	-0,1	-0,3	-0,9
Japan	4,2	1,2	0,1	4,2	0,4	0,3	0,1	1,0	-0,3
Deutschland	2,7 <sup>3</sup>	2,1	-1,2	2,4 <sup>3</sup>	2,7	-1,4	0,5 <sup>3</sup>	-0,6	0,2
Frankreich	2,3	1,2	-0,9	2,5	0,2	-1,9	-0,3	1,0	1,0
Italien	2,3	0,7	-0,7	2,6	0,8	-5,0	-0,4	-0,1	4,6
Großbritannien	2,6	-0,6	1,9	3,0	0,4	2,0	-0,4	-0,9	-0,2
Kanada	2,4	0,7	2,4	2,5	0,0	1,8	-0,2	0,8	0,5
<i>Siebenergruppe</i>	2,8	1,7	1,2	2,9	1,6	1,1	-0,1	0,1	0,1
Australien	2,8	2,1	3,4	2,1	2,8	2,5	0,5	-0,3	0,5
Belgien	2,2	1,4	-1,3	2,2	2,5	-2,2	0,0	-1,1	1,0
Dänemark	2,3	1,2	1,2	1,7	-0,6	0,4	0,7	1,8	0,8
Finnland	2,3	-3,8	-2,6	2,7	-5,9	-7,3	-0,5	2,1	4,5
Griechenland	1,7	0,9	0,0	2,0	0,8	0,8	-1,1	0,0	-0,9
Irland	3,6	4,6	2,5	1,2	-1,5	1,5	2,8	6,2	1,0
Israel	3,6	6,6	3,5	3,9	5,9	5,7	-1,1	-0,4	-3,2
Neuseeland	1,2 <sup>4</sup>	-0,3	4,9	1,2 <sup>4</sup>	3,1	6,4	-0,2 <sup>4</sup>	-3,6	-2,0
Niederlande	2,2	1,4	0,2	2,2	1,4	-0,4	0,3	0,1	0,5
Norwegen	2,6	3,4	2,3	1,2	1,9	2,3	1,4	1,8	-0,4
Österreich	2,5	1,5	-0,3	2,5	1,7	0,6	-0,1	-0,1	-0,9
Portugal	2,8	1,1	-0,5	2,9	3,7	-0,9	-0,7	-3,2	0,5
Schweden	1,8	-1,9	-2,1	1,9	-2,2	-4,9	0,0	0,3	2,8
Schweiz	1,9	-0,1	-0,6	2,4	-3,0	-1,4	-0,5	3,2	0,8
Spanien	3,2	0,8	-1,0	4,0	1,1	-3,6	-1,0	-0,4	2,8
Türkei <sup>5</sup>	5,0	6,4	7,2	4,5	8,2	16,0	0,2	-1,9	-9,2
<i>Übrige Industrieländer</i>	2,6	1,0	0,2	2,6	0,8	-0,7	-0,2	0,3	0,9
<i>Alle Industrieländer</i>	2,8	1,6	1,1	2,9	1,5	0,8	-0,1	0,1	0,2

<sup>1</sup> Nachfragekomponenten generell ohne statistischen Restposten; Angaben für 1993 teilweise vorläufig oder geschätzt. <sup>2</sup> Beitrag zum BIP-Wachstum in Prozentpunkten. <sup>3</sup> Nur Westdeutschland. <sup>4</sup> Rechnungsjahr beginnt am 1. April. <sup>5</sup> BSP.  
Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

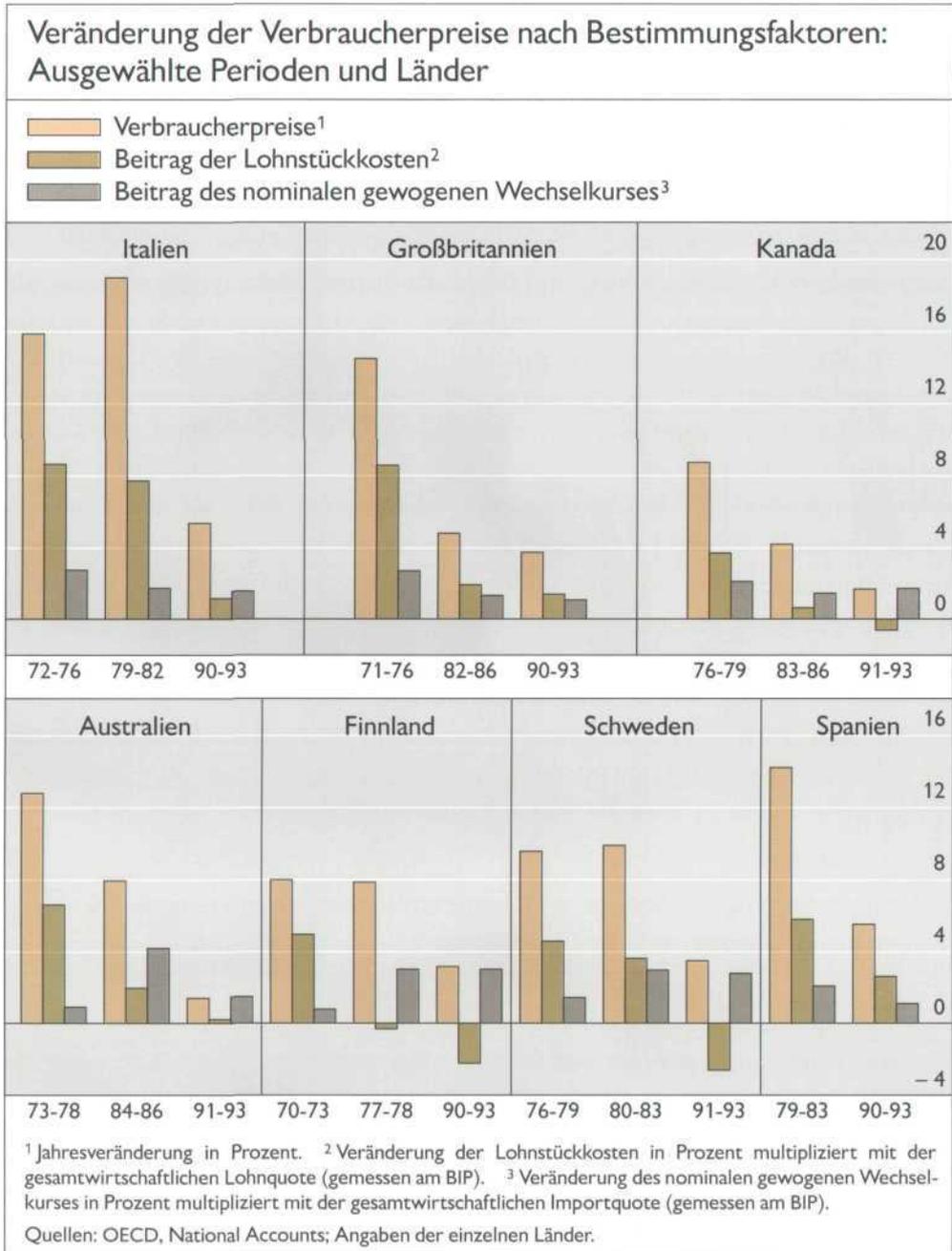
In anderen Fällen beeinflussten die Wechselkursänderungen und die relative Position im Konjunkturzyklus die Nettoexporte in entgegengesetzter Richtung. Trotz einer im Vergleich schwachen Konjunktur verzeichnete Japan wegen eines beträchtlichen realen Wertzuwachses des Yen rückläufige Nettoexporte. Dagegen ergab sich in Kanada trotz des frühen Einsetzens der Wirtschaftserholung ein positives Wachstum des Außenbeitrags, das auf einen günstigen realen Außenwert der Währung und eine verglichen mit dem wichtigsten Handelspartner relativ schwache Inlandsnachfrage zurückzuführen war. Unter den kleineren Volkswirtschaften profitierte Australien von der Nähe zu den aufstrebenden Märkten Asiens, und Irland kam – wie Kanada – zugute, daß die Konjunktur verglichen mit dem wichtigsten Handelspartner relativ schwach war. In Österreich war dagegen das – wenngleich ebenfalls nur mäßige – Wachstum der Inlandsnachfrage stärker als in den Nachbarländern.

#### Weitere Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung

Der Anstieg der Verbraucherpreise in den Industrieländern verlangsamte sich 1993 auf durchschnittlich nur noch 3% und erreichte damit den niedrigsten

Anstieg der Verbraucherpreise								
Land	1982–90	1991	1992	1993				1994
				März	Juni	Sept.	Dez.	März
Jahresveränderung in Prozent, auf der Basis von Angaben zum Periodenende <sup>1</sup>								
USA	4,0	3,1	2,9	3,1	3,0	2,7	2,7	2,5
Japan	1,7	2,7	1,2	1,2	0,9	1,5	1,0	1,3
Deutschland	1,7 <sup>2</sup>	6,1	3,6	4,7	4,7	4,5	4,3	3,2
Frankreich	4,4	3,1	1,9	2,2 <sup>3</sup>	1,9	2,3	2,1	1,5
Italien	7,2	6,0	4,6	4,3	4,2	4,2	4,0	4,2
Großbritannien	5,8	4,5	2,6	1,9	1,2	1,8	1,9	2,3
Kanada	4,4	3,8	2,1	1,9	1,6	1,9	1,7	0,2
Australien	7,3	1,5	0,2	1,2	1,9	2,2	2,0	1,4
Belgien	3,4	2,8	2,4	2,9	2,4	2,8	2,7	2,3
Dänemark	4,4	2,3	1,5	1,1	0,9	1,2	1,5	1,7
Finnland	5,5	4,2	2,3	2,7 <sup>3</sup>	2,0	1,7	1,6	0,4
Griechenland	18,4	18,0	14,4	16,4	15,8	12,8	12,1	10,2
Irland	4,7	3,6	2,3	1,9	0,9	1,4	1,5	1,7
Israel	78,8	18,0	9,4	10,8	11,2	10,4	11,3	9,6
Neuseeland	9,0	1,0	1,3	1,0	1,3	1,5	1,4	1,3
Niederlande	1,5	3,7	2,3	2,5	2,3	2,8	2,6	2,9
Norwegen	6,1	2,9	2,2	2,5	2,3	2,2	1,8	1,0
Österreich	2,8	3,1	4,2	3,9	3,6	3,4	3,5	3,1
Portugal	15,8	9,2	8,4	7,3	5,6	6,0	6,4	6,0
Schweden	6,8	8,1	2,0	4,9	4,8	4,2	4,1	1,8
Schweiz	2,8	5,2	3,4	3,6	3,1	3,4	2,5	1,3
Spanien	7,7	5,5	5,3	4,0	4,9	4,3	4,9	5,0
Türkei	50,5	71,1	66,0	58,0	67,2	68,2	71,1	73,6
Durchschnitt <sup>4</sup>	4,3	4,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,0	2,8

<sup>1</sup> Australien, Irland, Neuseeland: Quartalsangaben. <sup>2</sup> Nur Westdeutschland. <sup>3</sup> Neuer Index. <sup>4</sup> Gewogener Durchschnitt auf der Basis der Wechselkurse und Konsumgewichte von 1991.



Niedrige und konvergierende Inflationsraten ...

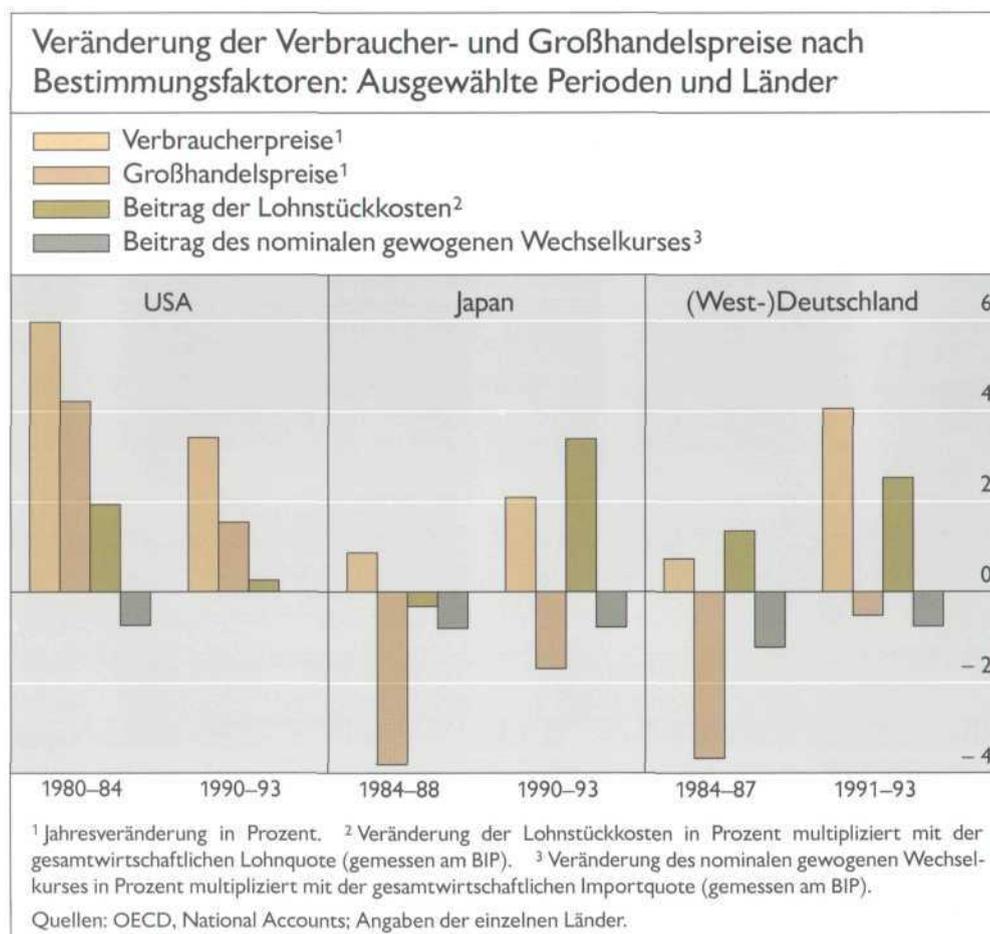
Stand seit dem Ölpreisverfall 1986 (s. die Tabelle gegenüber). Die Inflationsraten der Länder der Zehnergruppe weisen eine erhebliche Konvergenz auf, die sich auch 1993 und Anfang 1994 verstärkte. In Deutschland blieb die Teuerungsrate trotz der Rezession und eines schwächeren Anstiegs der Nominallöhne und der Lohnstückkosten über dem Durchschnitt der Industrieländer, was vor allem auf Entwicklungen im Dienstleistungssektor und bei den administrierten Preisen zurückzuführen war. Die jüngsten Tarifabschlüsse in für die allgemeine Lohnentwicklung entscheidenden Sektoren bedeuten hingegen niedrigere Reallöhne und erweitern durch flexiblere Arbeitszeitregelungen den Spielraum der Unternehmen für Kostensenkungen. Daher wird für das laufende Jahr – selbst unter Berücksichtigung der Effekte höherer indirekter Steuern – ein weiterer Rückgang der Preissteigerungsrate erwartet.

Bemerkenswert ist außerdem, daß sich die Inflationsraten trotz großer Divergenzen der nominalen gewogenen Wechselkurse einander angenähert haben. Vor allem hat sich der Auftrieb der Verbraucherpreise zum Teil auch in den Ländern weiter abgeschwächt, deren Währung in den letzten 2–3 Jahren erheblich an Wert eingebüßt hat, was die Frage aufwirft, ob sich hinsichtlich der Auswirkung von Wechselkursänderungen auf die Einzelhandelspreise etwas geändert hat. Die Grafik auf S. 15 versucht dieser Frage für sieben Länder nachzugehen. In den meisten Fällen sind die Verbraucherpreissteigerungen deutlich niedriger als in früheren Abwertungsphasen. Die Abflachung des Preisauftriebs ist aber im wesentlichen auf die gleichzeitige ausgeprägte Verlangsamung des Anstiegs der Lohnstückkosten zurückzuführen, während in einigen Ländern (Italien, Kanada, Finnland und Schweden) der geschätzte Wechselkurseffekt in den neunziger Jahren ähnlich groß ist wie zu Zeiten deutlich höherer Inflationsraten. In drei der Länder sind die Lohnstückkosten in der Zeit der Wechselkursschwäche aufgrund niedrigerer Nominallohnerhöhungen, Kürzungen der Sozialabgaben der Arbeitgeber und beträchtlicher einmaliger Produktivitätssteigerungen sogar gesunken.

... trotz starker Wechselkursänderungen

In den drei größten Volkswirtschaften, deren Währungen in den neunziger Jahren in gewogener Betrachtung alle an Wert gewannen, wirkten sich die Lohnstückkosten und die Wechselkurse ganz unterschiedlich auf die Entwicklung der Verbraucherpreise aus (s. die folgende Grafik). Bei stagnierender Produktion hat die japanische Tradition der lebenslangen Beschäftigung zu einem erheblichen

Die Inflation in den drei größten Volkswirtschaften



Anstieg der Lohnstückkosten geführt. Selbst unter Berücksichtigung des Wechselkurseffekts in Wirtschaftszweigen, die hauptsächlich den Inlandsmarkt versorgen, sind die Gewinnmargen geschrumpft. In Deutschland sind die Gründe für die deutlich höheren Preissteigerungsraten im Vergleich zur früheren Periode der Währungsstärke hauptsächlich im Dienstleistungssektor und bei den administrierten Preisen zu suchen, während die Gewinnspannen in den im internationalen Wettbewerb stehenden Sektoren kleiner geworden sind. Die Entwicklung in den USA ähnelt eher jener in den Weichwährungsländern, denn hier hat der Rückgang der Lohnstückkosten die Wechselkurseffekte noch verstärkt.

### Das Problem hoher und anhaltender Arbeitslosigkeit

Angesichts der Tatsache, daß allgemein mit einer Erholung des Produktionswachstums in diesem Jahr und anhaltend niedriger Inflation gerechnet wird, ist das drängendste Problem für die Wirtschaftspolitik in den OECD-Ländern die Arbeitslosigkeit. 1993 suchten über 33 Millionen Menschen oder 8,2% der Erwerbsbevölkerung eine Beschäftigung, und bis Ende 1994 wird die Zahl der Arbeitslosen voraussichtlich auf 35 Millionen (8½% aller Erwerbspersonen) gestiegen sein. Zählt man jene hinzu, die aufgrund schlechter Beschäftigungsaussichten entmutigt aus dem Erwerbsleben ausgeschieden sind, sowie jene, die unfreiwillig nur eine Teilzeitbeschäftigung ausüben, dürfte die Arbeitslosenquote im letzten Jahr bei nicht weniger als 12½% gelegen haben, wobei die Differenz von 4 Prozentpunkten zu einem erheblichen Teil auf Japan entfällt. Die Zahl wäre noch höher und noch beunruhigender, wenn auch jene in der Arbeitslosenstatistik berücksichtigt würden, die sich in öffentlichen Ausbildungsprogrammen, auf subventionierten Arbeitsplätzen oder im vorgezogenen Ruhestand befinden. Im Durchschnitt sind dies in den OECD-Ländern mindestens 2–3% aller Erwerbspersonen, aber in einigen Ländern – vor allem in Europa – entsprach die Zahl der Teilnehmer an besonderen Arbeitsmarktprogrammen Anfang der neunziger Jahre 50–75% der als arbeitslos registrierten Personen.

Die Arbeitslosigkeit wird immer mehr zum größten sozialen Problem in den Industrieländern. In mehreren Ländern auf dem europäischen Kontinent (s. die Tabelle auf S. 26) ist rund die Hälfte aller Arbeitslosen bereits seit mindestens 12 Monaten ohne Beschäftigung, was für diese Menschen wohl bedeutet, daß sie vom Arbeitsmarkt „ausgesperrt“ sind, weil ihnen die von den Arbeitgebern gesuchten Fertigkeiten fehlen oder weil sie sich – durch Mißerfolge frustriert – nicht mehr intensiv um einen Arbeitsplatz bemühen. Anders als in den frühen achtziger Jahren konzentriert sich die Arbeitslosigkeit außerdem immer mehr auf männliche Arbeitnehmer zwischen 25 und 44 Jahren. Für Frauen war es in der Regel leichter, einen Arbeitsplatz im Dienstleistungssektor zu finden, wenngleich vielfach unfreiwillig auf Teilzeitbasis. Die Jugendarbeitslosigkeit liegt zwar – außer in den Ländern, in denen es ein System der beruflichen Ausbildung gibt (s. S. 28) – zumeist noch über dem Durchschnitt, aber in einigen Ländern ist sie dank gezielter Beschäftigungs- und Ausbildungsmaßnahmen gesunken. Andernorts, insbesondere in Frankreich und den meisten Ländern Südeuropas, liegt die Jugendarbeitslosigkeit noch bei rund 25%, obwohl viele

Mehr als  
33 Millionen  
Arbeitslose ...

... mit vielen  
Langzeitarbeits-  
losen ...

... und hoher  
Jugendarbeits-  
losigkeit

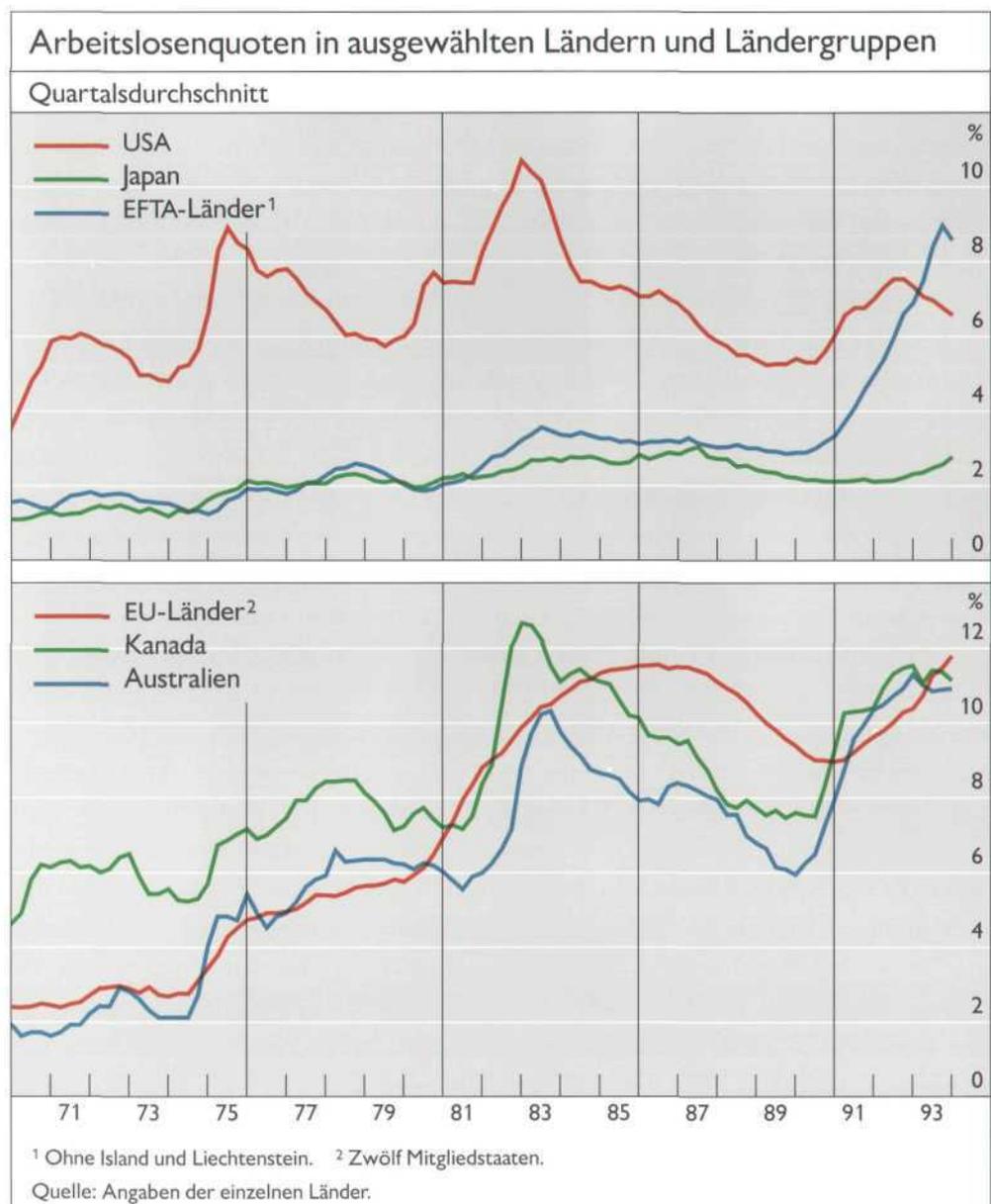
Jugendliche die Stellensuche inzwischen wegen geringer Erfolgsaussichten aufgegeben haben.

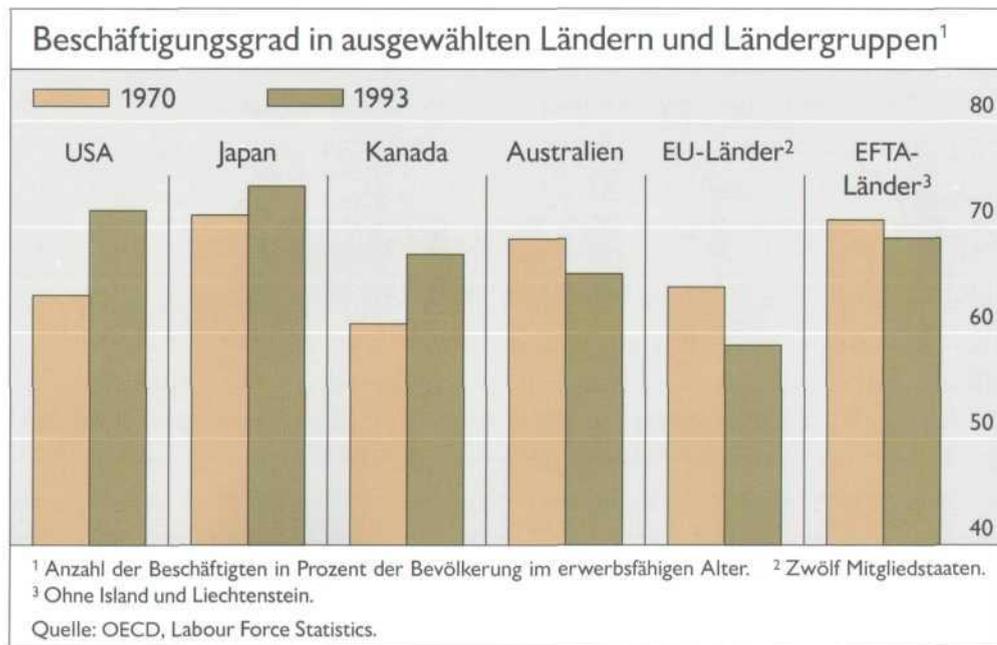
*Unterschiede in Höhe und Beeinflußbarkeit der Arbeitslosigkeit in verschiedenen Ländern*

Zwar ist die hohe Arbeitslosigkeit für die meisten Industrieländer ein großes Problem, doch unterscheiden sich Ausmaß und Dynamik von Land zu Land erheblich (s. die untenstehende Grafik). In den USA reagiert die Arbeitslosigkeit – zum Teil wegen der Möglichkeiten, Arbeitskräfte vorübergehend freizusetzen – sehr elastisch auf Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Produktion. Während der Rezession Anfang der achtziger Jahre stieg die Arbeitslosenquote auf fast 11%, sank aber während des nachfolgenden Aufschwungs auf knapp 5% und liegt seither erheblich unter dem Durchschnitt der Europäischen Union.

In Japan, ebenso wie in Europa, ist die temporäre Freisetzung von Arbeitskräften praktisch unbekannt, und vorübergehende Produktionsschwankungen

In Japan geringe Arbeitslosigkeit





werden oftmals durch kürzere Arbeitszeiten ausgeglichen, die in manchen Ländern teilweise mit staatlicher Unterstützung finanziert werden. So hielt sich die durchschnittliche Arbeitslosenquote in Japan in den letzten zehn Jahren im Bereich von 2–3%, obwohl das BIP-Wachstum hier nicht weniger schwankte als in den USA. In den EFTA-Ländern entwickelte sich die Arbeitslosigkeit bis Ende der achtziger Jahre sehr ähnlich wie in Japan, nahm dann aber in allen Ländern mit Ausnahme Österreichs drastisch zu. Dieser Anstieg war zum Teil auf die Tiefe der Rezession zurückzuführen. In einigen Ländern hing er aber auch damit zusammen, daß die internationale Wettbewerbsfähigkeit im Verlauf fast des gesamten letzten Jahrzehnts immer mehr ausgehöhlt worden war, während die wachsende Inlandsnachfrage die Arbeitslosigkeit auf einem auf Dauer nicht durchzuhaltenden Niveau gehalten hatte.

Ein besonders großes Problem ist die Arbeitslosigkeit in den EU-Ländern, in Kanada und in Australien. Erstens ist sie dort im Durchschnitt höher als in den USA, Japan und den meisten EFTA-Ländern. Zweitens beweist sie eine weit größere *Hartnäckigkeit*. Mit jedem Konjunkturtief seit Anfang der siebziger Jahre hat die Arbeitslosigkeit stetig zugenommen, weil – anders als in den USA – in den Aufschwungphasen stets nur vergleichsweise geringe Beschäftigungsgewinne verzeichnet werden konnten (s. die Tabelle auf S. 21). Außerdem ist die Arbeitslosigkeit in Europa im Durchschnitt von größerer *Dauer* als in anderen Ländern, während die Zu- und Abgänge durch Arbeitsplatzverluste und Neueinstellungen relativ gering sind. Daraus wird vielfach geschlossen, daß eine Konjunkturerholung zwar zu einer Verbesserung der Lage am Arbeitsmarkt beitragen wird, die Arbeitslosenquote, bei der die Inflation sich wieder beschleunigt, aber steigt und jetzt erheblich höher liegt als in den siebziger Jahren.

Daß die Lage am europäischen Arbeitsmarkt düsterer ist als in den USA und Japan, beweisen auch die Angaben über den *Beschäftigungsgrad* (s. die obestehende Grafik), definiert als Anteil der Beschäftigten an der Bevölkerung im

In EU-Ländern hartnäckig hohe Arbeitslosigkeit ...

... und niedriger Beschäftigungsgrad

erwerbsfähigen Alter. Während der Beschäftigungsgrad sowohl in den USA als auch in Japan in den letzten 23 Jahren gestiegen ist, hat er in den EU-Ländern und den EFTA-Ländern abgenommen und ist in den EU-Ländern jetzt fast 20% niedriger als in Japan. Nach dieser Berechnung ähnelte die Entwicklung in Kanada jener in den USA, während der Beschäftigungsgrad in Australien zurückgegangen ist, wenn auch weniger stark als in den EU-Ländern.

#### *Mögliche Ursachen der hohen und hartnäckigen Arbeitslosigkeit*

Das Problem der hohen und anhaltenden Arbeitslosigkeit konzentriert sich vor allem auf die EU-Länder. Der Hauptgrund für den Anstieg der Arbeitslosigkeit dürfte hier nicht die Ausweitung der Erwerbsbevölkerung gewesen sein, sondern die Inflexibilität der Arbeitsmärkte vor dem Hintergrund ökonomischer Veränderungen. Die Gründe für die außergewöhnliche Trägheit der Arbeitsmärkte und für das Ausmaß des Problems der Arbeitslosigkeit in den EU-Ländern sind noch nicht völlig geklärt, aber Rigiditäten in der Lohnstruktur und verschiedene institutionelle Faktoren dürften von entscheidender Bedeutung sein.

#### *Arbeitskräfteangebot und Schaffung von Arbeitsplätzen*

Die untenstehende Tabelle zeigt, daß sich die Erwerbsbevölkerung im Zeitraum 1982–93 außer in Japan und Australien überall langsamer ausgeweitet hat als in der Vorperiode. Die stärkere Zunahme in den beiden genannten Ländern ist die Folge höherer Erwerbsquoten, während hinter der Verlangsamung in den USA und Kanada vor allem demographische Faktoren stehen. Diese spielen auch in Europa eine Rolle, aber in einigen Ländern ist auch die Erwerbsbeteiligung zurückgegangen, weil Erwerbspersonen aufgrund schlechter Beschäftigungsaussichten oder im Rahmen von Frühpensionierungen aus dem Erwerbsleben ausgeschieden sind. Das Problem der Arbeitslosigkeit in Europa kann daher nicht der Entwicklung des Arbeitsangebots zugeschrieben, sondern muß durch den Mangel an neu geschaffenen Arbeitsplätzen erklärt werden.

Die geringe Zahl neu geschaffener Arbeitsplätze ist in Europa schon seit langem ein Problem (s. die Grafik auf S. 22). Seit 1970 ist die Beschäftigung in den

Langsamere Ausweitung des Arbeitskräfteangebots

Arbeitskräfteangebot und Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter				
Land/ Ländergruppe	1970–82		1982–93	
	Arbeitskräfte- angebot	Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter	Arbeitskräfte- angebot	Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter
Jahresveränderung in Prozent				
USA	2,3	1,6	1,3	0,8
Japan	0,9	0,9	1,1	0,8
EU-Länder*	0,7	0,8	0,5	0,7
Kanada	2,9	2,0	1,4	1,0
Australien	1,9	1,9	2,0	1,6
EFTA-Länder	0,9	0,5	0,4	0,6

\* Ohne Ostdeutschland.  
Quellen: OECD, Labour Force Statistics; eigene Schätzungen.

Veränderung der realen Produktion und der Beschäftigung					
Land/ Ländergruppe	Zeitraum <sup>1</sup>	BIP- Veränderung kumuliert	Beschäftigungs- veränderung kumuliert	Verhältnis <sup>2</sup>	
				Angege- bener Zeitraum	1970–93
USA	1982–90	30,0	18,5	0,60	0,65
Japan	1984–91	36,0	10,5	0,30	0,20
EFTA-Länder	1984–90	17,5	5,5	0,30	0,15
Australien	1983–90	30,5	24,5	0,80	0,40
Kanada	1982–90	32,5	18,5	0,55	0,50
EU-Länder	1983–91	25,0	8,5	0,35	0,07
(West-)Deutschland	1983–91	29,5	10,0	0,35	0,06
Frankreich	1984–91	19,0	3,5	0,20	0,06
Italien	1982–91	25,0	5,0	0,20	0,07
Spanien	1986–91	23,5	15,0	0,65	–0,05
Großbritannien	1983–90	25,0	14,0	0,55	0,02

<sup>1</sup> Die Zeiträume wurden so ausgewählt, daß sie nur Jahre mit positivem Beschäftigungswachstum umfassen. Japan: Angaben für das erste und letzte Jahr jeweils auf der Basis der Veränderung des Beschäftigungswachstums. <sup>2</sup> Verhältnis der kumulierten Beschäftigungsveränderung zu der kumulierten Produktionsveränderung für den jeweils gewählten Zeitraum und für 1970–93.

Anmerkung: Eine Regression der Beschäftigungsveränderungen auf die Produktionsveränderungen für die USA und die EU-Länder ergibt – unter Beachtung der Strukturverschiebungen zwischen den siebziger und den achtziger Jahren – die folgenden Werte:

	1970–81		1982–93	
	Konstante	Elastizität	Konstante	Elastizität
USA	–0,00	0,85	–0,60	0,85
EU-Länder	–0,70	0,30	–1,35	0,85

Quellen: OECD, National Accounts und Labour Force Statistics.

In Europa  
wenig neue  
Arbeitsplätze

EU-Ländern nur um 5½% und in den EFTA-Ländern um weniger als 10% gestiegen, in den USA und Kanada dagegen um 50% oder noch mehr. Das geringe Beschäftigungswachstum in Europa läßt sich nicht einfach durch eine niedrige Produktionssteigerung erklären, denn das BIP hat sich in den EU-Ländern ebenso rasch ausgeweitet wie in den USA, wenn auch langsamer als in Japan, Australien und Kanada. Aber die Expansion der gesamtwirtschaftlichen Produktion in Europa war viel weniger arbeitsintensiv als in den USA (s. die obenstehende Tabelle). In Japan ist die Arbeitsintensität des Produktionswachstums ebenfalls relativ gering, während sie in Kanada und Australien eher mit jener in den USA vergleichbar ist. Wenige neue Arbeitsplätze je Wachstumseinheit bedeuten natürlich eine große Steigerung der Arbeitsproduktivität, die grundsätzlich durchaus wünschenswert ist. Um aber von den Vorteilen großer Produktivitätsfortschritte profitieren zu können, müssen Wege gefunden werden, die eingesparten Arbeitskräfte auf produktive Art und Weise einzusetzen.

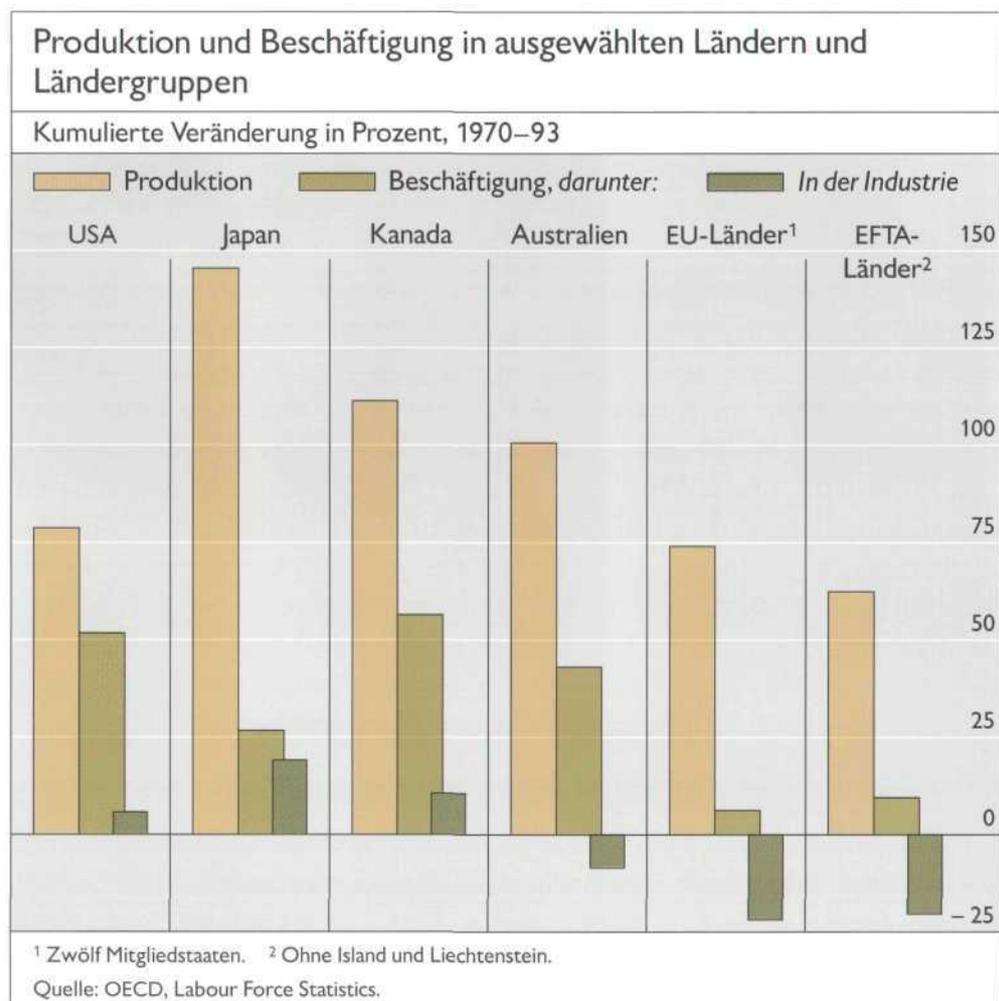
#### Reaktion der Nominal- und Reallöhne auf exogene Einflüsse

In den achtziger  
Jahren hohe und  
steigende  
Arbeits-  
losigkeit ...

Auf jeden Fall wurde das derzeitige Problem der Arbeitslosigkeit in Europa offensichtlich nicht durch eine Veränderung der Arbeitsintensität des Produktionswachstums verursacht, denn diese hat sich in den letzten Jahren nicht verringert, sondern ist sogar gestiegen (s. die Anmerkung zu der vorstehenden Tabelle). Vielmehr dürfte das Problem der europäischen Arbeitslosigkeit – und

vor allem deren Anstieg Anfang der achtziger Jahre – mit den Reallöhnen zusammenhängen sowie mit der Art und Weise, wie die Arbeitsmärkte in Europa auf exogene Entwicklungen reagieren. In der Tabelle gegenüber wird der Einfluß zweier derartiger Entwicklungen auf die Arbeitslosigkeit untersucht: eines Inflationsrückgangs, hervorgerufen durch das Erfordernis, mittelfristig die Stabilität zu sichern, und einer Veränderung der Terms of Trade. Auf diese Weise läßt sich die Reaktion der Arbeitsmärkte nur sehr grob messen, vor allem was die nordischen EFTA-Länder in den neunziger Jahren betrifft, denen es in dieser Zeit hauptsächlich darum ging, während der achtziger Jahre entstandene Ungleichgewichte zu korrigieren. Außerdem verbesserten sich die Terms of Trade nicht weiter, und externe Schocks in Form niedrigerer Exporte beeinträchtigten die Arbeitsmärkte ganz erheblich.

Dennoch geht aus der Tabelle eindeutig hervor, daß ein wesentliches Element des Problems der Arbeitslosigkeit in Europa – wie auch in Kanada und Australien – die Trägheit der Arbeitsmärkte ist. Der Inflationsrückgang und die Schärfe der ihn begleitenden Maßnahmen waren in Europa nicht wesentlich ausgeprägter als in Nordamerika. Hingegen verbesserten sich die Terms of Trade in den europäischen Ländern stärker als in den USA, Kanada und Australien, wenn auch nicht so stark wie in Japan. Die Gründe für die träge Reaktion der Arbeitsmärkte lassen sich der Tabelle nicht entnehmen, aber es gibt vielfältige Hinweise



Inflationsrückgang und Veränderung der Arbeitslosigkeit								
Land/ Ländergruppe	Rückgang der Inflationsrate <sup>1</sup>		Veränderung der Terms of Trade <sup>2</sup>		Veränderung der Arbeitslosigkeit <sup>3</sup>		„Verlustquote“ <sup>4</sup>	
	a)	b)	c)	d)	e)	f)	g)	h)
USA	7,3	1,9	-1,0	-0,4	0,6	1,3	0,10	0,70
Japan	4,6	1,2	-3,0	-1,0	0,6	0,2	0,15	0,15
EU-Länder <sup>5</sup>	8,7	2,0	-1,6	-0,3	4,0	1,6	0,45	0,75
Australien	4,8	7,0	0,8	1,5	1,9	1,7	0,40	0,25
Kanada	8,4	3,8	2,0	0,8	3,2	2,7	0,40	0,70
EFTA-Länder	5,1	3,6	-1,0	-0,2	0,7	3,2	0,15	0,90

<sup>1</sup> Rückgang der Inflationsrate gemessen am BIP-Deflator in den folgenden Zeiträumen:

Spalte a)	Spalte b)
1981–86 (USA und Kanada)	1989–93 (USA und Kanada)
1980–87 (Japan und EU-Länder)	1990–93 (Japan, EU-Länder und EFTA-Länder)
1982–85 (Australien)	1988–93 (Australien)
1981–87 (EFTA-Länder)	

<sup>2</sup> Veränderung des Verhältnisses zwischen Import- und Exportdeflatoren (normiert mit der Außenhandelsquote gemessen am BIP) in den Zeiten des Inflationsrückgangs. <sup>3</sup> Kumulierter jährlicher Anstieg der Arbeitslosigkeit in den Zeiten des Inflationsrückgangs. <sup>4</sup> Berechnet als e)/a) bzw. f)/b). <sup>5</sup> Ohne Ostdeutschland.

Quelle: OECD, Economic Outlook.

... infolge mangelnder Flexibilität der Reallöhne ...

darauf, daß die Reallohnziele bei den Arbeitnehmern in den EU-Ländern weitaus starrer sind als in Japan und den EFTA-Ländern, während das Verhalten der Real-löhne in den USA, Kanada und Australien irgendwo dazwischen anzuordnen ist. Somit dürfte die mangelnde Flexibilität der Reallöhne in einem nach Anpassungen verlangenden Umfeld wohl der Hauptgrund für die Zunahme der Arbeitslosigkeit in der EU in den achtziger Jahren gewesen sein. Die Verminderung der Rigiditäten bei den Reallöhnen ist außerdem eine grundlegende Voraussetzung dafür, noch höhere Arbeitslosigkeit zu verhindern, zumal ein Anstieg in den EU-Ländern viel schwieriger rückgängig zu machen ist als andernorts.

#### *Ausmaß des Problems der Arbeitslosigkeit in der Europäischen Union*

Die zweite Hälfte der achtziger Jahre war in den OECD-Ländern durch einen Konjunkturaufschwung und sinkende Arbeitslosigkeit gekennzeichnet. Das Ausmaß, in dem der frühere Anstieg der Arbeitslosigkeit wieder rückgängig gemacht werden konnte, war jedoch von Land zu Land sehr unterschiedlich. In den USA, Kanada und Australien gelang dies zu 100% oder noch mehr, in Japan ungefähr zu zwei Dritteln. In den europäischen Ländern war die Aufschwungphase dagegen kürzer, und weniger als die Hälfte der verlorengegangenen Arbeitsplätze wurde wiedergewonnen. In den EU-Ländern war dies ein besonders schwerwiegendes Problem, denn es hatte zur Folge, daß die Arbeitslosenquote beim Einsetzen des Abschwungs Anfang der neunziger Jahre um 3 Prozentpunkte höher war als zu Beginn der vorangegangenen Konjunkturschwäche. Darüber hinaus lag der Anteil der Langzeitarbeitslosen, die bereits seit mindestens 12 Monaten ohne Beschäftigung waren, auch nach der Konjunkturerholung bei über 50% und damit kaum niedriger als auf dem Höhepunkt der Arbeitslosigkeit im Jahr 1986, während er in Nordamerika weniger als 7% und in den EFTA-Ländern weniger als 10% betrug.

... und zu wenig neuer Arbeitsplätze im Konjunkturaufschwung

*Kapitalmangel und hohe Lohnquoten.* Es stellt sich dann die Frage, ob der Konjunkturaufschwung in Europa durch Kapazitätsengpässe und/oder zu hohe Arbeitskosten im Vergleich zur Arbeitsproduktivität verkürzt wurde. Die Anlageinvestitionen der Unternehmen waren Anfang der achtziger Jahre schwach, und die Gewichtsverschiebung zugunsten arbeitssparender Investitionen in vielen Ländern hat die Befürchtung aufkommen lassen, daß die niedrigeren Arbeitslosenquoten früherer Jahre nicht mehr erreicht werden können, weil nicht die notwendigen Produktionskapazitäten zur Verfügung stehen. Die Daten über die Kapazitätsauslastung lassen Kapitalengpässe durchaus möglich erscheinen, selbst wenn die jüngste Entwicklung der relativen Faktorpreise bedeutet, daß die rentable Produktionskapazität höher sein dürfte, als zuvor angenommen wurde. Vor der jüngsten Rezession bewegte sich der Auslastungsgrad in drei der größten EU-Länder sehr nahe bei den vorangegangenen Höchstständen; in Kanada, Australien und den USA wurden die früheren Spitzenwerte dagegen nur zu weniger als 95% erreicht, selbst nachdem die Produktion doppelt so stark gestiegen war wie in Europa. Indikatoren für die Anlageinvestitionen der Unternehmen nach Sektoren lassen eine ausgeprägte Verlagerung von der Industrie zum Dienstleistungssektor erkennen, die dem allgemeinen Rückgang des Anteils der Industrie am BIP entspricht. In den EU-Ländern stiegen die Investitionen im Dienstleistungssektor jedoch vergleichsweise wenig. Dies deutet auf geringe Möglichkeiten für die Schaffung neuer Arbeitsplätze im Dienstleistungssektor hin und dürfte eine mögliche Ursache für den allgemeinen Rückgang der offenen Stellen im Verhältnis zur Zahl der Arbeitslosen sein. Wie die Grafik auf S. 22 zeigte, ist die Beschäftigung in der Industrie – gemessen an der Gesamtbeschäftigung – in den meisten Ländern zurückgegangen, aber während die USA neue Arbeitsplätze im Dienstleistungssektor schaffen konnten, waren die EU-Länder hierzu nicht im gleichen Maße in der Lage.

Gefahr von Kapazitätsengpässen ...

... vor allem im Dienstleistungssektor

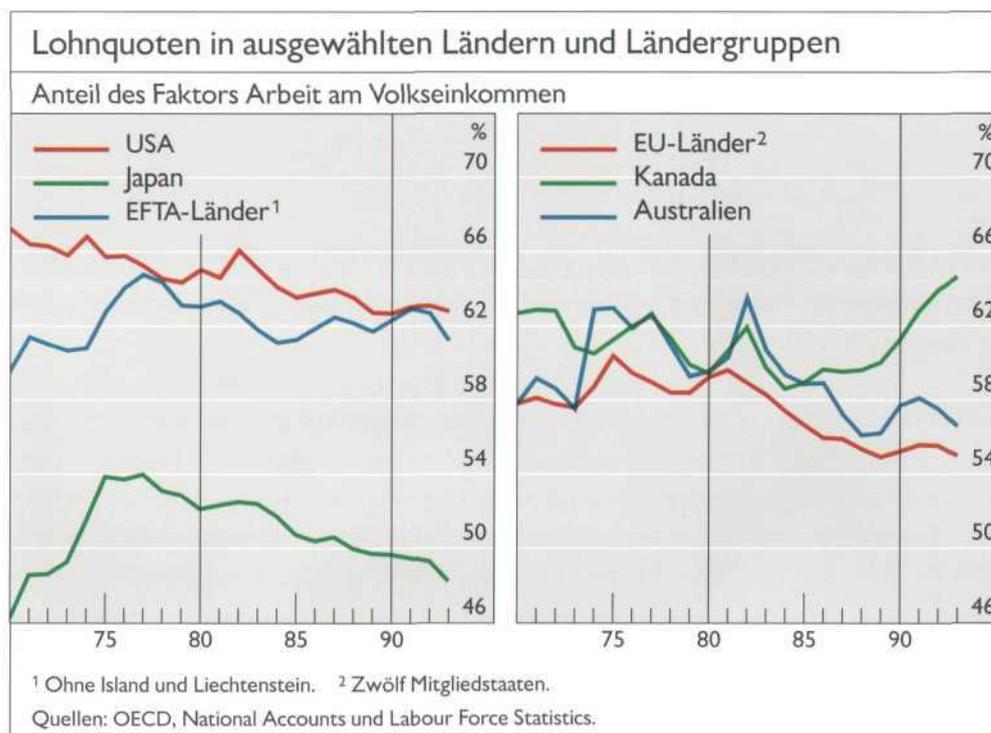
Die Entwicklung der Arbeitskosten wird anhand der nebenstehenden Grafik über die Lohnquoten untersucht. In den USA sind die Anteile der Faktoreinkommen sehr stabil; in Japan und den EU-Ländern erhöhte sich die Lohnquote Mitte der siebziger Jahre und dann nochmals nach dem zweiten Ölpreisschock, ging anschließend aber zurück. In den EFTA-Staaten kam es in den siebziger Jahren zu einem kräftigen Anstieg, der auf beschäftigungspolitische Maßnahmen bei gleichzeitig stark zunehmenden Lohnnebenkosten zurückzuführen sein dürfte. In der jetzigen Rezession ist die Lohnquote gesunken, da sich der Zuwachs der Reallöhne verlangsamt hat und das Produktivitätswachstum durch Personalabbau gesteigert wurde. In Kanada und Australien hingegen scheint die Lohnquote durch die Rezession gestiegen zu sein. In Australien liegt sie zur Zeit allerdings noch immer deutlich unter früheren Werten und ging im letzten Jahr, als der Aufschwung an Fahrt gewann, sogar zurück, während sie in Kanada den höchsten Stand seit 25 Jahren erreicht hat.

Lohnquoten meist stabil oder rückläufig

Auf den ersten Blick deutet die Grafik nicht darauf hin, daß ein übermäßiges Wachstum der Arbeitskosten der Grund für die höhere Arbeitslosigkeit in den achtziger Jahren gewesen sein könnte, außer vielleicht in Kanada. Eine genauere Betrachtung zeigt aber ein etwas anderes Bild:

Arbeitskosten jedoch möglicherweise zu hoch ...

– Der Rückgang der Lohnquote könnte darauf zurückzuführen sein, daß das Wachstum der Reallöhne aufgrund der Arbeitslosigkeit nachgelassen hat. Bei



... falls nicht bereits Änderung des Lohnverhaltens oder ...

einer niedrigeren Arbeitslosenquote könnte sich daher wieder eine überhöhte Lohnquote ergeben, wenn sich nicht das Verhalten der Reallöhne geändert hat. Die vorliegenden Informationen erlauben jedoch keine eindeutigen Schlüsse. Ökonometrische Untersuchungen der Löhne und Preise lassen keinerlei Wandel im Lohnverhalten erkennen, allenfalls vielleicht in den USA. Dagegen könnten ein verstärkter internationaler Wettbewerb und institutionelle Änderungen bedeuten, daß das Verhalten der Reallöhne wesentlich moderater geworden ist und sensibler auf das Wirken der Marktkräfte reagiert. In den achtziger Jahren wurden die Lohnverhandlungen immer mehr dezentral geführt, und zwar zum Teil, weil weniger Arbeitnehmer gewerkschaftlich organisiert waren, und zum Teil, weil sich das Schwergewicht der Beschäftigung von der Industrie zum Dienstleistungssektor verlagerte. Die meisten Länder haben die Lohnindexierung abgeschafft oder – wie in Frankreich – die Bindung der Löhne an *vergangene* Preisänderungen durch Lohnanpassungen auf der Basis der *erwarteten* Preissteigerungsraten ersetzt, so daß antiinflationäre Maßnahmen gezielter auch auf die Nominallöhne einwirken können. Wichtig ist auch, daß der Grad der gewerkschaftlichen Organisation – vor allem in den USA und in Großbritannien – gesunken ist, weil sich die Beschäftigung auf Sektoren verlagert hat, in denen die Gewerkschaften geringe Bedeutung haben, die Mitgliederzahlen in traditionell stark gewerkschaftlich organisierten Sektoren rückläufig sind und der Einfluß der Gewerkschaften durch politische Maßnahmen beschnitten wurde.

... Anpassung der Reallöhne an Produktivitätsentwicklung ...

– Zwar könnte man argumentieren, daß die Arbeitskräftenachfrage der Unternehmen nicht beeinträchtigt werden dürfte, solange die Reallöhne und die Arbeitskosten parallel zur Arbeitsproduktivität steigen, es kann aber auch genau umgekehrt sein. Steigende Reallohnkosten in Europa könnten die Unternehmen veranlaßt haben, ihre Produktivität durch Personalabbau oder eher

kapitalintensive Investitionen zu steigern, während die Beschäftigten in den USA offenbar ihre Lohnforderungen entsprechend der allmählichen Verlangsamung des Produktivitätsfortschritts heruntergeschraubt haben. Wie die Grafik auf S. 22 zeigte, besteht zwischen den EU-Ländern und den USA ein krasser Unterschied hinsichtlich der Fähigkeit, neue Arbeitsplätze zu schaffen. Dazu „paßt“ der ebenso auffällige Unterschied bei der Entwicklung der Reallöhne: In den USA haben die Reallöhne in den letzten 30 Jahren praktisch stagniert, während sie in den EU-Ländern durchschnittlich um rund 2% gestiegen sind.

– Angesichts der zunehmenden internationalen Mobilität des Realkapitals und des wachsenden Wettbewerbsdrucks, dem die Industrieländer von seiten der kostengünstiger produzierenden Entwicklungsländer und der Reformländer in Osteuropa ausgesetzt sind, erscheint es auch angebracht, bei der Berechnung der „gerechtfertigten“ Reallohnänderungen einen Blick auf die Kostenentwicklung in anderen Ländern zu werfen. In Australien und Nordamerika könnte der Wettbewerbsdruck, der von Südostasien bzw. Mexiko ausgeht, zum jüngsten Anstieg der Arbeitslosigkeit – vor allem in Industriezweigen mit einem hohen Anteil an ungelerten Arbeitskräften – beigetragen haben. Die Lohnstückkosten in Europa sind beträchtlich höher als in den jungen Industrieländern, aber der Handel mit diesen Ländern macht nach wie vor nur einen Bruchteil der Gesamtnachfrage aus. Andererseits ist der Anteil der EU-Länder am internationalen Handel mit Industriegütern außerhalb Europas seit 1980 von 22% auf 17½% gefallen. Auch ein stärker liberalisierter Handel mit Osteuropa könnte künftig Auswirkungen auf das Lohnniveau z. B. in den Sektoren Stahl und Textilien haben, selbst wenn sich im Bereich des Außenhandels zunächst nur wenig ändern dürfte.

... und internationalen Wettbewerb

*Hohe Einstellungs- und Freisetzungskosten.* Die hartnäckige Arbeitslosigkeit und der hohe Anteil der Langzeitarbeitslosen in den EU-Ländern (s. die folgende Tabelle) sind zweifellos auch darauf zurückzuführen, daß die Einstellung und

Langzeitarbeitslosigkeit:* Ausgewählte Jahre und Länder					
Land	1983	1985	1987	1989	1991
	in Prozent der Arbeitslosigkeit insgesamt				
USA	13,3	9,5	8,1	5,7	6,3
Japan	12,9	12,9	18,9	18,7	17,9
Kanada	9,9	10,3	9,4	6,8	7,2
Australien	27,5	30,9	28,6	23,0	24,9
Finnland	19,8	21,1	19,0	6,9	9,1
Norwegen	6,3	10,2	5,0	11,6	20,2
EU-Länder	46,0	54,6	53,5	53,0	46,4
(West-)Deutschland	39,3	47,9	48,2	49,0	45,5
Frankreich	42,2	46,8	45,5	43,9	37,2
Großbritannien	47,0	48,6	45,9	40,8	28,1
Belgien	66,3	69,8	74,9	76,3	61,6

\* Langzeitarbeitslose sind als Erwerbspersonen definiert, die seit mindestens zwölf Monaten ohne Beschäftigung sind.  
Quelle: OECD, Employment Outlook.

Beschäftigungseffekte von hohen Freisetzungskosten ...

Freisetzung von Mitarbeitern so teuer ist. Wenn Abfindungen in Höhe mehrerer Monatsgehälter gezahlt werden, lange Kündigungsfristen eingehalten werden müssen oder Freisetzung Gegenstand von langen und schwierigen Verhandlungen sind, zögern die Unternehmen natürlich, neue Mitarbeiter einzustellen, und werden dies nur dann tun, wenn die Konjunkturerholung eindeutig eingesetzt hat. Wie die Tabelle auf S. 21 zeigte, sind die Beschäftigungseffekte von Produktionsänderungen in den EU-Ländern verglichen mit Australien, den USA und Kanada gering. Verantwortlich hierfür sind vor allem die Verhältnisse in Deutschland, Frankreich und Italien. Noch geringer sind diese Effekte in den EFTA-Ländern und in Japan. Bei den EFTA-Ländern ist dies nach allgemeiner Einschätzung auf die hohen Freisetzungskosten in einigen dieser Länder zurückzuführen, in Japan in erster Linie auf das in den großen Industrieunternehmen geltende Prinzip der lebenslangen Beschäftigung. In Spanien ist die Freisetzung von Arbeitnehmern besonders kostspielig und kompliziert, was längerfristig zu einer schlechten Beschäftigungslage beigetragen hat. In den achtziger Jahren ist der Beschäftigungseffekt des Produktionswachstums beträchtlich gestiegen; die Hauptgründe hierfür sind jedoch die Zunahme der Teilzeitbeschäftigung von Frauen und insbesondere die durch eine Gesetzesänderung eröffnete Möglichkeit zum Abschluß befristeter Arbeitsverträge. Das hatte zur Folge, daß Ende letzten Jahres über 30% aller abhängig Beschäftigten in einem temporären Arbeitsverhältnis standen.

... und Lohnnebenkosten

*Hohe Steuern und die Kosten des Wohlfahrtsstaates.* In vielen europäischen Ländern wurden die Sozialversicherungsbeiträge der Arbeitgeber angehoben, um Staatsausgaben zu finanzieren, insbesondere die steigenden Aufwendungen für den Wohlfahrtsstaat (s. S. 34). Zusammen mit weiteren Lohnnebenkosten machen diese Zahlungen in einigen EU-Ländern fast 50% der gesamten Arbeitskosten aus, in den USA und Japan dagegen nur rund 25%. Weil die Sozialabgaben und sonstigen Lohnnebenkosten in Zeiten hoher Arbeitslosigkeit in der Regel steigen, reduzieren sie tendenziell die Konjunktorempfindlichkeit der Arbeitskosten insgesamt. Dies könnte eine Erklärung dafür sein, weshalb ein Inflationsrückgang mit einem so hohen Anstieg der Arbeitslosenquote „erkauft“ werden muß (s. die Tabelle auf S. 23), und bis zu einem gewissen Grade auch eine Erklärung für die größere Hartnäckigkeit der Arbeitslosigkeit. Weil außerdem die meisten Sozialabgaben der Arbeitgeber nach oben begrenzt sind, ist das Verhältnis zwischen Lohnnebenkosten und Löhnen bei niedriger bezahlten Arbeitskräften in der Regel größer; das könnte dazu beigetragen haben, daß sich die Arbeitskräftenachfrage zugunsten der qualifizierten Kräfte verschoben hat (s. weiter unten). Soweit die Sozialversicherungsbeiträge zur Finanzierung hoher Arbeitslosenunterstützungen verwendet werden, können sie zudem demotivierend wirken und sowohl das Wachstum der Reallöhne als auch die Arbeitslosigkeit fördern.

Starre Lohnstrukturen mitverantwortlich für hartnäckige Arbeitslosigkeit ...

*Arbeitslosigkeit und die Flexibilität der Lohnstruktur.* Aus etlichen Gründen sind die recht starren Lohnstrukturen in den meisten kontinentaleuropäischen Ländern ein Teil des Problems der Arbeitslosigkeit. Der gesunkene Grad der gewerkschaftlichen Organisation in den USA und in Großbritannien könnte eine der Ursachen dafür sein, daß die Arbeitslosigkeit in diesen Ländern weniger hartnäckig ist. In Großbritannien hatte die Arbeitslosigkeit bereits im vergangenen

Jahr zu sinken begonnen, als die Wirtschaftserholung noch auf sehr schwachen Füßen stand. Umgekehrt könnte ein anhaltend hoher Grad gewerkschaftlicher Organisation einer der Gründe für die starre Lohnstruktur und die hartnäckig hohe Arbeitslosigkeit in einigen skandinavischen Ländern und in Deutschland sein. Der hohe Anteil der Langzeitarbeitslosen in Europa, vor allem bei den Ungelernten, steht zweifellos im Zusammenhang damit, daß die relativen Löhne selbst angesichts des technologie- und außenhandelsbedingten Rückgangs der relativen Nachfrage nach ungelerten Arbeitskräften inflexibel sind. Es hat auch den Anschein, als hätten die großen regionalen Unterschiede in der Arbeitslosigkeit keine entsprechenden Lohnunterschiede zur Folge. Selbst wenn man die ehemalige DDR unberücksichtigt läßt, hat sich das regionale Gefälle der Arbeitslosigkeit in Deutschland vergrößert, während sich die entsprechenden Lohnunterschiede verringert haben. In Kanada, wo die Arbeitslosigkeit ebenfalls recht hartnäckig ist, war in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre eine ähnliche Entwicklung zu beobachten. Am gravierendsten aber ist das Problem in Italien, denn dort ist die Arbeitslosigkeit im Süden seit Jahrzehnten weit höher als im Norden, ohne daß darum die relativen Löhne angepaßt worden wären.

Aber dennoch gibt es einige gewichtige Einwände gegen die Hypothese, daß geringe und starre Lohndifferenzierungen der Hauptgrund für eine hohe Arbeitslosigkeit sein könnten. Der unterschiedliche Zuwachs an fachlich qualifizierten Erwerbepersonen mit guter Schulbildung ist der Hauptgrund dafür, daß die ausbildungsbedingten Lohnunterschiede in Deutschland stabiler waren als in den USA. Wegen des Systems der beruflichen Ausbildung können sich außerdem die Arbeitnehmer in Deutschland eher ohne Lohnänderung an Verschiebungen der relativen Nachfrage anpassen, als es in den USA möglich ist. Viele, die in den USA in das Erwerbsleben eintreten, verfügen über sehr wenige oder gar keine beruflichen Fertigkeiten, während in Deutschland diejenigen, die zum ersten Mal eine Stelle suchen, zumeist nicht nur eine theoretische, sondern auch eine berufsbezogene und arbeitspraktische Ausbildung erhalten haben, so daß zwischen den verschiedenen Gruppen von Arbeitnehmern in hohem Maße ein Austausch möglich ist, wenn Veränderungen der relativen Nachfrage Anpassungen erforderlich machen. Schließlich haben zwar institutionelle und gesetzliche Regelungen – vor allem in Deutschland, aber auch in anderen europäischen Ländern – zweifellos zur Stabilität der Lohnstruktur beigetragen, es gibt aber kaum schlüssige Beweise dafür, daß dies unmittelbar eine höhere Arbeitslosigkeit verursacht hat. Beispielsweise ist die Arbeitslosigkeit bei den ungelerten Arbeitskräften in Deutschland nur wenig rascher gestiegen als die Arbeitslosigkeit insgesamt; umgekehrt sind ungelerte Arbeitskräfte in den USA und Großbritannien trotz einer hohen Flexibilität bei der Stellensuche auf Schwierigkeiten gestoßen und entweder arbeitslos geblieben oder aus dem Erwerbsleben ausgeschieden.

... allerdings mit Ausnahmen

### *Schlußfolgerungen*

Die vorangegangenen Überlegungen zeigen, daß es weder eine einzige Erklärung für das unterschiedliche Verhalten der Arbeitsmärkte in den einzelnen Ländern gibt, noch ein klarer Konsens besteht, wie das Problem der Arbeitslosigkeit gelöst werden kann. Was in einem Land zum Erfolg geführt hat, muß in

Keine Einzelursache

einem anderen Land nicht ebenfalls funktionieren. So gibt es etwa auffällige Ähnlichkeiten zwischen der Arbeitslosigkeit in Australien und Kanada und jener in den EU-Ländern, was die Höhe und die Entwicklung im Zeitverlauf betrifft. Aber eine nähere Untersuchung zeigt, daß die Verhaltensmuster der Arbeits- und Gütermärkte in diesen beiden Ländern einerseits und den EU-Ländern andererseits ganz unterschiedlich sind, so daß auch die möglichen Problemlösungen unterschiedlich sein dürften.

Verringerung der strukturellen Arbeitslosigkeit erfordert:

Trotzdem sind einige allgemeine Bemerkungen möglich. Erstens: Die derzeitige Arbeitslosenquote von 11½% in den EU-Ländern ist zum Teil konjunkturbedingt und dürfte mit der fortschreitenden Wirtschaftserholung sinken. Versuche, den Aufschwung zu beschleunigen, sind risikobehaftet, denn die Inflation reagiert sowohl auf die *Größe* als auch auf *Veränderungen* des Abstands zwischen Produktion und Produktionspotential. Überdies würde nach einer Konjunkturerholung selbst nach sehr optimistischen Schätzungen eine *Sockel-arbeitslosigkeit* von rund 7–8% verbleiben. Den meisten Untersuchungen zufolge ist dieser Anteil in Australien und Kanada sowie insbesondere in den EU-Ländern gestiegen.

– Lohn-reagibilität

Zweitens: Eine wesentliche Voraussetzung für die Bekämpfung der strukturellen Arbeitslosigkeit in Europa besteht darin, daß Maßnahmen beschlossen und durchgeführt werden, die die Reallohnentwicklung dazu bringen, stärker auf sich verändernde Arbeitsmarktbedingungen zu reagieren, und so die Arbeitsmarkteffekte von künftigen Schocks und stabilitätspolitischen Maßnahmen mildern.

Drittens: Um die strukturelle Arbeitslosigkeit bekämpfen zu können, muß man deren genaue Gründe ermitteln:

– erhöhte Anreize und Flexibilität

– Wegen des langsameren Wachstums des Kapitalstocks und infolge arbeitssparender Investitionen besteht die Gefahr, daß die vorhandenen Kapazitäten eine Rückkehr zur Vollbeschäftigung nicht ermöglichen, wenn nicht die Anreize verstärkt werden, Kapital durch Arbeit zu ersetzen.

– Der technische Fortschritt in den achtziger Jahren ist zu Lasten der Arbeitnehmer und vor allem der ungelerten Arbeitskräfte gegangen. *Langfristig* ist technischer Fortschritt die Hauptquelle für Realeinkommenszuwächse und *nicht* eine Ursache der Arbeitslosigkeit, aber um die kurzfristige Anpassung zu glätten, ist es entscheidend, daß sowohl das Reallohniveau als auch die Lohnstrukturen flexibel sind.

– In einigen Ländern dürfte der Wettbewerb mit kostengünstiger produzierenden Entwicklungsländern die Nachfrage nach Arbeitskräften infolge des Außenhandels, des „Outsourcing“ oder der Produktionsverlagerung verringert haben. Bisher ist dieser Effekt wahrscheinlich gering, aber angesichts der verstärkten internationalen Mobilität des Sachkapitals, der Fortschritte in der Kommunikationstechnologie und des raschen Produktivitätswachstums in einigen Entwicklungsländern könnte er in Zukunft an Bedeutung gewinnen, was die Notwendigkeit der Lohnflexibilität noch erhöht.

– Beseitigung von Motivationshemmnissen und Behinderungen der Marktkräfte

– Die zunehmende Belastung der Arbeitgeber durch Sozialversicherungsbeiträge und sonstige Lohnnebenkosten könnte diese in manchen Fällen von Neueinstellungen abgehalten haben. Die beste Lösung dürfte sein, diese Abgaben zu reduzieren, und zwar vor allem jene, die für Ausgaben verwendet

werden, die motivationshemmend wirken und/oder die Reallohnflexibilität vermindern.

– Die Inflexibilität der relativen Löhne vor dem Hintergrund großer Verschiebungen in der Struktur der Arbeitsnachfrage ist zweifellos ein wichtiger Grund für die strukturelle Arbeitslosigkeit, insbesondere in Europa. Um sie zu reduzieren, sollten gesetzliche Regelungen, die eine reibungslose Anpassung der Arbeitsmärkte behindern, aufgehoben und die Löhne durch die Marktkräfte statt durch institutionelle Verfahren bestimmt werden.

Viertens schließlich: Die Beseitigung der verschiedenen Ursachen der strukturellen Arbeitslosigkeit durch angebotsseitige oder strukturelle Maßnahmen ist für eine inflationsneutrale Verringerung der Arbeitslosigkeit zwar *notwendig*, sie ist aber nicht *hinreichend*. Um die strukturelle Arbeitslosigkeit wirklich zu reduzieren, muß gleichzeitig dafür gesorgt werden, daß die gesamtwirtschaftliche Nachfrage rasch genug wachsen kann, um die Kapazitätsunterauslastung, sei sie konjunktureller oder sonstiger Art, allmählich zu überwinden. Außerdem dürfte, wenn die notwendigen Strukturänderungen vorgenommen sind, ein etwas rascheres Wachstum der Nachfrage die bereits erzielten Erfolge bei der Preis- und Inflationsentwicklung nicht gefährden.

Allmähliches  
Nachfragewachstum  
notwendig

## Staatsverschuldung und haushaltspolitische Zwänge

### *Jüngste Entwicklung der Staatsverschuldung*

Der Einsatz der Fiskalpolitik zur Stimulierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und zur Verringerung der Arbeitslosigkeit wurde durch die hohe öffentliche Verschuldung, die die meisten Industrieländer beim Eintritt in den aktuellen Konjunkturabschwung aufwiesen, extrem eingeschränkt. Trotzdem ist die Staatsverschuldung im Verhältnis zum BIP im vergangenen Jahr weiter angestiegen, worin sich sowohl eine konjunktur- als auch eine strukturbedingte Verschlechterung des Staatshaushalts widerspiegeln. Nur Japan und Irland konnten ihre Verschuldungsquote in den letzten vier Jahren zurückführen. In den sieben größten Ländern – mit Ausnahme Japans – ist die Relation der öffentlichen Verschuldung zum BIP seit 1989 im Durchschnitt um über 10 Prozentpunkte gestiegen. Insgesamt erreichte die Nettoverschuldung in den OECD-Ländern 1993 fast 40% des BIP, verglichen mit rund 32% im Jahr 1989.

Rascher Anstieg  
der Staatsschuldenquote ...

Mitte und Ende der achtziger Jahre trugen ein nachhaltiger Wirtschaftsaufschwung und Programme zur mittelfristigen Sanierung der öffentlichen Finanzen dazu bei, die Spirale steigender Staatsschulden und Zinszahlungen zu bremsen. Als die konjunkturbereinigten Überschüsse im Primärhaushalt schließlich stärker wuchsen als die Zinslast (s. die Grafik gegenüber), verlangsamte sich die Ausweitung der staatlichen Verschuldung, und in einigen Fällen konnte die Staatsschuld sogar zurückgeführt werden. Mehrere Länder (wie Großbritannien, Deutschland, Frankreich, Dänemark und Belgien) entschieden sich in der ersten Hälfte der achtziger Jahre für eine relativ zügige und durchgreifende Kursänderung. In einem der erfolgreichsten Stabilisierungsprogramme gelang es der dänischen Regierung, den Saldo im Primärhaushalt in den vier Jahren nach Verabschiedung der Stabilisierungsmaßnahmen im Jahr 1982 konjunkturbereinigt um über 10% des BIP zu verbessern. Andere Länder gingen eher

... denn nach  
Fortschritten in  
den achtziger  
Jahren dank  
Konsolidierungs-  
programmen ...

## Nettoverschuldung, Zinsbelastung und konjunkturbereinigter Primärsaldo

In Prozent des BIP

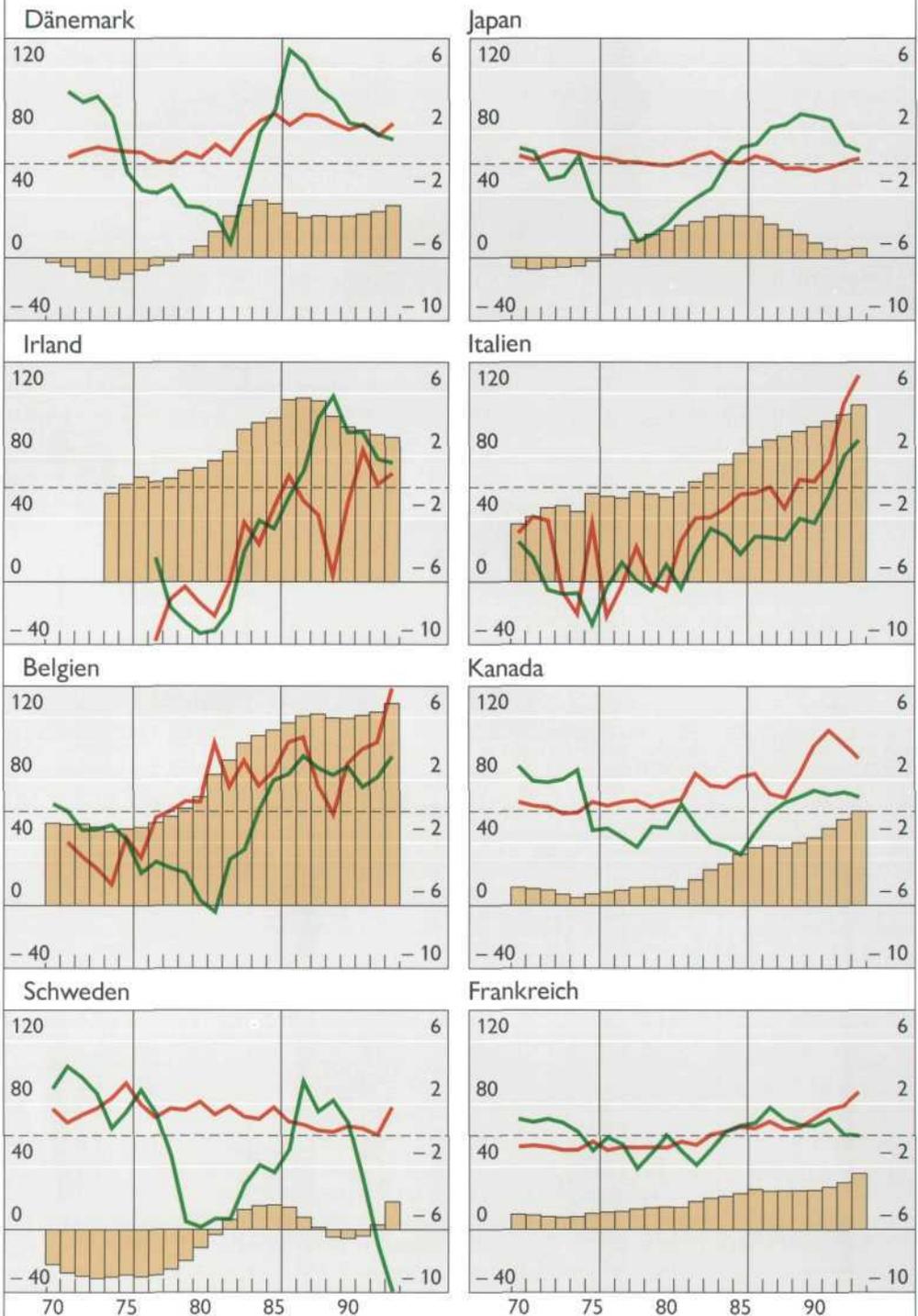
Linke Skala:

Nettoverschuldung

Rechte Skala:

Zinsbelastung\*

Konjunkturbereinigter Primärsaldo\*



\* Zur Erläuterung s. die Tabelle auf S. 32. Die Zinsbelastung ist die Summe aus den Nettozinszahlungen in Prozent des BIP und dem Wachstumseffekt. Ein über der Zinsbelastung liegender Primärüberschuß weist auf eine tragfähige Finanzsituation mit rückläufigen Verschuldungsquoten hin.

Quellen: OECD, Economic Outlook; eigene Schätzungen.

schrittweise vor (z. B. Japan und Österreich), wieder andere konnten ihre Primärsalden erst im Zuge des Wirtschaftsaufschwungs Ende der achtziger Jahre konsolidieren (z. B. Irland, Schweden und Kanada). Manche (z. B. Italien) erzielten in den achtziger Jahren nur geringe Erfolge, weil die Zinszahlungen den Primärsalden weiterhin davonzuliefen.

Wie die folgende Tabelle zeigt, trug das lebhaftere Wirtschaftswachstum Ende der achtziger Jahre erheblich zu dem kräftigen Rückgang der Relation von Staatsverschuldung und BIP bei, denn es erhöhte den Nenner und schlug sich außerdem in der konjunkturellen Komponente des Staatshaushalts nieder. In einigen Ländern verdeckte diese günstige Konjunkturlage die Tatsache, daß die Verbesserung des Primärsaldos in konjunkturbereinigter Betrachtung zum Stillstand gekommen war oder sich sogar umgekehrt hatte, obwohl eine

... und lebhaftem  
Wirtschafts-  
wachstum ...

Bestimmungsfaktoren für die Gesamtverschuldung der öffentlichen Haushalte										
Land	1989					1993				
	Nettokreditaufnahme, davon			Wachstums- effekt	Netto- verschul- dung	Nettokreditaufnahme, davon			Wachstums- effekt	Netto- verschul- dung
	Zins- zahlun- gen	Primärdefizit				Zins- zahlun- gen	Primärdefizit			
		konjunk- tur- bedingt	nicht konjunk- tur- bedingt				konjunk- tur- bedingt	nicht konjunk- tur- bedingt		
in Prozent des BIP										
USA	2,0	-0,7	0,2	- 2,1	30,4	2,0	0,2	1,4	1,9	39,1
Japan	0,9	-0,2	-3,2	- 1,1	14,9	0,3	1,5	-0,8	- 0,0	6,0
Deutschland <sup>1</sup>	2,2	-0,1	-2,2	- 1,4	22,7	2,9	0,3	0,7	- 0,6	27,5
Frankreich	2,2	-0,2	-0,7	- 1,7	24,8	3,1	2,8	0,0	- 0,4	35,6
Italien	8,4	-0,5	2,0	- 7,9	96,1	10,9	1,8	-3,0	- 3,8	112,6
Großbritannien	2,4	-1,6	-1,7	- 3,0	30,1	2,6	2,3	3,2	- 1,4	41,9
Kanada	4,9	-1,0	-0,9	- 2,5	40,2	5,3	2,6	-0,9	- 1,9	60,1
Australien	1,9	-0,4	-2,9	- 1,6	12,2	1,0	1,7	3,0	- 0,6	22,8
Belgien	9,5	-0,8	-2,3	- 9,7	119,7	9,9	0,5	-3,5	- 2,1	129,0
Dänemark	3,8	0,8	-4,0	- 1,2	26,1	3,1	2,8	-1,5	- 0,5	33,3
Finnland	0,5	-2,5	-0,9	- 0,1	- 1,7	3,1	7,8	-1,8	- 0,1	3,1
Griechenland	8,1	-1,0	9,6	- 9,9	74,1	13,5	0,2	1,1	-11,1	94,8
Irland	6,2	0,6	-5,8	-11,7	105,4	5,8	-1,0	-1,6	- 4,9	92,1
Niederlande	4,4	-0,3	0,6	- 3,0	54,9	4,8	0,0	-0,7	- 1,0	59,8
Norwegen	-2,5	0,1	0,9	1,3	-20,3	-0,6	1,5	2,2	0,6	-13,4
Österreich	3,1	-0,1	-0,2	- 3,6	56,9	3,5	1,2	-1,8	- 1,7	57,1
Portugal	7,1	-0,6	-3,5	-11,9	71,7	7,6	1,0	-0,5	- 3,2	67,6
Schweden	0,4	-3,5	-2,2	- 0,1	- 4,8	1,8	2,9	10,0	0,0	17,7
Spanien	3,1	-1,5	1,2	- 3,4	30,8	4,7	1,0	1,5	- 1,2	42,0
Durchschnitt <sup>2</sup>	2,6	-0,6	-0,9	- 2,4	31,9	2,9	1,2	0,5	0,0	38,0

Anmerkung: Die Veränderung der Nettoverschuldungsquote umfaßt die Nettozinszahlungsquote, eine konjunkturelle und eine konjunkturbereinigte Komponente des Primärdefizits sowie den Wachstumseffekt. Die Summe der ersten drei Größen ist gleich der Nettokreditaufnahme der öffentlichen Haushalte im Verhältnis zum BIP. Die konjunkturbereinigte Komponente des Primärdefizits wird berechnet als die Primärausgaben in Prozent des trendmäßigen BIP abzüglich der Einnahmen in Prozent des BIP. Der Wachstumseffekt wird berechnet als  $-g/(1+g)$  multipliziert mit der Nettoverschuldungsquote zum Ende der Vorperiode, wobei  $g$  = jeweilige Wachstumsrate des nominalen BIP. Ein positives Vorzeichen weist auf einen Anstieg der Verschuldungsquote hin.

<sup>1</sup> Angaben für 1989 beziehen sich nur auf Westdeutschland. <sup>2</sup> Gewogener Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Wechselkurse von 1991.

Quellen: OECD, Economic Outlook; eigene Schätzungen.

... Verschlechterung Anfang der neunziger Jahre

Fortsetzung der strukturellen Konsolidierung notwendig gewesen wäre. Der Konjunkturabschwung seit 1990 und die dadurch bedingte Verschlechterung der Primärsalden um durchschnittlich 2% des BIP haben dieses Problem ans Licht gebracht. Der konjunkturbereinigte Primärsaldo in Ländern mit einer Netto-staatsverschuldung von unter 40% des BIP hat sich in diesem Zeitraum im Durchschnitt um 2% des BIP verschlechtert, während er sich in den hochverschuldeten Ländern durchschnittlich um 1/2% des BIP verbesserte. Folglich steigt die Staatsverschuldung in Relation zum BIP seit 1989 wieder sehr rasch an, am steilsten – mit rund 20 Prozentpunkten in den letzten vier Jahren – in Schweden, Griechenland und Kanada.

*Steigende Sozialversicherungsleistungen und Verschlechterung der Altersstruktur der Bevölkerung*

Steigende Sozialversicherungsleistungen aufgrund konjunktureller ...

Die derzeitige Verschlechterung der Haushaltssalden ist beinahe überall durch einen steigenden Anteil der Sozialversicherungsleistungen und sonstigen öffentlichen Transfers am BIP gekennzeichnet. Seit 1989 haben diese Transferzahlungen in den OECD-Ländern um durchschnittlich über 2% und in Schweden und Finnland um rund 7% bzw. 10% des BIP zugenommen. Weitgehend ist dies konjunkturbedingt, verursacht durch höhere Ausgaben für Arbeitslosenunterstützung und andere Hilfsprogramme, es deutet aber auch auf eine eher strukturelle Verschiebung innerhalb der Staatsausgaben hin. Die untenstehende Tabelle zeigt, daß sich der Anteil der Staatsausgaben am BIP nach dem steilen Anstieg im

Ausgaben der öffentlichen Haushalte in den sieben größten Ländern								
Posten und Jahr		USA	Japan	(West-) Deutschland	Frankreich	Italien	Großbritannien	Kanada
		in Prozent des BIP						
Ausgaben insgesamt	1970	30,8	19,0	38,3	38,5	33,0	36,7	33,5
	1980	31,8	32,0	47,9	46,1	41,9	43,0	38,8
	1990	33,3	31,7	45,1	49,8	53,2	39,9	45,8
		in Prozent der Ausgaben insgesamt						
Sozialversicherungsleistungen und sonstige Transfers	1970	26,9	25,8	37,0	42,7	39,0	23,7	24,2
	1980	36,9	32,9	39,6	45,0	35,5	27,4	26,0
	1990	36,8	37,9	43,2	46,8	36,0	30,4	28,7
Staatsverbrauch	1970	68,3	39,2	41,2	39,0	40,2	47,5	55,0
	1980	58,9	30,7	42,2	40,0	35,7	49,2	49,2
	1990	56,7	28,8	40,6	36,5	33,2	50,1	44,0
Zinszahlungen	1970	3,9	3,2	2,5	2,8	5,0	10,6	10,9
	1980	3,7	9,9	4,0	3,2	13,0	10,9	13,9
	1990	6,3	12,5	5,8	5,9	18,1	8,6	20,6
<i>Nachrichtlich:</i>								
Öffentliche Altersversorgung*	1990	15,2	16,9	15,3	18,0	21,1	17,3	8,5
Öffentliches Gesundheitswesen	1990	15,7	15,0	13,2	13,3	11,8	13,0	14,9

\* USA und Kanada: 1990; übrige Länder: 1988.  
 Quellen: OECD, Economic Outlook, Pension Liabilities in the Seven Major Countries 1993, New Orientations for Social Policy 1994.

Gefolge der ersten Ölkrise in den siebziger Jahren in vielen Ländern stabilisierte. Die einzelnen Ausgabenkomponenten entwickelten sich jedoch recht unterschiedlich. Während der Anteil des Staatsverbrauchs im Durchschnitt gesunken ist, haben sowohl die Zinszahlungen für die Staatsschuld als auch die Sozialversicherungsleistungen an Gewicht gewonnen. Der Grund für den höheren Schuldendienst ist nach den vorstehenden Erläuterungen offensichtlich, aber der Anstieg der Transferzahlungen hat mehrere Ursachen. In der untenstehenden Tabelle wird der Beitrag der Bevölkerungs- und Arbeitsmarktentwicklung untersucht. In den meisten Ländern ermöglichten Veränderungen der Erwerbs- und Abhängigenquote nach 1983 einen Rückgang des Anteils der Sozialleistungen am BIP. In vielen Fällen wurden diese Einflüsse jedoch durch einen weiteren Anstieg der Pro-Kopf-Leistungen im Verhältnis zum Durchschnittslohn mehr als ausgeglichen. Obwohl einige Regierungen in den achtziger Jahren die Bestimmungen für ihre Transferleistungen anpaßten, indem sie die Indexierung aufhoben, die Höhe der Leistungen im Verhältnis zu den Löhnen herabsetzten und die Anspruchsvoraussetzungen verschärfen, haben sich offenbar die realen Transfers je Begünstigten weiter kräftig erhöht, zustehende Leistungen wurden auf breiterer Basis in Anspruch genommen, und der Kreis der Anspruchsberechtigten hat sich erweitert.

... und struktureller Faktoren

Komponenten des Wachstums der Sozialversicherungsleistungen										
Land	1978–83					1986–91*				
	$\Delta SS$	$\Delta DR$	$\Delta ER$	$\Delta BW$	$\Delta WS$	$\Delta SS$	$\Delta DR$	$\Delta ER$	$\Delta BW$	$\Delta WS$
in Prozent des BIP										
USA	2,04	-0,11	0,30	1,88	-0,05	-0,12	0,12	-1,39	1,18	-0,03
Japan	1,80	-0,05	-0,62	2,20	0,28	-0,26	-0,37	-1,00	1,24	-0,05
(West-)Deutschland	0,14	-1,00	0,82	0,38	-0,04	-2,19	-0,13	-0,92	-0,33	-0,84
Frankreich	3,04	-0,64	1,06	2,20	0,41	0,38	-0,16	-0,56	2,70	-1,55
Italien	2,48	-0,48	0,49	2,83	-0,38	1,00	-0,36	-0,48	2,58	-0,71
Großbritannien	2,49	-0,31	1,29	2,14	-0,62	-0,85	0,01	-0,37	-0,82	0,28
Kanada	1,83	-0,20	0,07	2,17	-0,29	2,35	0,09	-0,85	2,65	0,40
Australien	1,43	-0,14	0,39	1,41	-0,20	0,85	-0,19	-0,70	2,17	-0,46
Belgien	2,52	-0,49	1,59	2,10	-0,67	-2,27	0,01	-0,82	-0,06	-1,42
Dänemark	2,54	-0,45	0,03	3,07	-0,11	0,87	-0,36	-0,80	2,54	-0,53
Finnland	0,37	-0,08	-0,49	1,01	-0,70	-1,09	0,10	-0,18	-1,05	0,00
Griechenland	3,97	-0,21	-0,12	3,40	0,85	1,22	-0,39	-0,48	3,15	-1,01
Irland	4,64	-0,20	0,60	3,95	0,39	-1,23	-0,59	0,49	-0,14	-1,03
Niederlande	1,65	-0,71	2,22	1,34	-1,16	-0,89	-0,37	-1,30	1,93	-1,12
Norwegen	0,49	-0,25	-0,17	3,51	-2,45	5,03	-0,23	0,02	4,64	0,67
Österreich	0,86	-0,71	0,85	1,40	-0,64	0,45	-0,19	-0,65	1,37	-0,06
Portugal	1,72	-0,23	-0,69	2,89	-0,20	2,78	-0,37	-0,88	5,04	-0,92
Schweden	1,11	-0,17	-0,16	2,73	-1,24	2,03	0,12	-0,59	2,19	0,32
Spanien	3,23	-0,27	2,20	1,88	-0,62	1,33	-0,68	-2,00	5,01	-0,83

Anmerkung: Die Veränderung der Sozialversicherungsleistungen in Relation zum BIP ( $\Delta SS$ ) setzt sich aus vier Veränderungskomponenten zusammen: der Veränderung der Abhängigenquote ( $\Delta DR$ ), des Beschäftigungsgrads ( $\Delta ER$ ), der Pro-Kopf-Leistungen im Verhältnis zum Durchschnittslohn ( $\Delta BW$ ) und der Lohnquote ( $\Delta WS$ ). Die Abhängigenquote entspricht dem Verhältnis zwischen der Bevölkerung im Alter von unter 15 bzw. über 65 Jahren und der Bevölkerung im Alter von 15–65 Jahren.

\* Deutschland: 1983–90; Finnland: 1983–89.

Quellen: OECD, Economic Outlook und Annual Labour Force Statistics.

Künftige  
Belastung der  
Kranken- und  
Rentenver-  
sicherungen

Aus demographischen Prognosen geht hervor, daß sich der Anteil der über 65jährigen an der Bevölkerung erheblich erhöhen und in manchen Fällen sogar verdoppeln wird, wenn die geburtenstarken Jahrgänge das Rentenalter erreichen. Das wird eine zusätzliche Belastung für die staatlichen Kranken- und Rentenversicherungen mit sich bringen, die bereits jetzt zu den größten Ausgabenposten in den öffentlichen Haushalten zählen (s. die Tabelle auf S. 33). Besonders in Japan verschlechtert sich die Altersstruktur der Bevölkerung rapide, was auch erklärt, weshalb die Regierung zögert, sich zur Ankurbelung der Konjunktur in zu hohem Maße auf die Neuverschuldung zu stützen. Nimmt man an, daß die Leistungen je Begünstigten, die Erwerbsbeteiligung und die Quote der Anspruchsberechtigten unverändert bleiben, wird sich die Relation der Pensionsausgaben zum BIP, die 1990 rund 6% betrug, den Prognosen nach bis zum Jahr 2040 verdoppeln. In Italien wäre der Anstieg – von 11% 1990 auf 22% im Jahr 2040 – noch beunruhigender. Nach OECD-Schätzungen entsprechen die abgezinsten Nettoverbindlichkeiten, die durch die – weitgehend nicht durch Mittel abgesicherten – Rentenansprüche begründet werden, in Japan, Frankreich, Italien und Kanada mehr als dem Doppelten des nominalen BIP und in Deutschland und Großbritannien mehr als dem Anderthalbfachen des BIP. Weil erdrückende Beitragserhöhungen notwendig wären, um diesen Anstieg der staatlichen Rentenausgaben zu finanzieren, versuchen viele Regierungen das Problem durch Rentenkürzungen, ein höheres Pensionsalter und die Einführung privater Pensionsfonds anzugehen. In Italien wurden kürzlich Maßnahmen ergriffen, um die Altersgrenze für Männer schrittweise auf 65 und für Frauen auf 60 Jahre anzuheben, den Bemessungszeitraum für die Berechnung der Höhe der Pensionsansprüche von fünf auf zehn Jahre zu verlängern und die Zahl der erforderlichen Beitragsjahre zu erhöhen. Außerdem wurden die Beitragssätze um 0,3% des Bruttoverdienstes angehoben, und die Errichtung privater Pensionsfonds wird gefördert. Auch in den meisten anderen Industrieländern sind ähnliche Maßnahmen bereits eingeführt worden oder in Vorbereitung.

#### *Haushaltspolitik im laufenden Konjunkturzyklus*

Einengung der  
Fiskalpolitik

Die rasche Ausweitung der Staatsverschuldung und die große künftige Belastung der Staatsausgaben durch die Veränderung der Altersstruktur der Bevölkerung stehen im Mittelpunkt der Diskussion über den angemessenen Kurs der Haushaltspolitik im laufenden Konjunkturzyklus. Die Wirksamkeit der Fiskalpolitik als Instrument der gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung wird ernsthaft angezweifelt, seit Versuche einer Konjunkturstimulierung durch eine expansive Haushaltspolitik in den siebziger und frühen achtziger Jahren die Inflation antrieben und die Staatsverschuldung in Relation zum BIP ansteigen ließen. Die hohe Staatsverschuldung ging einher mit einem Rückgang der weltweiten Ersparnis, höheren Realzinsen, der Verdrängung zinsreagibler privater Investitionen und einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums. Das mittelfristige Ziel einer Verringerung der öffentlichen Verschuldung schließt einen kurzfristigen Beitrag der Fiskalpolitik zur Konjunkturstabilisierung nicht unbedingt aus. In der aktuellen Diskussion geht es jedoch weniger um den Einsatz der Finanzpolitik als aktives Instrument der Stabilisierung als vielmehr um die Frage, inwieweit das Wirken der automatischen Stabilisatoren zugelassen werden sollte und zu

welchem Zeitpunkt, in welchem Maße und mit welchem Tempo ein expansiver finanzpolitischer Kurs wieder umgekehrt werden sollte. Die Antworten auf diese Fragen hängen davon ab, wie tragfähig, wie anfällig und wie glaubwürdig die derzeitige Finanzpolitik ist.

Die Tragfähigkeit der Finanzpolitik ist dann gegeben, wenn der jeweilige Ausgaben- und Einnahmenpfad beibehalten werden kann, ohne daß die Staatsverschuldung in Relation zum BIP permanent wächst. Sie ist Voraussetzung für jeglichen flexiblen Einsatz der Finanzpolitik. In Italien, das 1990 mit einem Defizit im Primärhaushalt und einer hohen Verschuldungsquote in den weltweiten Abschwung eintrat, besteht nur sehr wenig Spielraum für das Wirken der automatischen Stabilisatoren. Trotz eines schwierigen wirtschaftlichen und politischen Umfelds ist es den wechselnden Regierungen in Italien gelungen, den Saldo im Primärhaushalt von einem Defizit in einen Überschuß zu verwandeln. Der im Juli 1993 aufgestellte revidierte Konvergenzplan sieht einen allmählichen Anstieg des Primärüberschusses bis auf 3,6% des BIP im Jahr 1996 vor. Anders als in vorangegangenen Haushaltsplänen stützt sich die vorgesehene Reduktion des Budgetdefizits für 1994 hauptsächlich auf Einsparungen bei den Primärausgaben; u. a. sollen die staatlichen Pensionszahlungen gesenkt und die Ausgaben im Gesundheitswesen stärker unter Kontrolle gehalten werden.

Normale zyklische Schwankungen der Produktion dürften für eine tragfähige Finanzpolitik keine Gefahr bedeuten, denn es sind nur geringe Verbesserungen des strukturellen Primärüberschusses notwendig, um die Verschuldungsquote mittelfristig zu stabilisieren. Aber einige Länder sind in eine sich lang hinziehende und sehr tiefe Rezession geraten. Bei ihnen stellt sich die Frage nach der Dauer der gesamtwirtschaftlichen Nachfrageschwäche und der entsprechenden Defizite. In den letzten vier Jahren lag das durchschnittliche BIP-Wachstum in Kanada nahe Null, während das reale BIP in Schweden und Finnland drei Jahre hintereinander zurückging. Nach den meisten Schätzungen der Konjunkturereagibilität des Staatshaushalts ließe sich damit ohne weiteres ein Anstieg der Verschuldungsquote um mindestens 10 Prozentpunkte erklären. Sowohl Kanada als auch Finnland konnten die konjunkturbereinigte Verschlechterung ihres Primärhaushalts in Grenzen halten. In Schweden dagegen hat sich die konjunkturbereinigte Komponente seit 1989 um über 10 Prozentpunkte verschlechtert; dabei spielen Faktoren wie die staatliche Unterstützung des Bankensystems und die verzögerte Anpassung der Transferzahlungen an niedrigere Inflationsraten eine Rolle. Auch mehrere 1992 beschlossene Maßnahmenbündel zur Reduzierung der Sozialleistungen auf ein weniger üppiges Maß konnten nicht verhindern, daß die Haushaltsvorgaben erheblich überschritten wurden, so daß die Regierung gezwungen war, im April 1993 ein weiteres Konsolidierungsprogramm für den Zeitraum 1994–98 anzukündigen. Daß die Kontrolle über die öffentlichen Haushalte offensichtlich gefährdet ist, zeigen Prognosen der OECD, wonach ohne solche Maßnahmen die schwedische Nettoverschuldung bis Ende dieses Jahrzehnts sehr schnell auf 80% des BIP oder darüber ansteigen würde.

Durch ihre Auswirkungen auf die Zinsbelastung steigert eine hohe Staatsverschuldung auch die Anfälligkeit der Finanzpolitik für die Konjunktur-entwicklung. Bei einer Verschuldung von rund 100% des BIP erhöht sich die Zinsbelastung um 1% des BIP, wenn sich der Abstand zwischen der durchschnitt-

Bedeutung der  
Tragfähigkeit ...

... Anfälligkeit ...

lichen Verzinsung der Staatsschuld und der nominalen Wachstumsrate um 1 Prozentpunkt vergrößert. Zu Beginn eines Abschwungs sind die Realzinsen in der Regel hoch, während die Wachstumsraten rasch sinken. Welch große Bedeutung das für die Staatsverschuldung hat, zeigte sich in Belgien, Italien und Irland. In Belgien verminderte sich die Zinsbelastung von 2,5% des BIP 1985 auf -0,2% 1989 und stieg dann wieder auf 7,8% 1993 (s. die Grafik auf S. 31). Diese Ausschläge überdeckten alle in der letzten Zeit erzielten Strukturverbesserungen beim Primärüberschuß und zwangen die Regierung zu weiteren Sparmaßnahmen. Der im Juni 1992 aufgestellte und im April 1993 revidierte belgische Konvergenzplan sieht eine Verringerung der staatlichen Nettokreditaufnahme auf 3% des BIP im Jahr 1996 vor. Um den negativen Effekten der hohen Realzinsen und des langsamen Wachstums entgegenzuwirken, wurden mehrere Korrekturmaßnahmen ergriffen, darunter die Verabschiedung eines Globalplans im November 1993, der u. a. darauf abzielt, das finanzielle Gleichgewicht in der Sozialversicherung durch Eingriffe in den Bereichen Gesundheitswesen, Renten, Familienvergünstigungen und Arbeitslosenunterstützung wiederherzustellen.

Die Anfälligkeit der hochverschuldeten Länder gegenüber Zinserhöhungen kann auch die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik beeinträchtigen. Am deutlichsten wurde dies während der europäischen Währungsturbulenzen 1992 und 1993. In Italien sind rund 65% der Staatsverschuldung entweder kurzfristiger Art oder variabel verzinslich, so daß die durchschnittlichen Zinskosten sehr stark von den kurzfristigen Zinssätzen abhängen. In Belgien ist die durchschnittliche Laufzeit der Staatsschuldtitel länger, aber bei über einem Viertel beträgt sie weniger als ein Jahr. Auch in Kanada zeigt sich die Wechselwirkung zwischen Geldpolitik und öffentlicher Verschuldung; dort ließ eine gezielte Inflationsbekämpfungspolitik – kombiniert mit einem anhaltenden Risikoaufschlag gegenüber den langfristigen Sätzen in den USA – die Zinsbelastung stärker ansteigen als je zuvor.

... und Glaubwürdigkeit

Die Glaubwürdigkeit der Finanzbehörden und ihrer Haushaltspläne ist von Bedeutung für die Wirkung finanzpolitischer Kursänderungen. Da sich mittelfristige Haushaltspläne auf die künftige Höhe der Staatsverschuldung, der öffentlichen Ausgaben und der Steuern auswirken, beeinflussen sie auch die Erwartungen bezüglich der Zinsentwicklung und der Produktion, was wiederum Änderungen der geltenden langfristigen Zinssätze nach sich ziehen kann. Solche Erwartungseffekte können die direkten Nachfragewirkungen von aktuellen Änderungen bei Steuern und Staatsausgaben neutralisieren. Die französische Regierung beispielsweise bettete ihre jüngsten expansiven Haushaltsmaßnahmen in den Rahmen der mittelfristigen Haushaltskonsolidierung ein, um die Finanz- und Devisenmärkte nicht zu beunruhigen und negative Verdrängungseffekte zu vermeiden. Der Haushaltsplan für 1994 sieht ein Defizit von FF 300 Mrd. (4,2% des BIP) vor, aber die Staatsausgaben sollen gegenüber dem revidierten Haushaltsplan für 1993 nur um 1,1% steigen. In dem Plan sind Maßnahmen zur Beschäftigungsförderung und zur Ankurbelung der Bautätigkeit enthalten.

In Frankreich leicht expansive Finanzpolitik ...

In Großbritannien und den USA bestand das wichtigste Anliegen dagegen darin, die Haushaltspolitik zu straffen, ohne die zunächst schleppende Wirtschaftserholung zu gefährden. Durch die Ankündigung eines glaubwürdigen

Plans zur Senkung des Defizits, in dem die meisten vorgesehenen Anpassungen erst mit zeitlicher Verzögerung in Kraft treten, konnte dieses Problem teilweise gelöst werden. Ziel ist es, die unmittelbaren Nachfrageeffekte zu Beginn des Programms zu mindern, während die Erwartung eines künftigen Schuldenabbaus zu einem sofortigen Rückgang der langfristigen Zinsen führen und die zinsreagiblen Nachfragekomponenten stimulieren kann. In den USA sanken die langfristigen Anleihenrenditen nach der Ankündigung und Verabschiedung des Gesetzespakets zur Senkung des Budgetdefizits (Omnibus Budget Reconciliation Act 1993). Durch dieses Maßnahmenbündel, das kürzlich durch den Haushaltsplan für 1994 und ein beinahe komplettes Einfrieren der diskretionären Ausgaben für die nächsten fünf Jahre in seiner Stoßrichtung verstärkt wurde, soll das Defizit im Bundeshaushalt letztlich um 1¾% des BIP verringert werden. In Großbritannien zeigte der im Frühjahr 1993 bekanntgegebene Haushaltsplan nur geringe Wirkung an den Finanzmärkten, aber das erste Ganzjahresbudget im Herbst verursachte eine ausgeprägte Kurserholung an den Anleihemärkten. Insgesamt sollen die beiden Budgets die Steuereinnahmen 1994 um 1,3% des BIP steigern und die Ausgaben um 0,5% reduzieren. In Deutschland schließlich löste die Verabschiedung des Föderalen Konsolidierungsprogramms im Mai 1993, das u. a. ab 1995 einen neuen Solidaritätszuschlag auf die Einkommensteuer in Höhe von 7,5% zur Finanzierung der Strukturreformen in Ostdeutschland vorsieht, einen weiteren Rückgang der langfristigen Zinssätze aus. Dieses Programm wurde im Etat für 1994 durch Kürzungen der öffentlichen Ausgaben in den nächsten drei Jahren ergänzt; u. a. sollen die Leistungen für Arbeitslosen- und Sozialhilfe um 3% reduziert werden.

Wesentlich für den Erfolg der Strategien dieser Länder ist die Erkenntnis, daß eine straffere Haushaltspolitik es den Währungsbehörden erleichtern wird, die Zinsen zu senken und die zinsreagiblen Ausgaben zu stimulieren, ohne die Fortschritte im Kampf gegen die Inflation aufs Spiel zu setzen. In Japan konnten dagegen selbst drei aufeinanderfolgende Haushaltspakete im August 1992 sowie im April und September 1993, durch die die öffentlichen Investitionen um schätzungsweise 5,2% des BIP ausgeweitet wurden, das Wirtschaftswachstum noch nicht wiederbeleben. Darum wurde im Februar 1994 ein weiteres Haushaltspaket vorgelegt, das u. a. eine einmalige Senkung der Einkommensteuern und weitere Erhöhungen der öffentlichen Investitionen vorsieht.

Das Bestreben, die Glaubwürdigkeit zu erhöhen, war einer der Gründe für die Übernahme der haushaltspolitischen Kriterien im Vertrag von Maastricht durch die EU-Länder. Konvergenzprogramme wurden aufgestellt, die multilaterale Überwachung wurde verstärkt, und die Definitionen haushaltspolitischer Konzepte und Ziele wurden harmonisiert. Wegen der schlechteren Wachstumsaussichten gestaltet es sich wesentlich schwieriger, die Defizitvorgabe von 3% bis 1996 zu erreichen. Fast alle ursprünglich aufgestellten Konvergenzpläne mußten revidiert werden. In Deutschland beispielsweise war das Defizit in Relation zum BIP 1993 um 1 Prozentpunkt höher als ursprünglich veranschlagt (wobei die zusätzliche Mittelaufnahme in Höhe von rund 2% des BIP durch die Treuhandanstalt, die Bundesbahn und die Bundespost nicht berücksichtigt ist). Beträchtliche Budgetüberschreitungen im Jahr 1993 veranlaßten auch die spanische Regierung, für 1994 einen restriktiven Haushaltsplan vorzulegen, mit dem

... in den USA, Großbritannien und Deutschland finanzpolitische Straffung ...

... und in Japan stark expansive Finanzpolitik

In den Konvergenzprogrammen der EU-Länder hohe Budgetüberschreitungen

das Defizit auf 5,7% des veranschlagten BIP begrenzt werden soll, und im Februar dieses Jahres einen neuen Dreijahresplan zur weiteren Verringerung des Staatsdefizits anzukündigen. In Portugal plant die Regierung im Rahmen des neuen mittelfristigen Konvergenzprogramms, das Defizit im Staatshaushalt auf gut 3% des BIP zu verringern und die Verschuldungsquote in den nächsten vier Jahren bei 67% des BIP zu stabilisieren.

Außerdem wird die Glaubwürdigkeit durch konkrete Maßnahmen gefördert werden, die auf die Strukturprobleme im Staatshaushalt abzielen. In vielen Ländern Kontinentaleuropas haben die Staatseinnahmen über 45% des BIP erreicht, in den nordischen Ländern sogar über 50%, so daß kaum Spielraum für weitere Steuererhöhungen besteht. In diesen Ländern müssen sich die Konsolidierungsbemühungen auf die Begrenzung und Senkung der Staatsausgaben konzentrieren. Die erwartete künftige Verringerung der Steuerlast und ihrer verzerrenden Auswirkungen auf die Produktion könnte das Vertrauen des privaten Sektors in die Wirtschaftsentwicklung stärken und direkte negative Nachfrageeffekte neutralisieren. Am wichtigsten für die Schaffung der Glaubwürdigkeit sind jedoch die tatsächlichen Erfolge bei der Konsolidierung der Staatsverschuldung. Zwar konnten viele Länder ihre Verschuldungsquote Ende der achtziger Jahre vor dem Hintergrund überdurchschnittlichen Wachstums stabilisieren, doch nur wenigen gelang es, sie nennenswert zu verringern. Darum hat die Glaubwürdigkeit der Finanzpolitik – im Lichte der künftigen Belastung der Staatsausgaben durch die Veränderung der Altersstruktur der Bevölkerung – in der jetzigen Phase der Konjunkturschwäche gelitten, so daß die meisten Regierungen keine andere Wahl haben, als die Haushaltspolitik zu straffen, um unerwünschte Effekte an den Finanzmärkten zu vermeiden.

### III. Entwicklungsländer und Osteuropa

#### Schwerpunkte

Unter dem Einfluß der Entwicklung in Asien lag das reale Wachstum in den Entwicklungsländern im vergangenen Jahr mit etwa 4½% deutlich höher als in den Industrieländern. Wenn man von Brasilien absieht, sank überdies die Inflationsrate. Gleichzeitig erhöhte sich das Leistungsbilanzdefizit der Entwicklungsländer (ohne die jungen Industrieländer) aufgrund der schwachen Exportnachfrage und der Verschlechterung der Terms of Trade auf US-\$ 91 Mrd. Obwohl dieses Defizit ohne Schwierigkeiten durch reichliche Kapitalzuflüsse finanziert wurde (s. auch Kapitel VII), muß der jüngste Anstieg der Auslandsverschuldung in einigen Ländern – insbesondere in Lateinamerika – sorgfältig beobachtet werden, wenn er künftig keine Probleme aufwerfen soll.

Die günstige Produktions- und Preisentwicklung sowie die Unterschiede zwischen einzelnen Gruppen von Entwicklungsländern sind zu einem großen Teil auf den jeweiligen wirtschaftspolitischen Kurs zurückzuführen. Die jungen Industrieländer erzielen seit vielen Jahren dank einer Politik zur Förderung der Exporte von Fertigprodukten ein rasches Wachstum. Ähnliche Maßnahmen unterstützen jetzt das Wachstum in anderen südostasiatischen Ländern wie z. B. Indonesien, Malaysia und Thailand. Durch Strukturreformen und entschlossene Stabilisierungsmaßnahmen in einer Reihe lateinamerikanischer Länder konnte die Inflation gesenkt und das reale Wachstum wiederbelebt werden. In Südasien haben Indien und Pakistan ebenfalls mit marktwirtschaftlich ausgerichteten Reformen begonnen, und ähnliche Entwicklungen sind in Teilen des Nahen Ostens und einigen afrikanischen Ländern zu beobachten.

Am stärksten wirkte sich die wachstumsorientierte Politik jedoch in denjenigen asiatischen Ländern aus, die sich im Übergang zur Marktwirtschaft befinden. China erzielte in den vergangenen zwei Jahren BIP-Zuwachsraten von durchschnittlich mehr als 13%. Verhältnismäßig hoch war das Wachstum auch in Vietnam, Laos und Kambodscha. Da die Reformmaßnahmen Chinas den Einsatz makroökonomischer Steuerungsinstrumente notwendig gemacht haben, deren Wirksamkeit jedoch zunehmend nachgelassen hat, steigt allerdings die Gefahr von Übernachfrage und höheren Inflationsraten.

Der auffallende Gegensatz zwischen Osteuropa und den Mitgliedern der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS) bei den Wirtschaftsergebnissen im vergangenen Jahr war ein weiteres Beispiel für die große Bedeutung einer angemessenen Wirtschaftspolitik. Konsequente Reformbestrebungen und entschlossene Stabilisierungsmaßnahmen in vielen osteuropäischen Ländern schufen die Voraussetzungen für neues Wachstum. Sie wurden dadurch belohnt, daß die Produktion im letzten Jahr die Talsohle durchschritt und sich in einigen Fällen die ersten Anzeichen einer wirtschaftlichen Erholung zeigten. Im deut-

lichen Gegensatz dazu verzeichneten die Länder der GUS im vergangenen Jahr erneut Produktionsrückgänge und hohe Inflationsraten, weil es ihnen nicht gelang, die grundlegenden Probleme der wirtschaftlichen Zusammenarbeit innerhalb der Region zu lösen und makroökonomische Ungleichgewichte zu beseitigen. Die Chance, selbständig einen Stabilisierungskurs einzuschlagen, die der Zusammenbruch der Rubelzone bot, wurde nicht genutzt.

Auch wenn die Stabilisierung der Produktion in den osteuropäischen Ländern die Hoffnung aufkommen ließ, daß eine wirtschaftliche Erholung nicht weit sei, wird ein nachhaltiges Wachstum nicht leicht zu erzielen sein. Es muß noch viel getan werden, um die Investitionen zu steigern und die derzeitigen Zahlungsbilanzpositionen zu verbessern. Die anhaltende Investitionsschwäche unterstreicht, daß die inländische Ersparnisbildung dringend erhöht werden muß, wenn längerfristig angemessene Zahlungsbilanzen und ein höheres Wachstum erreicht werden sollen.

### Jüngste Entwicklungen und Wirtschaftspolitik in den Entwicklungsländern

Anhaltend hohes Wachstum bei niedrigerer Inflation

Das reale Produktionswachstum in den Entwicklungsländern blieb im vergangenen Jahr mit etwa 4½% gegenüber dem Vorjahr weitgehend unverändert; damit war es im dritten aufeinanderfolgenden Jahr erheblich höher als in den Industrieländern, und diesmal sogar mit noch größerem Abstand (s. die Tabelle auf S. 4). Asien verzeichnete nach wie vor ein starkes Wachstum, während eine höhere Zuwachsrate in Lateinamerika eine schwächere Entwicklung im Nahen Osten und in Afrika ausglich. Die Inflationsrate ging 1993 weiter auf knapp über 15% zurück (Brasilien nicht mitgerechnet). Dieser Rückgang ist zum größten Teil durch die Entwicklungen in Lateinamerika bedingt, während sich die Preisentwicklung in den anderen Regionen nicht nennenswert veränderte.

Unterschiede wirtschaftspolitisch bedingt

Es gab jedoch erneut große Divergenzen zwischen den Wirtschaftsergebnissen der einzelnen Länder, in denen vor allem die unterschiedlichen wirtschaftspolitischen Maßnahmen zum Ausdruck kommen. Die jungen Industrieländer (Hongkong, Singapur, Südkorea und Taiwan) entwickelten ihre auf einer Förderung der Exporte und einer stabilen Wirtschaftspolitik basierende Wachstumsstrategie weiter, und auch mehrere andere südostasiatische Länder bedienten sich dieser Strategie mit Erfolg. Das Gesamtergebnis für Asien spiegelt nicht zuletzt auch die Reformen in China und neuerdings auch in anderen im Übergang befindlichen asiatischen Ländern wider, die das „chinesische Reformmodell“ übernommen haben. Marktwirtschaftlich ausgerichtete Maßnahmen – u. a. Deregulierung, Handelsliberalisierung und Privatisierung – wurden in den vergangenen Jahren auch in Pakistan, Sri Lanka und vor allem Indien ergriffen und wirkten sich positiv auf die Produktionsentwicklung in diesen Ländern aus. In Lateinamerika brachten die entschlossene Stabilisierungspolitik und strukturelle Reformen eine Abkehr von dem früheren Trend zu rückläufiger Produktion und beschleunigter Inflation. Afrika hingegen verzeichnete angesichts einer Verschlechterung der Terms of Trade, ungünstiger Wetterverhältnisse und – in einigen Ländern – innerer Unruhen einen weiteren Rückgang des Pro-Kopf-Einkommens. Von besonderer Bedeutung war die Abwertung der

Währung in den Ländern der CFA-Franc-Zone zu Beginn dieses Jahres, die wahrscheinlich großen Einfluß auf die künftige wirtschaftliche Entwicklung haben wird. Der Nahe Osten und Nordafrika boten im vergangenen Jahr ein sehr uneinheitliches Bild. In den öllexportierenden Ländern war das Wachstum aufgrund einer schwachen Ölnachfrage und fallender Preise niedrig oder rückläufig, und in Ländern wie Algerien – das unter inneren Unruhen litt – und Ägypten war es schleppend. Demgegenüber verzeichneten Jordanien und Syrien, die von Reformmaßnahmen profitierten, Wachstumsraten von 5–6%.

## Wachstumspolitik in Südostasien

In den vergangenen fünfundzwanzig Jahren belief sich das Produktionswachstum in Südostasien (d. h. den sieben in der untenstehenden Tabelle aufgeführten Ländern) im Durchschnitt auf 7¾%, und das zusammengefaßte BIP hat sich mehr als versechsfacht. Eine erhebliche Ausweitung des Handels innerhalb der Region schirmte diese Länder zunehmend vom internationalen Konjunkturverlauf ab.

Die wirtschaftspolitischen Strategien der sieben Länder haben eine Reihe von Merkmalen gemeinsam, u. a. die Förderung der Ersparnisbildung, Investitionen in Aus- und Fortbildung, einen stabilen finanz-, geld- und währungspolitischen Kurs, eine niedrige Inflationsrate und ein exportorientiertes Wachstum, gestützt auf die verarbeitende Industrie. Die Unterschiede zwischen den Wirtschaftsstrukturen und den Wachstumsstrategien der einzelnen Länder sind jedoch ebenfalls erheblich. In Taiwan besteht das verarbeitende Gewerbe aus einer großen Zahl kleiner und mittlerer Unternehmen, während in Südkorea große Konzerne dominieren. Malaysia und Indonesien sowie – in geringerem Maße – Thailand verfügen über reiche Rohstoffvorkommen, und ein Hauptelement ihrer Wachstumsstrategie ist der Ausbau der weiterverarbeitenden Industrie, um ihre Abhängigkeit von Rohstoffexporten zu verringern und somit den Schwankungen der Terms of Trade weniger stark ausgesetzt zu sein.

Hohes und eigenständiges Wachstum

Gemeinsame Merkmale trotz unterschiedlicher Wirtschaftsstrukturen ...

Südostasien: Indikatoren der Wirtschaftsentwicklung									
Land	Reales BIP			Verbraucherpreise			Reallöhne <sup>1</sup>		
	1970–80	1981–90	1991–93	1970–80	1981–90	1991–93	1970–80	1981–90	1991–93
Jahresveränderung in Prozent									
Hongkong	9,4	6,7	5,0	8,6	8,1	9,8	6,3	4,2	3,4
Singapur	9,0	7,0	7,4	7,1	2,3	2,7	3,0	5,0	2,1
Südkorea	8,2	9,3	6,4	16,3	6,3	6,8	9,9	6,2	6,4
Taiwan	9,7	8,0	6,3	10,4	3,1	3,7	7,8	7,5	6,1
<i>Durchschnitt</i> <sup>2</sup>	8,9	8,3	6,2	12,7	5,3	6,1	8,1	6,1	5,5
Indonesien	8,0	5,5	6,6	17,0	8,6	8,8	5,0	5,9	n.v.
Malaysia	8,0	6,0	8,4	5,9	3,2	4,2	2,0	3,2	6,4
Thailand	6,8	7,8	7,7	9,8	4,4	4,5	1,0	6,4	5,0
<i>Durchschnitt</i> <sup>2</sup>	7,6	6,3	7,2	13,2	6,5	6,8	3,3	5,6	n.v.

<sup>1</sup> Stundenlöhne in der verarbeitenden Industrie, mit Verbraucherpreisen deflationiert. <sup>2</sup> Gewogener Durchschnitt auf der Basis der Kaufkraftparitäten von 1990.

Quellen: World Bank, World Tables; IMF, International Financial Statistics; Asian Development Bank, Asian Development Outlook; Angaben der einzelnen Länder.

Hongkong und Singapur sind Stadtstaaten, und neben dem Export von Fertigwaren verdanken sie ihre hohen Zuwachsraten dem Entstehen international wettbewerbsfähiger Dienstleistungssektoren, insbesondere im Finanzbereich.

... und laufende Anpassung der Wachstumsstrategien

Auch die wirtschaftspolitische Ausrichtung war unterschiedlich. Singapur und Hongkong verfolgten eine liberale Strategie und verzichteten auf staatliche Interventionen, während Taiwan und Südkorea stärker zu staatlichen Eingriffen neigten. Die anderen drei Länder in Südostasien (Indonesien, Malaysia und Thailand) führten schrittweise Deregulierungs- und Liberalisierungsmaßnahmen ein. Insgesamt hingen die Ergebnisse der sieben Länder nicht nur von den jeweiligen Ausgangsbedingungen und Zielsetzungen ab, sie waren auch das Resultat eines dynamischen Prozesses, bei dem die Wirtschaftspolitik laufend auf außen- wie binnenwirtschaftliche Veränderungen und Impulse reagierte. So sind die jungen Industrieländer angesichts der erreichten Reife ihrer Volkswirtschaften und der Verschlechterung ihrer Wettbewerbsposition gegenüber anderen asiatischen Ländern derzeit in einem industriellen Umstrukturierungsprozeß begriffen. Zuletzt verzeichneten sie niedrigere Zuwachsraten als die anderen drei südostasiatischen Länder. Diese Entwicklung war im vergangenen Jahr besonders ausgeprägt, als das BIP in den jungen Industrieländern trotz einer unerwartet starken Ausweitung von fast 10% in Singapur im Durchschnitt „nur“ um 6% wuchs, verglichen mit 7½% in den übrigen Ländern dieser Region.

#### *Bestimmungsfaktoren des Wachstums und Wirtschaftspolitik*

Grob gesprochen wird das Wirtschaftswachstum von drei grundlegenden Faktoren bestimmt: dem Umfang der Sachkapitalbildung, dem effizienten Einsatz von Kapital und anderen Ressourcen sowie dem technischen Fortschritt. Jeder dieser drei Faktoren wurde durch die Wirtschaftspolitik in Südostasien entscheidend beeinflusst.

Hohe Spar- und Investitionsquoten

Alle sieben Länder verzeichneten hohe und zumeist steigende Quoten der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis und der Inlandsinvestitionen (s. die umstehende Tabelle). Diese sind weitgehend „selbstgemacht“, da das rasche Wachstum die Ersparnisbildung der privaten Haushalte und der Unternehmen förderte und das Anwachsen von Defiziten im öffentlichen Sektor verhinderte. Die Wirtschaftspolitik unterstützte diese Entwicklung durch allgemein niedrige Inflationsraten und eine konservative Fiskalpolitik mit einer hohen öffentlichen Ersparnis. In einigen Ländern stärkten öffentliche Pensions- oder Versicherungsfonds die Kapitalbildung (Singapur) oder dienten als Instrument zur Finanzierung öffentlicher Haushaltsdefizite (Malaysia).

Flexible Arbeitsmärkte mit hohem Beschäftigtenstand und Produktivitätsgewinnen

In den meisten südostasiatischen Ländern stieg die gesamtwirtschaftliche Produktivität, da Landarbeiter, die durch starke Produktionssteigerungen infolge der Agrarreformen freigesetzt wurden, von der Industrie oder vom Dienstleistungssektor aufgenommen wurden. Diese sektoralen Verschiebungen führten nur vorübergehend zu höheren Arbeitslosenzahlen, und im Durchschnitt überstiegen die Reallohnzuwächse nicht das Produktivitätswachstum. Ein typisches Merkmal der südostasiatischen Arbeitsmärkte ist, daß die Löhne schnell und deutlich auf die Arbeitslosigkeit reagieren. Im großen und ganzen erleichterte dies den Anpassungsprozeß, obwohl die Reallohnsteigerungen in Zeiten einer Übernachfrage nach Arbeitskräften tendenziell die Gewinnmargen

Südostasien: Strukturindikatoren												
Land	BIP pro Kopf 1991 US-\$	Haushaltssaldo			Gesamtwirtschaftliche Bruttoersparnis			Warenexport			Arbeitslosigkeit	
		1971-80	1981-90	1991-93	1971-80	1981-90	1991-93	1970	1980	1992	1980	1993
		Jahresdurchschnitt in Prozent des BIP										in Prozent der Erwerbsbevölkerung
Hongkong	13 200	6,2	-0,6	2,7	28,5	31,0	31,1	69,7	71,8	123,8	3,9	2,0
Singapur	12 890	0,4	5,8	11,8	29,0	42,0	47,5	76,3	155,3	133,8	3,5	2,7*
Südkorea	6 340	- 2,2	-1,0	-0,5	22,0	31,0	36,0	10,1	27,5	25,3	5,2	2,8
Taiwan	9 070	0,0	-0,1	-1,7	31,8	33,5	29,0	26,0	47,3	39,1	1,2	1,4
Indonesien	610	- 2,4	-3,0	-4,4	24,5	28,5	35,0	12,8	30,1	25,7	1,7	2,2*
Malaysia	2 490	-13,3	-6,1	-1,6	27,0	29,0	29,0	41,3	52,6	68,8	5,6	3,0
Thailand	1 580	- 4,9	-0,1	3,6	22,2	22,7	34,0	9,7	20,0	30,4	0,9	3,6

\* 1992.  
Quellen: World Bank, World Tables; IMF, International Financial Statistics; Asian Development Bank, Asian Development Outlook; Angaben der einzelnen Länder.

schmäleren und die internationale Wettbewerbsfähigkeit minderten. In einigen Fällen wurden interventionspolitische Maßnahmen ergriffen, wie die Einkommenspolitik in Singapur oder „Lohn-Richtlinien“ in anderen Ländern. Insgesamt ist das ungewöhnlich starke Beschäftigungswachstum ohne übermäßigen Lohnkostendruck jedoch zum großen Teil auf Investitionen im Grund- und höheren Schulwesen zurückzuführen, die für ein reichliches Angebot an Facharbeitern gesorgt und größere Änderungen der Einkommensstruktur verhindert haben. Anders als in den meisten übrigen Entwicklungsländern ist die Einkommensverteilung in den südostasiatischen Volkswirtschaften sogar gleichmäßiger geworden, und der Anteil der Bevölkerung, der unterhalb der Armutsgrenze lebt, ist beträchtlich gesunken.

Die südostasiatischen Länder haben in unterschiedlichem Maße versucht, die Kapitalbildung durch Zinssubventionen oder Steueranreize zu stärken und die Allokation des Kapitals durch Kreditlenkung zu beeinflussen. Junge, unentwickelte Wirtschaftszweige wurden geschützt und die Exporte mit Hilfe von Subventionen gefördert. Eine enge Zusammenarbeit zwischen Staat und Privatunternehmen und die Gründung öffentlicher Wirtschaftsunternehmen in Branchen mit hohen Anlaufkosten und/oder externen Effekten sind weitere Elemente der industriellen Wachstumsstrategie. Diese Art von Wirtschaftslenkung war in Südkorea und Taiwan am intensivsten, während Singapur und vor allem Hongkong nur selten auf solche Maßnahmen zurückgriffen. Indonesien, Malaysia und Thailand machten ebenfalls weniger Gebrauch von staatlichen Eingriffen; Grund hierfür waren der internationale Druck, dem Protektionismus Einhalt zu gebieten, und vor allem die Schwierigkeiten selektiver Kredit- und Zinspolitik in einer Zeit zunehmender Verflechtung der Finanzmärkte. Insgesamt lassen sich die Charakteristika und die Nettowirkungen dieser Maßnahmen in drei Punkten zusammenfassen:

- Bei der Entscheidung, ob bestimmte Wirtschaftssektoren oder Unternehmen weiter gefördert werden sollen, werden strenge Prüf- und Über-

Markteingriffe in unterschiedlichem Ausmaß und ...

... abhängig  
von strengen  
Kriterien

wachungskriterien angewendet, die gewöhnlich auf den Exportleistungen basieren.

– Staatliche Interventionen dürfen nie den gesamtwirtschaftlichen Zielsetzungen einer niedrigen Inflationsrate und geringer Haushaltsdefizite zuwiderlaufen.

– Infolgedessen sind die Anlage- und Kapitalrenditen im allgemeinen höher als in den meisten anderen Entwicklungsländern und auch höher als in den Industrieländern.

Gründe für tech-  
nologischen  
Fortschritt

Indem sie sich gegenüber ausländischen Direktinvestitionen offen zeigen bzw. sich um Lizenzvereinbarungen bemühen, bauen die südostasiatischen Länder ihre eigenen – schon sehr beträchtlichen – technologischen Fortschritte weiter aus. Dieser Aufholprozeß und die Anpassung ausländischer Technologien an die Erfordernisse der inländischen Produktion werden durch die Verfügbarkeit einer sehr gut ausgebildeten Erwerbsbevölkerung erheblich begünstigt. Die Infrastruktur ist ebenfalls besser als in den meisten anderen Entwicklungsländern, aber wegen des raschen Wirtschaftswachstums müssen seit kurzem alle sieben Länder einen steigenden Teil ihrer öffentlichen Ausgaben für den weiteren Ausbau ihrer Infrastruktur vorsehen.

#### *Dynamische Aspekte des Wachstumsprozesses*

Anpassungen im  
verarbeitenden  
Sektor in den  
jungen Industrie-  
ländern ...

Während die vier jungen Industrieländer nach und nach ihren technologischen Rückstand gegenüber den Industrieländern verringerten und ihre Volkswirtschaften an Reife gewannen, verloren sie durch die Übernachfrage und inflationäre Tendenzen auf dem Arbeitsmarkt sowie durch die Aufwertung ihrer Währungen an Wettbewerbsfähigkeit, insbesondere gegenüber der aufstrebenden Konkurrenz in ihrer Region. Sie begegneten dem Problem auf zweierlei Weise: durch Umstellung ihrer verarbeitenden Industrie von arbeitsintensiven Erzeugnissen auf hochtechnologische Verbrauchs- und Investitionsgüter sowie durch Produktionsverlagerung oder „Outsourcing“ in andere südostasiatische Länder mit niedrigeren Arbeitskosten. Dieser Anpassungsprozeß kommt besonders in Hongkong und Singapur zum Tragen. Hongkong verlagerte große Teile seiner Industrieproduktion in die südlichen Provinzen Chinas, während die freigesetzten Arbeitskräfte vom Dienstleistungssektor aufgefangen wurden. Singapur investierte ebenfalls in den angrenzenden Ländern, während es gleichzeitig seine einheimische Industrie auf höherwertige Produkte umstellte. Die Folge ist, daß die Industriegüterexporte Singapurs jetzt vornehmlich aus dem Bereich Computerelektronik stammen, der im vergangenen Jahr fast allein für die unerwartet starke Ausweitung des BIP verantwortlich war.

... von Vorteil  
für die übrigen  
Länder Südost-  
asiens

Die anderen Länder Südostasiens profitierten beträchtlich von diesem Prozeß. Bis sie vor kurzem von China überholt wurden, waren sie die wichtigsten Empfängerländer von Direktinvestitionen der jungen Industrieländer gewesen. Die Zuflüsse von Direktinvestitionen in diese Länder sorgten für einen Wachstumsschub und dienten als wichtige Finanzierungsquelle; im Falle Malaysias machten sie zeitweise fast 25% der Gesamtinvestitionen aus. Dadurch wurde nach und nach ein positiver Kreislauf in Gang gesetzt, bei dem die Direktinvestitionen – die die Verschiebungen bei den Kostenstrukturen und die technologischen Entwicklungen ausnutzten – die Ausweitung des innerasiatischen Handels

verstärkten (s. Kapitel IV) und einem sich selbst tragenden Wachstum innerhalb der Region auf den Weg halfen. Zusammen mit der Zunahme der Exporte nach China trug dieser Prozeß dazu bei, Südostasien von der konjunkturellen Entwicklung in den Industrieländern abzuschirmen.

Damit veränderte sich auch die Reagibilität dieser Volkswirtschaften gegenüber Schwankungen der realen Wechselkurse. Die reale Aufwertung des Yen nach dem Plaza-Abkommen brachte den vier jungen Industrieländern Vorteile durch eine verbesserte Wettbewerbsposition und Zuflüsse von Direktinvestitionen aus Japan, während die meisten anderen südostasiatischen Länder eine Verschlechterung ihrer realen Austauschrelationen und einen Anstieg ihrer Auslandsverschuldung hinnehmen mußten. Im Gegensatz dazu scheint die Aufwertung des Yen in der zweiten Jahreshälfte 1993 hauptsächlich den drei aufstrebenden Volkswirtschaften eine erhöhte Wettbewerbsfähigkeit und Zuflüsse von ausländischen Direktinvestitionen eingebracht zu haben. Die jungen Industrieländer, insbesondere Südkorea und Taiwan, profitierten davon weniger als zuvor, da sich die Palette der Produkte, bei denen sie mit Japan konkurrieren, größtenteils auf kapital- und technologieintensive Produkte beschränkt und die Zuflüsse von Direktinvestitionen sehr viel geringer ausfielen.

Unterschiedliche Reagibilität gegenüber Yen-Entwicklung

### Gesamtwirtschaftliche Stabilisierung und Strukturreformen in Lateinamerika

In den achtziger Jahren sank das reale Pro-Kopf-Einkommen in Lateinamerika schätzungsweise um 9%, und die Jahresinflationsrate war in vielen Ländern oft dreistellig oder noch höher. Dieses trübe Bild eines „verlorenen Jahrzehnts“ hat verschiedene Ursachen: den Ausbruch der Schuldenkrise 1982, Realeinkommensverluste aufgrund hoher Nettozinszahlungen an das Ausland und einer erheblichen Verschlechterung der realen Austauschrelationen sowie Naturkatastrophen in mehreren Ländern. Vor allem waren die schlechten Ergebnisse jedoch auf die langsame Korrektur der zuvor entstandenen gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichte, die die Schuldenkrise ausgelöst hatten, und Schwierigkeiten bei der Berichtigung des früheren unangemessenen Kurses zurückzuführen.

Schlechte Ergebnisse in den achtziger Jahren ...

Ungeachtet einer weiteren Verschlechterung der Terms of Trade und einer Verlangsamung des Wachstums in allen Ländern außer Brasilien im vergangenen Jahr (s. die Tabelle gegenüber) belief sich das Produktionswachstum 1990–93 auf durchschnittlich fast 3%, wodurch der frühere Rückgang des Pro-Kopf-Einkommens zu mehr als einem Drittel wieder ausgeglichen wurde. Hinter diesem Umschwung, der mit einer bemerkenswerten Verringerung der durchschnittlichen Inflationsrate (Brasilien ausgenommen) auf 18% im vergangenen Jahr einherging, verbergen sich eine zunehmende Einsicht in die Notwendigkeit von Reformen sowie entschlossene Bemühungen, Maßnahmen zur gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung und Strukturanpassung zu ergreifen. Die Folge war ein Wiederanstieg der Anlageinvestitionen der Unternehmen und der Kapitalzuflüsse in diese Region, was ein recht eindeutiges Zeichen dafür ist, daß das Vertrauen bei inländischen wie ausländischen Investoren wiederkehrt.

... gefolgt von wirtschafts-politischer Kehrtwende

Der Zeitpunkt der wirtschaftspolitischen Kursänderung war von Land zu Land verschieden. Chile schwenkte bereits in den siebziger Jahren auf einen

Kursänderung zu verschiedenen Zeitpunkten

neuen Kurs ein, Mexiko 1987 und Argentinien und Peru erst 1991/92, während Brasilien 1993 noch immer nicht den für glaubwürdige Reformen notwendigen Konsens gefunden hatte. Diese Unterschiede, die auch in Art und Umfang der Maßnahmen sichtbar werden, hatten entscheidenden Einfluß auf die in jüngster Zeit erzielten Wirtschaftsergebnisse. Einige Länder, wie Chile, Mexiko, Bolivien und Argentinien, festigten ihre bisherigen Erfolge, aber nur Chile kam bislang in den Genuß aller Vorteile, die mit dem Übergang von der Stabilisierung zu einem nachhaltigen Wachstum mit niedriger Inflation verbunden sind. Andere Länder, u. a. Ecuador, Peru, Uruguay und Venezuela, weisen ein unbeständiges reales Wachstum und zumeist hohe Inflationsraten auf. Brasilien leidet nach wie vor unter chronisch hoher Inflation, die durch große nominale Haushaltsdefizite (s. Fußnote 4 zur umstehenden Tabelle) und insbesondere die weit verbreitete Indexierung geschürt wird. Trotzdem verzeichnete das Land 1993 nach zwei Jahren ohne Wachstum eine der höchsten Zuwachsraten Lateinamerikas, obwohl die wirtschaftliche Erholung in der zweiten Jahreshälfte ins Stocken geriet. Die Regierung brachte kürzlich ein neues Stabilisierungsprogramm ein, das u. a. eine restriktivere Finanzpolitik und – als völlig neues Element – die Einführung eines täglich aktualisierten Preisindex mit Bindung an den US-Dollar vorsieht. Dieser Index soll als Recheneinheit für die Anpassung der Löhne und Gehälter im öffentlichen Dienst verwendet werden und ab 1. Juli 1994 als Grundlage für eine neue Währung dienen. In Verbindung mit der kürzlich getroffenen Vereinbarung zur Umschuldung der brasilianischen Verbindlichkeiten aus Bankkrediten in Höhe von \$ 49 Mrd. könnten diese Maßnahmen den Beginn deutlicher Stabilitätsfortschritte markieren.

Jüngste Maßnahmen in Brasilien

Fragen von Bedeutung

Vor diesem Hintergrund sind drei Fragen von Bedeutung. Erstens: Welche wirtschaftspolitischen Maßnahmen wurden ergriffen, und welche Faktoren entschieden über Erfolg und Mißerfolg? Zweitens: Warum gaben die meisten Länder einem nominalen Anker den Vorzug, der auf Wechselkursen statt auf einem Geldmengenziel basierte? Drittens: Welche Probleme gibt es nach der Durchführung der Reformen, und welche weiteren Reformen sind nötig? Die

Lateinamerika: Reale Produktion und Inflation										
Land	Reales BIP				Nachrichtlich: Pro-Kopf- Einkommen 1993 <sup>1</sup>	Verbraucherpreise				Nachrichtlich: Höchster Wert <sup>2</sup>
	1980–85	1986–90	1991/92	1993		1980–85	1986–90	1991/92	1993	
Jahresveränderung in Prozent										
Chile	-0,4	6,5	8,2	6,0	130,2	21,3	19,3	18,6	12,7	505 (1974)
Bolivien	-1,9	1,7	3,7	3,2	82,0	611,0	46,5	16,7	8,5	11 750 (1985)
Mexiko	1,9	1,4	3,1	0,4	94,3	60,8	69,6	19,1	9,8	132 (1987)
Argentinien	-2,1	0,3	8,8	6,0	100,8	322,5	584,0	84,2	10,5	3 080 (1989)
Brasilien	1,1	2,0	0,0	5,0	94,3	149,0	657,5	656,0	1933	3 118 (1990)
Durchschnitt <sup>3</sup>	0,5	1,9	2,5	3,0	95,4	118,5	519,0	281,0	737,0	1 578 (1990)
Ohne Brasilien	0,1	1,8	3,9	2,0	96,4	99,0	277,5	42,0	18,0	652 (1990)

<sup>1</sup> Index: 1980 = 100. <sup>2</sup> Seit 1970; Jahr des höchsten Wertes in Klammern. <sup>3</sup> Gewogener Durchschnitt für Lateinamerika und die Karibik auf der Basis der Kaufkraftparitäten von 1990.

Quellen: IMF, International Financial Statistics; ECLAC, Overview of the economy of Latin America and the Caribbean; Angaben der einzelnen Länder.

Lateinamerika: Haushaltssalden und Bruttoinvestitionen								
Land	Haushaltssaldo <sup>1</sup>				Bruttoinvestitionen			
	1981–85	1986–90	1991–92	1993 <sup>2</sup>	1981–85	1986–90	1991–92	1993 <sup>2</sup>
Jahresdurchschnitt in Prozent des BIP								
Chile	– 1,6	3,0	2,2	0,1	14,2	17,8	20,0	26,0
Bolivien	–13,4	–5,1	–5,8	–6,0	13,1	11,7	18,6	18,5
Mexiko <sup>3</sup>	–11,5	–9,4	3,5	1,2	23,7	20,4	22,5	22,5
Argentinien <sup>3</sup>	–11,8	–4,5	–0,8	–1,0	20,5	17,2	15,7	18,0
Brasilien <sup>4</sup>	– 4,5	–4,0	–1,0	–2,0	18,5	22,1	19,0	17,5
Durchschnitt <sup>5</sup>	– 4,4	–4,6	–0,1	–1,3	20,9	19,5	21,0	22,5
Ohne Brasilien	–	–	–	–	22,3	18,1	22,1	25,3

<sup>1</sup> Öffentlicher Sektor ohne Finanzinstitute. <sup>2</sup> Vorläufig. <sup>3</sup> Einschl. Privatisierungserlöse. <sup>4</sup> Nominaler Haushaltssaldo abzüglich der Inflationskomponente der Zinszahlungen. Schließt man die Inflationskomponente mit ein, beträgt das Defizit für 1991/92 rund 35% des BIP. <sup>5</sup> Gewogener Durchschnitt für Lateinamerika und die Karibik auf der Basis der Kaufkraftparitäten von 1990; die Haushaltssalden beziehen sich auf den zentralen Haushalt.

Quellen: Interamerikanische Entwicklungsbank; übrige Quellen s. die Tabelle auf S. 47.

folgende Diskussion stützt sich auf die Erfahrungen von Chile, Bolivien, Mexiko und Argentinien, die in vielerlei Hinsicht typisch sind für die weitreichenden Stabilisierungs- und Reformmaßnahmen der einzelnen Länder und die dabei aufgetretenen Probleme. Außerdem können ihre Erfahrungen den Ländern, in denen der Reformprozeß gerade erst eingesetzt oder noch gar nicht begonnen hat, nützlich sein.

#### Art der Reformmaßnahmen und unmittelbare Konsequenzen

Das Vorgehen der Länder, deren Reformen erfolgreich waren, stützte sich gewöhnlich auf drei Eckpfeiler: eine restriktive Finanz- und Geldpolitik, um das gesamtwirtschaftliche Gleichgewicht wiederherzustellen und die Inflation zu verringern, die Verwendung eines nominalen Ankers, um dem Beharrungsvermögen der Inflation entgegenzuwirken und die Erwartungen zu stabilisieren, sowie eine Reihe von Strukturmaßnahmen, darunter die Liberalisierung des Außenhandels, Steuerreform, Privatisierungsmaßnahmen, die Deregulierung der Güter- und Arbeitsmärkte, die Reform des Finanzsektors und die teilweise oder völlige Abschaffung von Devisenkontrollen. Die finanz- und geldpolitischen Maßnahmen und die nominalen Anker wurden in den meisten Fällen in der Anfangsphase des Reformprozesses eingeführt, während die Strukturveränderungen zunächst nur teilweise eingeleitet, später aber auf eine größere Anzahl von Bereichen und Sektoren ausgedehnt wurden.

Der Reformprozeß *Chiles* umfaßte zwei Abschnitte. Nach Inflationsraten in Rekordhöhe und einem Wechsel des politischen Regimes im Jahr 1974 wurde 1975/76 ein Maßnahmenpaket verabschiedet, das alle vorgenannten Elemente in sich vereinte. Ursprünglich nahm in diesem Programm eine sehr straffe Geldpolitik die Schlüsselrolle bei den Bemühungen um eine Verringerung der Inflation ein; sie wurde kombiniert mit einer Wechselkurspolitik auf der Basis gleitender Paritätsänderungen gegenüber dem US-Dollar. 1979 wurde jedoch ein völlig fester Wechselkurs eingeführt, während die Geldpolitik ein wenig gelockert wurde. Letztendlich scheiterte das Maßnahmenpaket trotz einer rela-

Hauptmerkmale der neuen Strategien

Chile: Erster Reformabschnitt ...

tiv schnellen Wiederbelebung des realen Wachstums und anhaltender finanzpolitischer Disziplin, und zwar vor allem deshalb, weil die Kopplung der Löhne an die Preisveränderungen der Vergangenheit ein hohes Maß an „Inflationsträgheit“ aufrechterhielt, was zu einer Beschleunigung der realen Aufwertung der Währung und einer Vergrößerung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte führte.

... mit wichtigen Lehren für die Wirtschaftspolitik

Die Schwierigkeiten bei der Umsetzung dieses ersten Programms mögen unerheblich erscheinen, wenn man die jüngsten Ergebnisse Chiles betrachtet, wie z. B. das durchschnittliche Wachstum von 7½% im Zeitraum 1990–93, die Senkung der Inflationsrate auf weniger als 13% und den beträchtlichen Anstieg der Investitionsquote (s. die beiden vorstehenden Tabellen). Aus dem Programm konnten jedoch zwei entscheidende Lehren gezogen werden, sowohl für die späteren Reformen Chiles als auch für die wechsellkursgestützten Programme anderer Länder: Zum einen läßt sich eine *Kombination* aus einem festen nominalen Wechselkurs und einer Ex-post-Lohnindexierung kaum durchhalten, und zum anderen ist finanzpolitische Disziplin zwar eine *notwendige, aber keine hinreichende* Voraussetzung für eine Verringerung der Inflation.

Zweiter Reformabschnitt

Der zweite Abschnitt der Reformen begann mit einer deutlichen Abwertung der Währung nach der Schuldenkrise. Darauf folgte 1984/85 die Einleitung eines restriktiven finanz- und geldpolitischen Kurses, an die sich weitere Strukturmaßnahmen, u. a. die Errichtung einer unabhängigen Zentralbank und – im vergangenen Jahr – eine umfassende Reform des Kapitalmarktes, anschlossen. Im Gegensatz zum ersten Abschnitt wurde auf einen auf dem Wechselkurs basierenden nominalen Anker verzichtet und versucht, das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht durch eine Reihe nominaler Abwertungen zu verringern. Da die Lohnindexierung abgeschafft worden war und bei Einführung des Programms eine hohe Arbeitslosigkeit herrschte, hatten diese Abwertungen nur geringe Auswirkungen auf die Nominallöhne. Daher sanken die Preissteigerungsrate, die Reallöhne und der reale Außenwert der Währung in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre (s. die untenstehende Tabelle), während sich das Exportwachstum beschleunigte. Gleichzeitig führten die verbesserten Gewinnquoten trotz

Lateinamerika: Leistungsbilanzsalden und reale gewogene Wechselkurse									
Land	Leistungsbilanzsaldo				Realer gewogener Wechselkurs <sup>1</sup>				
	1981–85	1986–90	1991/92	1993 <sup>2</sup>	1979–81	1982–84	1986	1990	1993 <sup>2</sup>
	Jahresdurchschnitt in Prozent des BIP				Index: 1985 = 100				
Chile	–10,0	–3,5	–0,5	–5,0	143	133	81	71	76
Bolivien	–3,9	–6,2	–8,5	–10,0	73	93	73	51	41
Mexiko	–0,9	–0,9	–5,9	–5,7	122	92	72	92	118
Argentinien	–2,2	–1,6	–2,6	–3,0	145	96	93	88	137
Brasilien	–2,8	–0,4	0,6	0,1	126	116	94	154	133

<sup>1</sup> Nominale gewogene Wechselkurse mit den relativen Verbraucherpreisen deflationiert; eine Zunahme weist auf eine Aufwertung hin, eine Abnahme auf eine Abwertung. <sup>2</sup> Vorläufig.  
Quellen: S. die Tabellen auf S. 47 und S. 48.

Lateinamerika: Reale Zinssätze										
Land	Einlagenzinssatz <sup>1</sup>					Kreditzinssatz <sup>2</sup>				
	1980	1983	1986	1990	1993 <sup>3</sup>	1980	1983	1986	1990	1993 <sup>3</sup>
in Prozent p.a.										
Chile	2,4	0,6	- 0,5	14,3	5,5	7,5	- 2,7	6,5	27,0	15,8
Bolivien	-29,0	-10,6 <sup>4</sup>	- 8,5 <sup>4</sup>	6,7	13,7	-21,3	-13,5 <sup>4</sup>	7,0 <sup>4</sup>	21,8	51,0
Mexiko	- 5,8	-47,0	- 1,5	4,5	5,8	- 3,8	-50,7	- 7,5	13,8	9,5
Argentinien	-20,0	-63,0	5,0	-17,5 <sup>4</sup>	0,5	10,9	13,9 <sup>4</sup>	71,0	n.v.	4,4
Brasilien	32,1	12,5	-36,2	41,5 <sup>4</sup>	25,0 <sup>4</sup>	-13,0	25,6	-51,0	-27,0 <sup>4</sup>	35,0 <sup>4</sup>

<sup>1</sup> Einlagenzinssatz abzüglich Veränderung der Verbraucherpreise. <sup>2</sup> Kreditzinssatz (Brasilien: Zentralbankzinssatz, „Bank rate“) abzüglich Veränderung der Großhandelspreise. <sup>3</sup> Vorläufig. <sup>4</sup> Monatszinssatz.  
Quellen: S. die Tabellen auf S. 47 und 48.

hoher realer Kreditzinssätze (s. die obenstehende Tabelle) zu einem deutlichen Anstieg der privaten Kapitalbildung.

In *Bolivien* wurde das Reformprogramm 1985 eingeführt, als die Inflationsrate eine Rekordhöhe für Lateinamerika erreicht hatte. Das Programm enthielt alle oben angeführten Elemente; u. a. wurden der inoffizielle und der amtliche Wechselkurs vereinigt, wodurch der amtliche Kurs auf einen Bruchteil seines früheren Standes sank. Die ursprüngliche Absicht – ein „currency board“ zu schaffen und den US-Dollar als nominalen Anker zu verwenden – wurde zwar nicht verwirklicht (die Währung verlor in den folgenden zwei Jahren sogar weitere 25% an Wert), aber das Ziel, die Inflationsrate zu senken, wurde binnen kurzer Zeit erreicht, und bis 1987 war die Preissteigerungsrate in Bolivien auf unter 15% gefallen. Die reale Produktion erholte sich dagegen langsamer. Infolge der restriktiven Wirtschaftspolitik und hoher Terms-of-Trade-Verluste gelangte sie erst 1991 wieder auf ihr Niveau von 1980, und 1993 war das BIP pro Kopf noch immer geringer als 1980. Ein Grund für die langsame Belebung der Produktion war der Rückgang der Investitionen, die bis Ende der achtziger Jahre auf weniger als 10% des BIP gefallen waren. Eine der Lehren, die man aus den Erfahrungen Boliviens ziehen kann, lautet daher, daß eine Stabilisierungsstrategie allein das Wirtschaftswachstum nicht wiederbeleben kann, wenn sie nicht durch ergänzende wirtschaftspolitische Maßnahmen und eine Änderung der Erwartungen unterstützt wird. Ein langsames Wachstum erschwert wegen der damit verbundenen Steuermindereinnahmen auch die Wahrung des Haushaltsgleichgewichts. Daher wies Bolivien nach einer anfänglichen Konsolidierung schon bald wieder ein Defizit im Staatshaushalt aus, das im vergangenen Jahr 6% des BIP erreichte.

*Mexiko* führte 1987 ein auf drei Eckpfeilern beruhendes Maßnahmenpaket ein, nachdem das Land zuvor Inflationsraten in Rekordhöhe verzeichnet hatte. In den darauffolgenden sechs Jahren wurde das Programm laufend angepaßt und erweitert; so wurde z. B. 1989 die Regulierung der Zinssätze und der Kreditaufnahme abgeschafft, und zu Beginn dieses Jahres traten Gesetzesänderungen zur Errichtung einer unabhängigen Zentralbank in Kraft. Ein entscheidendes Element der mexikanischen Reform- und Stabilisierungspolitik war ein nominaler Anker, der auf einer vor angekündigten jährlichen Abwertung (oder sich ändernden Schwankungsbreite) der inländischen Währung gegenüber dem US-Dollar basierte. Daneben wurden umfassende einkommenspolitische Maß-

Bolivien:  
Merkmale der Reformen ...

... und weitere  
Lehre für die  
Wirtschafts-  
politik

Mexiko:  
Merkmale und  
Ergebnisse der  
Reformen

nahmen ergriffen, um die Erwartungen zu stabilisieren und der „Trägheit“ der Inflationsrate entgegenzuwirken, die dem früheren System der Lohnindexierung innegewohnt hatte. Infolge der schrittweisen Umsetzung des Programms verringerte sich die Inflation nur langsam, aber im vergangenen Jahr wurde zum ersten Mal seit 1972 wieder eine einstellige Inflationsrate erreicht. Das Wachstum des realen BIP war mäßig und fiel im vergangenen Jahr auf weniger als 1%, da eine restriktive Politik verfolgt wurde, um die Inflation zu begrenzen und den Wechselkurs zu verteidigen. Trotz des schleppenden Wachstums gelang es Mexiko, die Arbeitslosigkeit in den Städten niedrig zu halten. Aber selbst nach einem leichten Anstieg seit 1988 liegen die durchschnittlichen Reallöhne nach wie vor unter ihrem Niveau von 1980. Außerdem sind Armut und Unterbeschäftigung in den ländlichen Gebieten weit verbreitet, und dies hatte jüngst politische und soziale Unruhen zur Folge. Das außenwirtschaftliche Defizit weitete sich durch den starken Importanstieg infolge einer umfassenden Liberalisierung des Handels und einer realen Aufwertung des Pesos auf fast 6% des BIP aus. Das Leistungsbilanzdefizit wurde jedoch vollständig durch Kapitalzuflüsse finanziert, die durch das günstige Zinsgefälle angezogen wurden, denn wegen des starken Wachstums der privaten Kreditnachfrage (s. die untenstehende Tabelle) vor dem Hintergrund einer straffen Geldpolitik blieben die realen Kreditzinssätze auf einem hohen Niveau.

Argentinien:  
Frühere  
Stabilisierungs-  
programme ...

Argentinien begann sein Reformprogramm 1991. Zuvor waren in den achtziger Jahren mehrere Stabilisierungspläne gescheitert, deren bekanntester der Austral-Plan aus dem Jahr 1985 war. Mit diesem Plan war – ebenso wie mit dem zur gleichen Zeit verabschiedeten Cruzado-Plan in Brasilien – versucht worden, die Inflationsspirale mit Hilfe eines auf dem Wechselkurs basierenden nominalen Ankers zu durchbrechen. Der Plan war jedoch letztendlich mißlungen, und zwar vor allem deshalb, weil die Finanzdisziplin nicht aufrechterhalten wurde. Das Vertrauen in die politischen Instanzen schwand, was teilweise auf das Scheitern früherer Stabilisierungsbemühungen zurückzuführen war, und in den achtziger Jahren fiel die reale Produktion in Argentinien um durchschnittlich 1% pro Jahr, während die Inflationsrate dreistellig war.

... und neuer Re-  
formplan 1991

Ein wesentliches Element des Stabilisierungsplans vom März 1991 war das „Konvertibilitätsgesetz“, durch das ein Währungsregime mit zwei Hauptmerkmalen eingeführt wurde: einem nominalen Anker auf der Basis eines festen

Lateinamerika: Geldpolitische Indikatoren										
Land	Kredite an den privaten Sektor					M2				
	1980	1985	1990	1992	1993*	1980	1985	1990	1992	1993*
	in Prozent des BIP									
Chile	43,4	70,1	50,2	51,2	44,5	25,9	41,1	40,6	39,0	37,0
Bolivien	11,6	10,1	18,9	30,3	31,5	18,8	10,0	21,6	30,4	35,0
Mexiko	15,6	10,9	20,6	32,7	35,5	29,1	25,2	24,0	29,4	28,5
Argentinien	25,4	17,4	15,7	15,2	15,5	21,4	15,9	10,4	13,7	16,0
Brasilien	22,4	18,1	7,2	10,7	10,9	11,9	18,8	15,9	30,8	25,3

\* Geschätzt.  
Quellen: S. die Tabelle auf S. 48.

Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar und einer Regelung, nach der die Geldbasis auf die Höhe der Währungsreserven begrenzt wird, wodurch der Zentralbank die Möglichkeit einer diskretionären Steuerung der inländischen Kreditausweitung genommen wurde. Dieser Plan bewirkte unmittelbar eine radikale Veränderung der Erwartungen, die einen steilen Rückgang der Inflation und eine Wiederbelebung des realen Produktionswachstums mit sich brachte. Im Zeitraum 1991–93 wurden die im vorhergehenden Jahrzehnt erlittenen Pro-Kopf-Einkommensverluste vollständig wieder wettgemacht, und bis April 1994 war die für die letzten zwölf Monate berechnete Inflationsrate auf nur noch 4<sup>1</sup>/<sub>4</sub>% gesunken. Darüber hinaus war der Haushaltssaldo des öffentlichen Sektors (ohne Finanzinstitute) 1992/93 infolge der Auswirkungen des Konvertibilitätsgesetzes nahezu ausgeglichen; zu diesem Ergebnis trugen auch eine umfassende Steuerreform sowie Privatisierungserlöse in Höhe von 2–3% des BIP bei. Wie in Mexiko führte jedoch der Einsatz des Wechselkurses als nominaler Anker zu einer deutlichen realen Aufwertung der Währung, die sich in Verbindung mit einer weitreichenden Liberalisierung des Außenhandels in einer Verschlechterung der Handels- und Leistungsbilanz niederschlug.

#### *Die Wahl des nominalen Ankers*

Praktisch allen Stabilisierungsprogrammen in Lateinamerika gemeinsam ist die Wahl eines festen nominalen Wechselkurses anstelle eines Geldmengenziels als nominaler Anker. Drei Gründe dürften hierfür den Ausschlag gegeben haben:

– Die Regierungen empfinden die Bindung ihrer Währung an die eines Landes mit einer günstigeren Preisentwicklung – gewöhnlich den US-Dollar – als hilfreich bei der Stärkung ihrer Glaubwürdigkeit. Um die Glaubwürdigkeit vor allem in der Anfangsphase des Reformprogramms noch mehr zu fördern, bevorzugten sie im allgemeinen eine Bindung an eine einzige Währung statt an einen mit Außenhandelsanteilen gewichteten Währungskorb, obwohl letzteres die Handelsströme möglicherweise weniger stark verzerren würde.

– Ein fester nominaler Wechselkurs hat wegen des großen Anteils handelsfähiger Güter an den Verbraucherpreisen eine deutliche Signalwirkung für die breite Öffentlichkeit ebenso wie für Arbeitgeber und Gewerkschaften.

– Die Beziehung zwischen Geldmengen und Nominaleinkommen neigt in Zeiten eines Inflationsrückgangs zur Instabilität, da die reale Geldnachfrage steigt und die Geldmengenentwicklung als Orientierungsgröße für die Geldpolitik nicht mehr geeignet ist.

#### *Probleme nach erfolgter Stabilisierung und weiterer Reformbedarf*

Trotz der unmittelbaren Erfolge der Reformmaßnahmen und dauerhafter Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung sehen sich die meisten Länder, die Stabilisierungs- und Strukturreformen durchführen, einer Reihe von Problemen gegenüber, die gelöst werden müssen, um das weitere Fortkommen zu sichern:

– In den Ländern, die einen festen nominalen Wechselkurs als wichtigsten nominalen Anker gewählt hatten, wertete sich die Währung real beträchtlich auf, und die Leistungsbilanz verschlechterte sich. Dank hoher Kapitalzuflüsse (s. Kapitel VII) war die Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite gewöhnlich kein Problem; über das Defizit hinausgehende Zuflüsse erschwerten in einigen Fällen

Gründe für Wechselkurse als nominaler Anker

Reale Aufwertung der Währung und Verschlechterung der Handelsbilanz

sogar die Aufrechterhaltung der Währungsstabilität. Mehrere Länder werteten außerdem ihre Währung vor der festen Anbindung des Wechselkurses ab, was darauf hindeutet, daß die Gewinnspannen möglicherweise nach wie vor relativ groß sind. Darüber hinaus stieg die private Investitionstätigkeit in den meisten Ländern und kompensierte dadurch mehr oder weniger den Rückgang der öffentlichen Investitionen. Trotzdem sind in Anbetracht verlorengegangener Marktanteile, insbesondere auf dem Inlandsmarkt, weitere Maßnahmen zur Umstrukturierung der einheimischen Industrie erforderlich, um die für die Aufrechterhaltung des nominalen Ankers und die gleichzeitige Verbesserung der Leistungsbilanz notwendigen Bedingungen zu schaffen.

Hohe reale  
Zinssätze

– Die meisten Länder verzeichneten infolge ihres restriktiven geldpolitischen Kurses einen deutlichen Anstieg der realen Zinssätze. Besonders hoch waren die realen Kreditzinsen, was zum einen auf eine Ausweitung der Zinsspannen zurückzuführen ist und zum anderen auf die Tatsache, daß sich der Anstieg der Großhandelspreise schneller verlangsamte als der der Verbraucherpreise. Während die inländische Ersparnisbildung durch nunmehr positive reale Einlagenzinssätze letztendlich gefördert werden dürfte, könnten die sehr hohen realen Kreditzinssätze die Anlageinvestitionen der Unternehmen und damit die Aussichten für ein schnelleres und nachhaltiges reales Wachstum schwächen. Im vergangenen Jahr stieg die durchschnittliche Investitionsquote für Lateinamerika (ohne Brasilien) allerdings auf fast 25%.

Übergang von  
hoher  
Inflation ...

– In Bolivien wurde die Hyperinflation in weniger als einem Jahr beseitigt, da das Währungssystem und die wirtschaftlichen Institutionen praktisch zusammengebrochen waren, wobei es zu relativ geringen Produktionseinbußen kam. Auch in anderen Ländern ging die rückläufige Entwicklung der Preissteigerungsrate anfangs nicht mit einer nennenswerten Verringerung des Produktionswachstums einher. Es wurde schwieriger, die Inflationsrate weiter zu senken, nachdem sie den Bereich von 10–15% erreicht hatte, was möglicherweise darauf hindeutet, daß sich die Trägheit nach wie vor auswirkte und/oder die Inflationserwartungen nicht im gleichen Maße wie die tatsächliche Inflationsrate zurückgegangen waren.

... zu nach-  
haltigem  
Wachstum

– Chile gelang der Schritt von der Stabilisierung zu einem nachhaltigen Wachstum, während die meisten anderen Länder die für ein höheres Wachstum erforderlichen Bedingungen schaffen konnten, bisher aber noch keine Phase deutlichen und anhaltenden Wachstums verzeichneten. Die Produktion in Bolivien erholte sich nur sehr langsam, und Mexiko wies im vergangenen Jahr die niedrigste Wachstumsrate seit sieben Jahren auf.

Notwendig sind:  
– Reform der  
öffentlichen  
Ausgaben

Eine Reihe von Reformen stehen noch aus. Erstens haben die meisten Länder zwar ihr Steuersystem reformiert, doch wurden die öffentlichen Ausgaben noch nicht umstrukturiert, und Ausgabenkürzungen zielten hauptsächlich auf den Abbau des Haushaltsdefizits. Die Investitionen wurden stärker gekürzt als die laufenden Ausgaben, und die Aufwendungen für Bildung und Gesundheit sowie die Sozialausgaben sanken ebenfalls. Daher besteht in vielen Ländern dringender Bedarf, die Infrastruktur zu modernisieren und das Schul- und Gesundheitswesen zu verbessern. Einige Länder müssen möglicherweise auch die Steuern erhöhen, um die Rentenzahlungen leisten zu können, oder – wie kürzlich Chile – private Pensionskassen einrichten.

Zweitens ist die Armut in Lateinamerika zu einem ernstzunehmenden Problem geworden, weil das schnellere Wachstum bislang vornehmlich den oberen Einkommenschichten zugute kam. Auf die ärmsten 20% der Bevölkerung entfallen im Durchschnitt weit weniger als 5% des Gesamteinkommens, und in einigen Fällen – so etwa in Argentinien und Mexiko – beginnen die wachsenden sozialen Spannungen das Vertrauen und die Wirtschaftstätigkeit zu beeinträchtigen. Außerdem steigt trotz der Produktionsausweitung die Arbeitslosigkeit, da Arbeitnehmer, die entmutigt aus dem Erwerbsleben ausgeschieden waren, sich nun wieder aktiv um Arbeit bemühen. Vor diesem Hintergrund führten Chile und Mexiko 1992/93 Sozialreformen durch, und andere Länder werden möglicherweise nicht umhin können, ähnliche Maßnahmen zu ergreifen.

– Linderung der Armut

Drittens müssen die meisten Länder ihren Finanzsektor stärken und reformieren. Die große Spanne zwischen Einlagen- und Kreditzinssätzen könnte ein Zeichen für hohe Risikoprämien, aber auch für einen begrenzten Wettbewerb sein. Da ihre Geld- und Kapitalmärkte nach wie vor unterentwickelt sind, haben mehrere Länder Schwierigkeiten, die Auswirkungen hoher Kapitalzuflüsse auf die inländische Liquidität zu neutralisieren. Insbesondere bei den Ländern, die den Kapitalverkehr vor der Deregulierung des Finanzmarktes liberalisiert haben, besteht die Gefahr instabiler Verhältnisse im Finanzsystem, falls sich die Kapitalströme plötzlich umkehren sollten (s. auch Kapitel VII).

– Stärkung des Finanzsektors

Dennoch: Wenn man bedenkt, daß mehrere mißlungene Stabilisierungsversuche die Glaubwürdigkeit der zuständigen Instanzen erheblich beeinträchtigt hatten und die außenwirtschaftlichen Entwicklungen (Verschlechterung der Terms of Trade und schwache Exportnachfrage) mit Ausnahme des Rückgangs der US-Zinssätze ungünstig waren, sind die bislang erzielten Erfolge beeindruckend und sollten nicht wegen der verbleibenden Probleme und des Bedarfs an weiteren Reformen geringgeachtet werden. Die meisten lateinamerikanischen Länder sind erfolgreich aus dem früheren Inflationszyklus ausgebrochen und beginnen die für ein nachhaltiges Wachstum erforderlichen Bedingungen zu schaffen.

## Asiatische Volkswirtschaften im Übergang

### *Wirtschaftliche Entwicklung und Reformen in China*

In China wuchs die reale Produktion in den letzten beiden Jahren jeweils um 13%, wodurch sich das gesamte BIP fast auf das Vierfache des Standes von 1978 erhöhte (s. die Tabelle gegenüber). Diese Entwicklung steht in deutlichem Gegensatz sowohl zu Osteuropa als auch zu den Ländern der GUS, die zwar bis 1989 ein positives, obgleich ziemlich niedriges Wachstum zu verzeichnen hatten, seitdem aber von starken Produktionseinbrüchen betroffen waren. Es besteht auch ein ausgeprägter Unterschied zur Situation in der Mongolei, deren Wirtschaftssystem vor der Reform jenem der osteuropäischen Länder sehr ähnlich war und wo auch die Entwicklung vergleichbar verlief. Dieser Kontrast zwischen der Wirtschaftsleistung in China und in den anderen ehemaligen zentralen Planwirtschaften wirft Fragen auf hinsichtlich der den Reformen und den Übergangsmaßnahmen zugrundeliegenden Strategien. Einige Beobachter argumentieren, daß China seine außergewöhnliche Entwicklung einer besseren Politik verdanke,

China und andere Volkswirtschaften im Übergang

Volkswirtschaften im Übergang: Indikatoren der wirtschaftlichen Entwicklung							
Land/Ländergruppe	Reales BIP		Verbraucherpreise		Mz/BIP		
	1978–89	1990–93	1978–89	1990–93	1978	1985	1992 <sup>1</sup>
	Jahresveränderung in Prozent				Prozent		
China	9,2	9,5	7,5	5,4	25,0	57,0	101,5
Vietnam	4,1	6,8	217,5 <sup>2</sup>	39,0	n.v.	28,4	33,5
Mongolei	6,1	– 5,0	4,6	20,5	35,8	47,1	52,2
Indien	4,8	3,8	8,3	10,5	35,5	43,0	48,0
Osteuropa	2,9	–10,0	36,9	144,7	58,5	57,6	56,2
Ehemalige Sowjetunion	3,1	–10,3	1,3	316,5	n.v.	48,5	65,2 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Vorläufig. <sup>2</sup> 1986–89. <sup>3</sup> 1989.  
 Quellen: Asian Development Bank, Asian Development Outlook und Key Economic Indicators; IMF, Occasional Papers; Angaben der einzelnen Länder.

während andere den wesentlichen Grund in den Ausgangsbedingungen sehen, im besonderen in der Tatsache, daß China zu Beginn des Reformprozesses noch immer eine landwirtschaftlich orientierte, unterentwickelte Volkswirtschaft war. Aber beide Faktoren waren wichtig, und es ist sogar schwierig, sie voneinander zu trennen, denn die in China eingeleiteten Reformmaßnahmen waren die logische Konsequenz aus den wirtschaftlichen und strukturellen Gegebenheiten dieses Landes, vor allem der starken Dezentralisierung.

#### *Ausgangslage und strukturelle Voraussetzungen*

Keine makro-  
ökonomischen  
Ungleich-  
gewichte und  
kräftige  
Angebotseffekte

Während die osteuropäischen Länder und die ehemalige Sowjetunion am Ende des letzten Jahrzehnts große makroökonomische Ungleichgewichte aufwiesen, die einschneidende Stabilisierungsmaßnahmen notwendig machten, hatte China im Jahr 1978, als der Reformprozeß begann, nicht unter solchen Ungleichgewichten zu leiden. Der Reformdruck resultierte eher aus dem Wunsch, die Effizienz der Ressourcenverteilung zu verbessern und die Armut insbesondere in den ländlichen Gebieten zu lindern. Die Maßnahmen des ersten Reformpakets konzentrierten sich auf die Liberalisierung des Agrarsektors, die sofort einen Produktionsschub auslöste; dies stand in deutlichem Gegensatz zum Rückgang der realen Einkommen in Osteuropa.

Vor den Reformen war der Anteil der Landwirtschaft an der Produktion und der Beschäftigung in China relativ hoch (s. die umstehende Tabelle). Ein beachtlicher Teil der Produktion stammte auch aus der Industrie, wobei über 75% der Industrieproduktion auf die Staatsbetriebe entfielen. Während die osteuropäischen Länder und die Länder der GUS nicht den Vorteil eines niedrig entlohnten „Arbeitskräftereservoirs“ in der Landwirtschaft hatten, ist die Entwicklung in China zu einem großen Teil auf die Angebotseffekte zurückzuführen, die im nichtstaatlichen Industriesektor ausgelöst wurden.

Dezentrale  
Struktur  
mit autonomen  
Regionen

Anders als in den stark zentralisierten und konzentrierten Wirtschaftsstrukturen in Osteuropa und den Ländern der GUS, die gewaltige Produktionseinheiten und eine große Abhängigkeit der Regionen untereinander aufwiesen, waren die Strukturen in China dezentral und basierten auf relativ kleinen Produktionseinheiten. Darüber hinaus verfügten die Provinzen über

eine – historisch gewachsene – weitgehende Autonomie. Diese organisatorischen und regionalen Strukturen förderten das Entstehen von Märkten sowie die Entwicklung eines Wettbewerbs zwischen den Regionen und boten ein geeignetes Umfeld für die wirtschaftspolitischen Experimente, die eine wichtige Rolle in der chinesischen Reformpolitik spielten. Andererseits hatten sie auch unnötige Parallelaktivitäten zur Folge, und aufgrund des Mangels an geeigneten makroökonomischen Steuerungsinstrumenten führte der regionale Wettbewerb immer wieder zu einem übersteigerten Nachfragedruck.

Weitere Merkmale der Wirtschaftsstruktur des Landes waren die weitgehende Eigenständigkeit und ökonomische Autonomie der einzelnen Regionen sowie die Tatsache, daß China zu Beginn der Reformperiode eine ziemlich geschlossene Volkswirtschaft war. Die Abhängigkeit vom Handel mit den ehemaligen RGW-Ländern war daher begrenzt; dies bewahrte China vor den Terms-of-Trade-Verschlechterungen, von denen die osteuropäischen Länder und die Mongolei bei der Auflösung des RGW betroffen waren. Mit der schrittweisen Öffnung der Volkswirtschaft (s. weiter unten) konnte China dank seiner geographischen Lage darüber hinaus vom Handel mit den dynamischen Volkswirtschaften Südostasiens profitieren.

Einfluß  
des Außenhandels...

Die großen chinesischen Bevölkerungsgruppen im Ausland haben die Wirtschaftsleistung Chinas zweifellos ebenfalls beeinflusst, besonders seit der Öffnung der Wirtschaft für den Außenhandel und ausländische Direktinvestitionen. Die engen Finanz- und Handelsbeziehungen zu Hongkong waren besonders wichtig, nicht zuletzt für die südlichen Provinzen, die in den letzten drei Jahren ein jährliches Wachstum von durchschnittlich 20% verzeichneten.

... und der  
chinesischen  
Bevölkerungsgruppen  
im  
Ausland

#### Wesentliche Elemente der Reformen

Der chinesische Reformprozeß basierte nicht auf einem umfassenden Gesamtkonzept, sondern war durch ein schrittweises, experimentelles und auf einzelne Gebiete beschränktes Vorgehen gekennzeichnet. Er erstreckte sich auf zahlreiche Bereiche und Sektoren und war durch gewisse Merkmale geprägt, die in Osteuropa nicht zu beobachten waren. Im besonderen wurden die Reformen

Einige Merkmale  
des chinesischen  
Reformprozesses

Volkswirtschaften im Übergang: Struktur- und Basisindikatoren										
Land/ Ländergruppe	BIP pro Kopf 1985	BIP nach Sektoren <sup>1</sup>		Beschäftigung nach Sektoren <sup>1</sup>		Investi- tionen/ BIP <sup>2</sup>	Exporte/ BIP <sup>2</sup>	Exporte nach Märkten <sup>2</sup>		
		Land- wirt- schaft	Indu- strie	Land- wirt- schaft	Indu- strie			OECD	Asien	RGW
	US-\$	Prozent								
China	225	25,6	51,7	68,9	15,8	35,0	9,4	41,4	38,8	8,3
Vietnam	115	42,7	26,3	70,0	10,6	10,9	11,9	18,5	34,0	36,0 <sup>3</sup>
Mongolei	665	17,4	33,3	39,7	16,0	40,2	22,4	3,2	0,3	92,0
Indien	285	39,6	24,4	75,0 <sup>4</sup>	25,0 <sup>4</sup>	23,9	5,7	48,0	9,2	21,0
Osteuropa	3 050	14,7	54,9	24,9	34,9	30,0	29,0	28,2	3,7	67,8
Ehemalige Sowjetunion	3 350	14,9	51,5	20,3	29,4	20,8	4,4	25,6	7,4	55,4

<sup>1</sup> 1980. <sup>2</sup> 1985. <sup>3</sup> Berechnungsbasis: Rbl 2,4 = US-\$ 1. <sup>4</sup> Anteil an der Gesamtbevölkerung in ländlichen bzw. städtischen Gebieten.  
Quellen: S. die Tabelle auf S. 55.

bereits von Beginn an durch ein starkes Produktionswachstum unterstützt, was die Nachhaltigkeit des Prozesses steigerte und der in anderen Ländern festzustellenden „Reformmüdigkeit“ vorbeugte. Obwohl die Reformen von deutlichen Veränderungen in der regionalen und sektoralen Einkommensverteilung begleitet wurden, bedeutete die Reaktion auf der Angebotsseite überdies, daß die mit großen Produktionsrückgängen verbundenen verteilungspolitischen Verzerrungen verhindert werden konnten.

Agrarreform ...

Die wesentlichen Maßnahmen der 1978 durchgeführten Agrarreform beinhalteten eine Anhebung der Ankaufpreise und eine Rückkehr zu kleinbetrieblicher landwirtschaftlicher Tätigkeit, wobei die Landwirte das Recht erhielten, einen Teil ihrer Produkte auf dem freien Markt zu verkaufen. Die verbesserten Anreize lösten beachtliche Angebotseffekte und einen unerwartet starken Anstieg der Ersparnis der privaten Haushalte aus. Gemeinsam mit der Freisetzung von Arbeitskräften durch Produktivitätsgewinne stellte dies die Grundlage und eine Förderung der Entwicklung der Wirtschaftszweige in den ländlichen Gebieten dar.

... und rasches Wachstum des nichtstaatlichen Industriesektors

Die lokalen Gebietskörperschaften erhielten ab 1984 eine größere Autonomie, insbesondere die Erlaubnis, Dorfgemeinschaftsbetriebe bzw. kleinstädtische Unternehmen zu gründen und einen großen Teil ihrer Gewinne einzubehalten. Angespornt durch die hohe Ersparnisbildung und die Verfügbarkeit von überschüssigen Arbeitskräften aus der Landwirtschaft, expandierten diese Unternehmen sehr rasch und erwirtschafteten 1990 gemeinsam mit den anderen ländlichen Unternehmen ungefähr ein Viertel der gesamten Industrieproduktion (s. die umseitige Tabelle). Ähnliche Rechte wurden später auch den größeren Städten gewährt, was dazu führte, daß der Anteil der großen Staatsbetriebe an der Industrieproduktion bis 1990 auf 55% fiel. Die rasche Expansion des „nichtstaatlichen“ Sektors ist der wichtigste Einzelfaktor für die chinesische Wachstumsentwicklung. Ein wesentlicher Grund dafür ist wahrscheinlich die strenge Finanzdisziplin, der die nichtstaatlichen Unternehmen – im Gegensatz zu den Staatsbetrieben – unterworfen waren, da sie keine Subventionen bekamen und ihre Investitionen aus den einbehaltenen Gewinnen oder durch Bankkredite finanzieren mußten, wobei letztere wegen des großen Volumens der Ausleihungen an unrentable Staatsbetriebe oft schwer zu erhalten waren.

Maßnahmen zur Förderung des Außenhandels

Während die Exporte 1978 weniger als 10% des chinesischen BIP ausmachten, trugen zahlreiche Schritte zur Exportliberalisierung – verbunden mit einem raschen Wachstum in den Nachbarländern, einer starken realen Abwertung der Währung und Exportsubventionen – dazu bei, daß der Anteil des Außenhandels am BIP auf rund ein Drittel stieg. Der Import von Investitionsgütern wurde unterstützt, und ausländische Direktinvestitionen wurden gefördert. Daraus resultierten 1993 in China Nettozuflüsse aus Direktinvestitionen von rund US-\$ 15 Mrd.; das ist der höchste Betrag von allen Entwicklungsländern. In den letzten zehn Jahren haben die Technologien und das Know-how, die aus Direktinvestitionen gewonnen wurden, einen wesentlichen Beitrag zum Wachstum geleistet.

Gespaltene Preissystem

Ein grundlegendes Element des chinesischen Reformprozesses war das gespaltene Preissystem, bei dem ein vorher festgesetzter Teil der Produktion

China: Industrielle Entwicklung und Eigentumsverhältnisse					
Eigentumsverhältnisse	Wertschöpfungsanteil		Beschäftigungsanteil		Produktion
	1979	1990	1979	1990	1981–90
	Prozent				Jahres- veränderung in Prozent
Staatsbetriebe	78,5	54,6	72,0	53,7	7,5
Nichtstaatliche Betriebe	21,5	45,4	28,0	46,3	21,5
darunter: Ländliche Betriebe	9,0	25,3	22,5	38,6	28,0

Quellen: Qian, Y. und Xu, C., Discussion Paper No. 154, Centre for Economic Performance, London School of Economics; nationale Angaben.

einer Preisregelung oder „Preisleitlinie“ unterworfen war, während die über die Quoten hinausgehende Produktion zu Marktpreisen verkauft werden konnte. Dieses System verzerrte zwar die relativen Preise, hatte aber den Vorteil, daß es relativ selten zu Angebotsengpässen kam. Außerdem konnten sich die unternehmerischen Entscheidungen an den vom Markt bestimmten relativen Preisen orientieren. Das System schuf jedoch auch Anreize zur Korruption und benachteiligte teilweise die nichtstaatlichen Unternehmen.

#### *Notwendigkeit weiterer Reformen*

Obgleich die makroökonomischen Effekte der chinesischen Reformmaßnahmen zweifellos bedeutend waren, sind gewisse Unzulänglichkeiten offensichtlich und weitere Reformen unumgänglich. Wie weiter unten dargelegt wird, ist es China noch nicht gelungen, umfassende Rahmenbedingungen für eine gesamtwirtschaftliche Politik zu schaffen. Dieses Problem hängt teilweise mit der weitreichenden regionalen Autonomie sowie der Unvollständigkeit und dem experimentellen Charakter der Reformen zusammen, zu denen noch die Unterschiede bei der Ressourcenausstattung hinzukamen, so daß das rasche Wachstum von einer Ausweitung der regionalen Ungleichheiten begleitet wurde. Da die Arbeitskräftemobilität zwischen den Regionen administrativen und wirtschaftlichen Hindernissen unterliegt und der rückläufige Steueranteil des zentralen Staatshaushalts die Möglichkeit für Ausgleichszahlungen über das Budget einengt, besteht die Gefahr, daß sich die Einkommensunterschiede noch weiter vergrößern. Nach offiziellen Schätzungen dürfte mehr als ein Drittel der Arbeitskräfte in der Landwirtschaft überflüssig sein, und die wachsende Einkommenslücke gegenüber den städtischen Regionen hat bereits zu Spannungen geführt. Angesichts des frühzeitigen Erfolgs bei den Reformen auf dem Land erscheint dies auf den ersten Blick paradox. Die raschen Produktivitätsgewinne stellten jedoch hauptsächlich einen einmaligen „Aufholprozeß“ dar, und seit Mitte der achtziger Jahre stagniert das Produktivitätswachstum in der Landwirtschaft, weil die Böden der Erosion ausgesetzt sind, die Verfügbarkeit von fruchtbarem Ackerland zurückgeht und die kleinen Familienbetriebe kaum die Möglichkeit haben, Größenvorteile zu nutzen.

Das gespaltene Preissystem ist eine mögliche Inflationsquelle, da die kontrollierten Preise deutlich unter den Marktpreisen liegen. Auch die Subven-

Regionale  
Autonomie und  
wachsende  
Einkommens-  
unterschiede

Mögliche  
Quellen einer  
höheren  
Inflation

tionen, die inzwischen rund ein Drittel der Ausgaben des zentralen Staatshaushalts ausmachen, wurden erhöht, um die Preissteigerung zu bremsen. Das ungewöhnlich schnelle Wachstum von  $M_2$  in Relation zum BIP (s. die Tabelle auf S. 55) könnte in der Zukunft Inflation oder Störungen im Finanzbereich auslösen. Wegen des imposanten Anstiegs der Ersparnis der privaten Haushalte, der u. a. auf die Bemühungen der Behörden zurückzuführen ist, die realen Einlagenzinsen positiv zu halten, und weil es keine Versorgungsengpässe gibt, leidet China nicht unter dem Problem des „Geldüberhangs“, das früher in einigen osteuropäischen Ländern beobachtet werden konnte. Wenn die Verbrauchergewohnheiten umschlagen, könnten allerdings sehr rasch große Beträge liquider Mittel von den Sparkonten abgezogen werden, was Druck auf die Gütermärkte erzeugen und Mittel für die inflationsneutrale Finanzierung des Haushaltsdefizits abziehen würde.

Unrentable  
Staatsbetriebe

Trotz mehrerer Versuche, die Führung und die Organisation der Staatsbetriebe zu verbessern, unterliegen diese bisher noch keiner strengen Finanzdisziplin. Die zunehmenden Verluste haben das fiskalische Ungleichgewicht erhöht oder wurden mit Bankkrediten finanziert, wodurch das Geldmengewachstum explodierte und den Banken ein immer größer werdender Bestand an notleidenden Krediten aufgebürdet wurde.

Fehlende makro-  
ökonomische  
Instrumente

China hat seit 1978 mehrere Konjunkturzyklen durchlaufen, denn jedes Reformpaket löste einen starken Nachfrageboom aus, der bald zu einer konjunkturellen Überhitzung führte und dann durch behördliche Kontrollmaßnahmen gezügelt wurde. Die starke zyklische Volatilität kann zwei miteinander in Beziehung stehenden Faktoren zugeschrieben werden, die der Zentralregierung keine geeigneten Mittel zur fiskalischen und geldpolitischen Steuerung ließen: der Dezentralisierungspolitik sowie der – bis vor kurzem noch – fehlenden umfassenden Fiskal- und Finanzreform. Seit 1978 sanken sowohl das Verhältnis der Steuern zum BIP als auch der Anteil des zentralen Staatshaushalts an den gesamten Steuereinnahmen (s. die umstehende Tabelle), was auf das regressive Steuersystem zurückzuführen ist sowie auf einen Finanzausgleich, durch den sich der Steueranteil der regionalen und lokalen Gebietskörperschaften erhöhte. Trotz der Schaffung eines zweistufigen Bankensystems im Jahr 1984, der Eröffnung zweier Aktienmärkte und einiger erster Schritte in Richtung Aufbau eines Kapitalmarktes blieb der Finanzsektor weitgehend unterentwickelt. Die Lenkung der Kreditvergabe war weit verbreitet, und die Instrumente zur indirekten Kontrolle der geld- und kreditpolitischen Entwicklung sind ineffizient.

Neuere wirt-  
schaftspolitische  
Maßnahmen ...

Gegen Ende des letzten Jahres wurden Schritte unternommen, um die Zentralbank mit größerer Unabhängigkeit auszustatten, Geschäftsbanken zu gründen und staatlich angeordnete Kredite auf die öffentlichen Haushalte zu übertragen. Anfang 1994 wurden der amtliche Wechselkurs und der Kurs in den „Swapzentren“ vereinigt, was einen Rückgang des amtlichen Kurses gegenüber dem US-Dollar um rund ein Drittel bewirkte. Es wurde auch beschlossen, in diesem Jahr mit einer Reform des Steuersystems zu beginnen. Diese beinhaltet die Einführung einer einheitlichen Körperschaftsteuer von 33%, einer Mehrwertsteuer und einer Kapitalertragsteuer sowie eine Neuordnung des Finanzausgleichs, um den Anteil des zentralen Staatshaushalts an den Steuereinnahmen zu erhöhen. Schließlich zielt ein Maßnahmenpaket auf die Sanierung der

China: Entwicklung der Steuern und außerbudgetären Einnahmen				
Position	1979	1982	1987	1990
	in Prozent des BSP			
Steuern	26,7	20,0	19,5	16,6
darunter: Zentralhaushalt	n.v.	10,3	9,4	7,5
Außerbudgetäre Einnahmen	11,3	15,5	18,0	15,3
darunter: Zentralhaushalt	n.v.	5,2	7,3	6,1
Insgesamt	38,0	35,5	37,5	31,9
darunter: Zentralhaushalt	n.v.	15,5	16,7	13,6

Quelle: IMF, Occasional Paper No. 107.

kränkelnden Staatsbetriebe sowie die Stärkung der Unabhängigkeit und Verantwortlichkeit des Managements. Einhundert der größten Unternehmen werden in Aktiengesellschaften umgewandelt, und ein staatlich finanziertes soziales Netz soll die Sozialleistungen übernehmen, die derzeit von den Staatsbetrieben erbracht werden.

Es läßt sich noch nicht beurteilen, ob die geplanten Reformen im laufenden Konjunkturzyklus wirksam durchgeführt werden können. Die Investitionsausgaben trugen zwar wesentlich zum hohen realen Wachstum des letzten Jahres bei, aber in einigen Gebieten waren sie exzessiv, was auf die Notwendigkeit einer strafferen Kreditpolitik hinweist. Das schnelle Wachstum wurde von einer deutlichen Beschleunigung der Inflation begleitet, obwohl der übersteigerte Nachfragedruck teilweise durch einen steilen Anstieg der Importe aufgefangen wurde. Die Behörden stehen jedoch vor dem Dilemma, daß Arbeitslosigkeit und Unterbeschäftigung ebenfalls steigen. Das wird es noch schwieriger machen, den Staatsbetrieben größere Verantwortung aufzuerlegen, und der Haushalt für dieses Jahr sieht sogar weitere Steuererleichterungen vor. Die schwierigste Aufgabe ist jedoch wahrscheinlich, eine der Auswirkungen der früher getroffenen Dezentralisierungsmaßnahmen durch die Erhöhung des Steueranteils des zentralen Staatshaushalts zu korrigieren.

... und ihre Auswirkungen auf den laufenden Konjunkturzyklus

#### *Wirtschaftliche Entwicklung und Reformen in anderen asiatischen Ländern*

In den letzten zehn Jahren wurden auch in anderen asiatischen Ländern, die sich im Übergangsstadium zur Marktwirtschaft befinden, Reformen beschlossen, darunter in Vietnam, Kambodscha, Laos und der Mongolei. Die Ergebnisse waren unterschiedlich, und die Länder, deren Ausgangslage und strukturelle Bedingungen jenen in China ähnelten, standen in deutlichem Gegensatz zur Mongolei, deren System eher mit jenem der osteuropäischen Länder zu vergleichen war. In Vietnam betrug das Wachstum seit dem Beginn der Reformen durchschnittlich über 6% pro Jahr, während die Mongolei nach der Aufhebung der Preiskontrollen und der Abschaffung der bisherigen zentralen Planwirtschaft unter starken Produktionseinbußen zu leiden hatte.

Die Erfahrungen Vietnams und der Mongolei unterscheiden sich auch in anderen Punkten. Anders als in China im Jahr 1978 bestanden in beiden Ländern bei Einleitung der Reformen 1986 bzw. 1989 makroökonomische Ungleich-

In Vietnam und der Mongolei Reformmaßnahmen

gewichte. Die Mongolei straffte den Kurs der Wirtschaftspolitik, um den Auswirkungen der Preisfreigabe entgegenzuwirken, und mußte deutliche Produktionsrückgänge hinnehmen, da die Effekte der restriktiven Politik durch eine Verschlechterung der Terms of Trade und den Verlust von Exportmärkten nach der Auflösung des RGW-Handelssystems verschlimmert wurden. Vietnam hingegen stellte die Stabilisierung zeitlich zurück, und die monatliche Teuerungsrate beschleunigte sich auf über 30%. Das bedeutete eine ernste Bedrohung für die finanzielle Stabilität und das weitere Wachstum, aber nach einer Preis- und Währungsreform und einer deutlichen Straffung der Fiskal- und Geldpolitik im Jahr 1989 wurde die Inflation unter Kontrolle gebracht. Dank einer Reihe von Faktoren blieb Vietnam ferner jeglicher Produktionsrückgang erspart; dazu zählen die strukturellen Gegebenheiten, die jenen in China sehr ähnlich waren, eine Steigerung der landwirtschaftlichen Produktion, eine wachsende Nachfrage nach Erdöl und die Tatsache, daß das Land relativ wenige Handelsbeziehungen zu den RGW-Ländern hatte. Andererseits hatten die Versuche, den Außenhandel zu öffnen und ausländische Direktinvestitionen anzuziehen, bisher nur begrenzten Erfolg, was auf das bis Anfang dieses Jahres bestehende US-Embargo und die Zahlungsrückstände des Landes bei multilateralen Kreditgebern zurückzuführen ist. Weitere Nachteile waren die unterentwickelte Infrastruktur und eine Investitionsquote von kaum 10% des BIP.

In Indien markt-orientierte Reformen ...

Auch in Indien, wo der Agrarsektor und der Sektor der Staatsbetriebe groß sind und das Pro-Kopf-Einkommen ähnlich hoch ist wie in China, wurden bedeutende marktorientierte Reformen in die Wege geleitet. Nach der krisenhaften Zuspitzung der Situation bei den Währungsreserven 1991 wurden Maßnahmen getroffen, um die Wirtschaft für den ausländischen Wettbewerb zu öffnen; so wurde der Außenhandel liberalisiert, das gespaltene Wechselkursystem abgeschafft und der private Sektor dereguliert. Die ersten Reformen beinhalteten auch Maßnahmen zur Kürzung des Budgetdefizits und erste Schritte zur Privatisierung staatlicher Unternehmen.

... mit positiven Auswirkungen ...

In den letzten beiden Jahren betrug das Produktionswachstum in Indien durchschnittlich 4%, und der Leistungsbilanzsaldo hat sich nach einer realen Währungsabwertung um 25–30% und einem deutlichen Anstieg der Exporterlöse beträchtlich verbessert. Die Devisenreserven haben sich ebenfalls erhöht, weil Nettoportfolioinvestitionen und die Inanspruchnahme der internationalen Anleihefinanzierung durch die indischen Unternehmen zu relativ großen Kapitalzuflüssen führten. Allerdings wird man sich mit den jüngsten budgetären Entwicklungen beschäftigen müssen, wenn Probleme in der Zukunft vermieden werden sollen. Nach einer anfänglichen Konsolidierung vergrößerte sich das Haushaltsdefizit im letzten Jahr auf über 7% des BIP, verglichen mit einer Zielvorgabe von unter 5%. Der größte Teil des Defizits wurde über das Bankensystem finanziert, das auf die strengeren Eigenkapitalanforderungen mit einer Aufstockung seines Bestandes an Staatsanleihen reagierte, während die Kredite an den privaten Sektor reduziert wurden. Ein weiterer Bereich, dem Aufmerksamkeit gewidmet werden muß, ist die Industrie, wo im Gegensatz zur Landwirtschaft die Produktion stagnierte, da sie durch den starren Arbeitsmarkt und die ineffizienten Staatsbetriebe gehemmt wurde.

... aber weiterer Handlungsbedarf

## Osteuropa und die Gemeinschaft Unabhängiger Staaten

Im letzten Jahr gab es in der Wirtschaftsentwicklung einen auffallenden Gegensatz zwischen den osteuropäischen Ländern und den Mitgliedern der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS), der deutlich machte, daß konsequente Reformbemühungen und durchgreifende Stabilisierungsmaßnahmen eine Voraussetzung für erneutes Wachstum sind. In Osteuropa verlangsamte sich der rasche Produktionsrückgang der letzten Jahre deutlich, und in einigen Ländern zeigten sich in der zweiten Jahreshälfte die ersten Anzeichen für ein Wachstum, selbst in Estland, das seine Reformen unter extrem schwierigen Bedingungen begonnen hatte. Andere Länder in dieser Region sind offensichtlich dem Beispiel der im Reformprozeß bereits weiter fortgeschrittenen Länder gefolgt. Nachdem expansive Maßnahmen zu einer rapiden Beschleunigung der Inflation geführt hatten, begann Rumänien Anfang 1994 mit einem Stabilisierungsprogramm. Auch in Kroatien und der ehemaligen jugoslawischen Republik Mazedonien wurden Maßnahmen zur wirtschaftlichen Stabilisierung ergriffen.

In Osteuropa  
Stabilisierung  
der Produk-  
tion ...

In völligem Gegensatz dazu gelang es den GUS-Staaten auch 1993 nicht, die grundlegenden wirtschaftlichen Probleme in den Griff zu bekommen. Sie emittierten weiterhin Rubel, um Güter voneinander zu kaufen, was zu wachsenden Handelsdefiziten gegenüber Rußland und einer hohen Inflation führte. Die Situation spitzte sich im Juli zu, als eine Währungsreform in Rußland den sowjetischen Rubel durch einen russischen ersetzte, wodurch die Rubelzone endgültig aufgelöst wurde und die anderen Staaten gezwungen wurden, eigene Währungen einzuführen. Dies hätte ihnen eine Möglichkeit eröffnen können, individuelle Stabilisierungsmaßnahmen zu ergreifen, aber sie waren nicht in der Lage, ihre Budgetdefizite und die Kreditausweitung unter Kontrolle zu bringen. Die monatliche Teuerungsrate blieb in dieser Region in der Größenordnung von 20%, und in der Ukraine kam es zur Hyperinflation. Der Produktionsrückgang setzte sich unvermindert fort.

... aber in der  
GUS anhaltender  
Rückgang

In Osteuropa kamen zwischen den willkommenen Anzeichen einer wirtschaftlichen Erholung zwei Probleme zum Vorschein, um die man sich kümmern muß, wenn der Wachstumsprozeß auf eine tragfähige Basis gestellt werden soll. Erstens blieb die Investitionstätigkeit in den meisten Ländern niedrig. Zweitens verschlechterte sich die Leistungsbilanz, da der Verbrauch anstieg und die Exporte in die westlichen Länder rückläufig waren. Das unterstreicht die Bedeutung des osteuropäischen Wunsches nach „Handel statt Hilfe“ durch einen besseren Zugang zu den westlichen Märkten, speziell in den sogenannten sensiblen Bereichen, in denen überall noch Beschränkungen bestehen. Ohne Spielraum für eine Ausweitung der Exporte wird das Wachstum durch externe Finanzierungsgpässe behindert werden. Die Verschlechterung der Leistungsbilanz hebt aber auch die Notwendigkeit hervor, die inländische Ersparnis durch eine Senkung des Haushaltsdefizits und verbesserte Sparanreize zu erhöhen.

### *Entwicklungen und Maßnahmen in Osteuropa*

Die Produktion in Osteuropa stabilisierte sich 1993, nachdem sie mehrere Jahre rückläufig gewesen war. In Albanien, Estland, Kroatien, Polen, Rumänien und Slowenien wurden für das Jahr insgesamt positive Wachstumsraten registriert

Erfolg entschlos-  
sener Reform-  
bemühungen ...

Entwicklung des realen BIP <sup>1</sup>					
Land	1989	1990	1991	1992	1993 <sup>2</sup>
	Veränderung in Prozent				
Albanien	9,8	-10,0	-27,7	- 9,7	11,0
Bulgarien	-1,9	- 9,1	-11,7	- 5,4	- 4,2
Polen	0,2	-11,6	- 7,6	2,6	4,0
Rumänien	-5,8	- 7,4	-15,1	-13,6	1,0
Slowakische Republik	1,2	- 2,5	-11,2	- 6,1	- 4,1
Tschechische Republik	4,5	- 1,2	-14,2	- 6,6	- 0,3
Ungarn	0,7	- 3,5	-11,9	- 4,5	- 1,0
Jugoslawien <sup>3</sup>	1,9	- 8,4	-11,0	-27,0	-30,0
Kroatien	-4,4	- 9,3	-28,7	-23,6	1,4
Ehem. jugoslawische Rep. Mazedonien	1,9	- 9,5	-10,7	-13,4	-15,2
Slowenien	-1,8	- 4,7	- 9,3	- 6,0	1,0
Durchschnitt <sup>4</sup>	-0,2	- 7,6	-12,5	- 8,6	- 3,0
Ehemalige Sowjetunion <sup>4</sup>	2,5	- 2,3	-13,0	-19,1	-12,2
<i>Estland</i>	3,3	- 4,0	-11,3	-19,3	3,0
<i>Lettland</i>	6,8	2,9	- 8,3	-40,0	- 3,5
<i>Litauen</i>	1,5	- 5,0	-13,1	-35,2	-16,2
<i>Rußland</i>	2,0	- 2,0	-15,0	-19,0	-12,0
<i>Ukraine</i>	4,1	- 3,4	-11,9	-17,0	-14,0
Durchschnitt insgesamt <sup>4</sup>	1,6	- 4,1	-12,8	-15,5	- 9,1

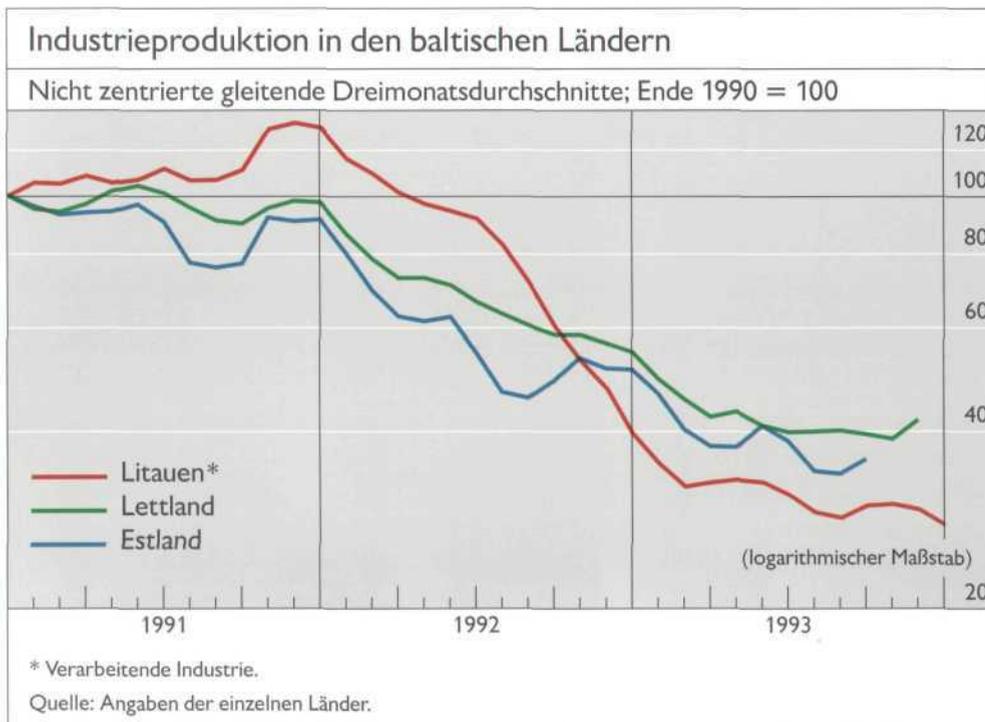
<sup>1</sup> Ehemalige jugoslawische Republik Mazedonien, Kroatien (vor 1993) und Jugoslawien (vor 1992): materielle Produktion (brutto); die meisten Staaten der ehemaligen Sowjetunion vor 1991 (Rußland: vor 1990): materielle Produktion (netto). <sup>2</sup> Teilweise geschätzt. <sup>3</sup> Serbien und Montenegro. <sup>4</sup> Gewogener Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Wechselkurse von 1990/91.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; IWF; EBRD.

(s. die obenstehende Tabelle). Anzeichen einer Erholung zeigten sich in der zweiten Jahreshälfte auch in Lettland, der Tschechischen Republik und Ungarn. Alle diese Länder, mit Ausnahme von Rumänien, verfolgten einen entschlossenen Reform- und Stabilisierungskurs. Drei gemeinsame Elemente lassen sich erkennen: Erstens wurde das Wachstum der Kredite an Staatsbetriebe unter Kontrolle gebracht. Zweitens wurden einkommenspolitische Maßnahmen eingesetzt, um sicherzustellen, daß der Anstieg der Einkommen mit den Zielvorgaben des Stabilisierungsprogramms vereinbar ist. Drittens wurden die Haushaltsdefizite eingedämmt und im Rahmen der Stabilisierungsprogramme in den baltischen Staaten und in Kroatien deutlich gesenkt oder sogar eliminiert. Die Erfahrungen in Polen und Ungarn weisen jedoch auf die Schwierigkeiten hin, Budgetdefizite über einen längeren Zeitraum zu begrenzen.

... sogar unter schwierigen Umständen

In den baltischen Staaten begannen die Reformen unter sehr schwierigen externen Bedingungen. Rund zwei Drittel der Produktion gingen als Exporte in die anderen ehemaligen Sowjetrepubliken, so daß diese Länder vom Zusammenbruch des Handels in dieser Region ganz besonders betroffen waren. Die starke wirtschaftliche Abhängigkeit von Rußland forderte ihren Tribut, als gewaltige Energiepreissprünge die Terms of Trade um deutlich mehr als 10% des Einkommens von 1992 verschlechterten; dies war ein wichtiger Faktor für den Rückgang des BIP um ein Drittel und die sogar noch stärkere Abnahme der



Industrieproduktion (s. die obenstehende Grafik). Im Herbst 1992 hatten die baltischen Staaten ihre eigenen Währungen eingeführt und damit die Voraussetzungen für eine selbständige makroökonomische Politik geschaffen. Es gelang ihnen, ihren Haushalt trotz des starken Produktionseinbruchs sowohl 1992 als auch 1993 weitgehend im Gleichgewicht zu halten. Eine straffe geldpolitische Ausrichtung drückte die Inflation in Estland und Lettland auf Jahresraten in der Größenordnung von 35–45% hinunter. In Estland wurde die geldpolitische Kontrolle durch eine „currency board“-Regelung erreicht, so daß das Geldmengenwachstum an das Ausmaß der Devisenzuflüsse gekoppelt wurde. Lettland verfolgte eine straffe Geldpolitik und hielt seinen nominalen Wechselkurs weitgehend unverändert aufrecht. Litauen erreichte zwar ebenfalls einen ausgeglichenen Haushalt, aber die Geldpolitik war weniger hart, und die Inflation blieb auf einem höheren Niveau. Die Industrieproduktion stabilisierte sich im letzten Jahr, und Estland verzeichnete sogar ein positives Produktionswachstum.

Einige andere Länder in dieser Region dürften zu dem Schluß gekommen sein, daß ein nachhaltiges Wachstum ohne makroökonomische Stabilisierung kaum zu erreichen ist. Dazu gehören Rumänien, Kroatien und die ehemalige jugoslawische Republik Mazedonien. Rumänien hatte in den ersten drei Quartalen 1993 eine expansive Geldpolitik verfolgt, die sich in hohen negativen Realzinsen niederschlug und zu einer weiteren Inflationsbeschleunigung führte. Die Behörden erkannten, daß dieser Kurs nicht haltbar war, strafften die Geldpolitik und einigten sich im Mai 1994 mit dem IWF über ein Stabilisierungsprogramm.

Das Anpassungsprogramm in Kroatien zeigte deutlich, daß hohe Inflationsraten durch rigorose Stabilisierungsmaßnahmen schnell gesenkt werden können, ohne die Produktion zu beeinträchtigen. Die monatlichen Preissteigerungsraten waren bis Oktober letzten Jahres auf 39% gestiegen, als die Regierung mit dem Stabilisierungsprogramm begann, das auf straffen fiskalischen und geld-

politischen Maßnahmen sowie auf Begrenzungen bei den Lohnerhöhungen basierte. Die Inflation verringerte sich umgehend, und im ersten Quartal 1994 fielen die Preise sogar.

Vom Verbrauch  
getragenes  
Wachstum ...

Die Wachstumsentwicklung im Jahr 1993 kam für viele überraschend. Infolge eines raschen Anstiegs der Exporte in die OECD-Länder waren in der zweiten Hälfte des Jahres 1992 die ersten Anzeichen einer Überwindung des Produktionsrückgangs sichtbar geworden. Aber die Erwartungen eines export-induzierten Wachstums wurden enttäuscht, als die Belebung der Ausfuhren in der ersten Jahreshälfte 1993 ins Stocken geriet. Statt dessen wurde die Wachstumserholung durch eine zunehmende Inlandsnachfrage und insbesondere durch den privaten Verbrauch gestützt. In Slowenien, der Tschechischen Republik und Ungarn waren der wesentliche Grund die steigenden Reallöhne, die auf eine Kombination aus einer raschen Ausweitung des Privatsektors, niedriger Arbeitslosigkeit (in der Tschechischen Republik) und einer schwachen Unternehmenskontrolle (in Slowenien) zurückzuführen waren. Andernorts war der höhere Verbrauch offensichtlich nicht durch eine Steigerung der gemeldeten Einkommen bedingt, was auf beträchtliche nichterfaßte Einkommen hindeutet.

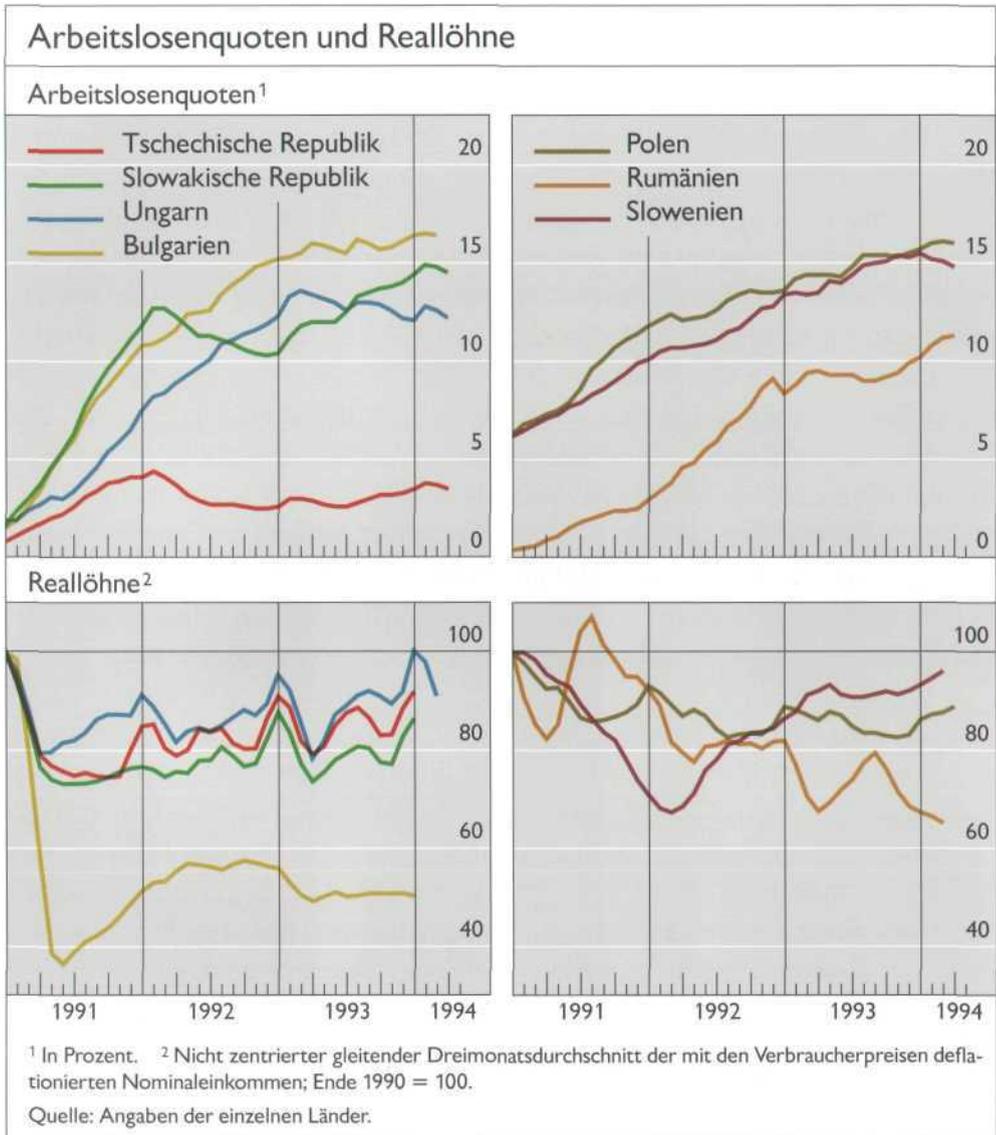
... dabei  
Abflachung des  
Anstiegs der  
Arbeits-  
losigkeit ...

Die Stabilisierung der Produktion und das schnelle Wachstum des privaten Sektors spiegelten sich in einer Abflachung des Anstiegs der Arbeitslosigkeit wider, wie die umstehende Grafik zeigt. Die niedrige Arbeitslosenquote von nur 3½% in der Tschechischen Republik, verglichen mit Raten von 10–15% in anderen Ländern, kann weitgehend durch drei Faktoren erklärt werden: Erstens war die Erwerbsquote in der Tschechischen Republik zu Beginn des Reformprozesses außergewöhnlich hoch gewesen, hatte sich aber bis 1992 deutlich reduziert. Zweitens fand eine große Anzahl von Arbeitskräften durch den zunehmenden Tourismus und das rasche Wachstum des Dienstleistungssektors Beschäftigung. Drittens waren viele Arbeitnehmer jenseits der Grenze in Deutschland tätig. Seit 1990 hat sich die Beschäftigung in der Industrie um ein Drittel und in der Landwirtschaft um zwei Fünftel reduziert; diese Anpassungen sind vergleichbar mit jenen in anderen Ländern in dieser Region oder sogar größer. Außerdem ist die durchschnittliche Dauer der Arbeitslosigkeit kurz und die Fluktuation hoch, was auf eine schnelle Anpassung hinweist.

... und Rückgang  
der Inflation

Die Inflation nahm in den meisten Ländern ab. Die jährlichen Teuerungs-raten, die in der Tabelle auf S. 67 gezeigt werden, geben jedoch wegen der einmaligen Preissprünge, die auf die Einführung bzw. Anhebung der Mehrwertsteuer zurückzuführen sind, die zugrundeliegende Inflation nicht angemessen wieder. In mehreren Ländern scheint sich die Inflation innerhalb einer Bandbreite von 20–40% stabilisiert zu haben; hingegen verzeichneten die Slowakische und die Tschechische Republik sowie Ungarn niedrigere und Bulgarien, Rumänien und Litauen viel höhere Preissteigerungsraten.

Obwohl die jüngste Erfahrung gezeigt hat, daß sich die Inflation unter Kontrolle bringen läßt und damit der Grundstein für ein neuerliches Wachstum gelegt werden kann, ist dies sicherlich nur der erste Schritt. Die Kontrolle über die Unternehmen muß durch Privatisierungsmaßnahmen gestärkt werden, das Geschäftsbankenwesen muß entwickelt und das Rechtssystem verbessert werden, um nur einige der Aufgaben zu nennen, die noch zu bewältigen sind. Dieser Prozeß wird zwangsläufig noch einige Zeit dauern. In der Zwischenzeit häufen



sich die Forderungen an die Regierungen nach Subventionen und nach einem Schutz der Unternehmen vor der Importkonkurrenz, und die Löhne im staatlichen Sektor steigen vielfach, ohne daß dabei die Produktivität berücksichtigt wird. Der Druck durch diese und andere Faktoren wird immer stärker, muß aber im Zaum gehalten werden, wenn die kurzfristigen Stabilisierungserfolge konsolidiert werden sollen und die wirtschaftliche Umgestaltung erfolgreich sein soll.

Trotzdem wachsender Druck

*Entwicklungen und Maßnahmen in der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten*

Im Jahr 1993 brach die Rubelzone auseinander, als Rußland seine eigene Währung einführte und damit endlich die unkoordinierte Rubelemission durch mehrere Stellen beendete. Spätestens seit 1991 hatte für die ehemaligen Sowjetrepubliken der Anreiz zur Kreditexpansion bestanden. Je stärker eine Republik die Kreditgewährung im Vergleich zu den anderen Republiken ausweitete, desto höher waren ihre Gewinne in Form von Importen aus den anderen Republiken; dies führte aber dazu, daß der Nachfrageüberschuß in die anderen Länder der Rubelzone exportiert und dort die Inflation angeheizt wurde.

Auflösung der Rubelzone

Anstieg der Verbraucherpreise						
Land	1989	1990	1991	1992	1993	1994 1. Q.
	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent auf der Basis von Periodendurchschnitten					
Albanien	0,0	0,0	35,5	226	85,2	22,9
Bulgarien	5,6	23,8	339	91,3	72,8	59,8
Polen	251	586	70,3	43,0	35,3	30,8
Rumänien	0,8	5,1	166	210	256	265
Slowakische Republik	1,2	10,4	61,2	10,0	23,2	15,5
Tschechische Republik	1,4	9,7	56,7	11,1	20,8	10,0
Ungarn	17,0	28,9	35,0	23,0	22,5	16,8
Jugoslawien <sup>1</sup>	1265	580	122	8926	116540 <sup>2</sup>	
Kroatien	1200	610	123	666	1518	629
Ehem. jugoslawische Rep. Mazedonien	2763 <sup>3</sup>	608	115	1691	335	
Slowenien	1306	550	118	201	32,3	19,9
Estland	4,7	17,2	211	1069	89,8	44,1
Lettland	4,7	10,5	124	951	110	36,2
Litauen	2,1	8,4	225	1020	410	148
Rußland	2,4	5,6	160	1534	912	737
Ukraine	4,7	10,5	172	926	3850	4751

<sup>1</sup> Serbien und Montenegro. <sup>2</sup> Milliarden Prozent. <sup>3</sup> Dezember gegen Dezember des Vorjahres.  
Quellen: Angaben der einzelnen Länder; IWF; EBRD.

Um die Handelskredite an die anderen Republiken unter Kontrolle zu bekommen, wurden diese daher von der russischen Regierung im Juli 1992 verpflichtet, die Zahlungen aus Handelsgeschäften über Clearingkonten bei der russischen Zentralbank abzuwickeln. Durch diesen ersten Schritt wurden die inflationären Tendenzen jedoch nicht eliminiert, weil die russische Zentralbank weiterhin Rubelnoten zur Verfügung stellte und den Republiken mit Handelsdefiziten unverzinsten „technische Kredite“ gewährte.

Im letzten Jahr änderte sich die Situation dramatisch, als der in Rußland zirkulierende sowjetische Rubel durch den russischen Rubel abgelöst wurde und die technischen Kredite durch verzinsten staatliche Darlehen ersetzt wurden. Damit hatten die anderen Republiken nur noch die Möglichkeit, entweder eigene Währungen einzuführen oder mit Rußland ein neues Abkommen über den Verbleib in der neuen Rubelzone auszuhandeln.

Zunächst entschieden sich die meisten Republiken für die zweite Alternative, aber sie erkannten bald, daß der Preis hoch war. Rußland forderte die vollständige Kontrolle über das Kreditwachstum in den anderen GUS-Staaten, ein Mitspracherecht bei den öffentlichen Finanzen und die Übergabe der Hälfte ihrer Devisen- und Goldreserven an die russische Zentralbank als Sicherheit für die Einhaltung der Abkommen. Die nachfolgenden Diskussionen konzentrierten sich auf die Kontrolle der Haushaltsdefizite und der Geldmengenausweitung sowie auf die erkennbare Notwendigkeit einer gewissen wirtschaftspolitischen Konvergenz.

Letztendlich gelangten die anderen Republiken zu der Ansicht, daß die Abtretung der wirtschaftlichen Souveränität an einen ausländischen Staat, auf dessen Entscheidungen sie kaum einen Einfluß haben würden, nicht wünschenswert sei, und alle außer Belarus und Tadschikistan entschieden sich gegen einen Beitritt zur neuen Rubelzone. In dieser Entscheidung wurden sie bestärkt, als Rußland in der zweiten Jahreshälfte 1993 seine Exportpreise für Energie in Richtung Weltmarktniveau an hob, denn damit ging der Reiz verloren, weiterhin von versteckten Subventionen profitieren zu können. Auch die beiden Staaten, die sich ursprünglich für den Beitritt zur neuen Rubelzone entschieden hatten, werden möglicherweise keine permanenten Mitglieder werden. 1994 begann Rußland spezielle Rubelnoten für Tadschikistan zu drucken, während in Belarus der Widerstand gegen die Durchführung des währungspolitischen Abkommens mit Rußland wuchs. Die Zeitpunkte der Einführung und der Status der Währungen in den ehemaligen Sowjetrepubliken sind in der nebenstehenden Tabelle zusammengefaßt.

Obwohl mit der Einführung neuer Währungen ein Hindernis für die Durchführung von Stabilisierungsmaßnahmen beseitigt wurde, konnte keine der Republiken das Problem des makroökonomischen Ungleichgewichts erfolgreich bewältigen. Die Haushaltsdefizite blieben hoch, und die Kreditvergabe zu negativen realen Zinssätzen an Staatsbetriebe ging weiter. In der gesamten Region wurden monatliche Inflationsraten in der Größenordnung von 20% oder mehr verzeichnet.

Anhaltend  
hohe Inflation

In Rußland konnte noch immer keine makroökonomische Stabilität hergestellt werden. Die gelenkten Kreditvergaben zu niedrigen Zinssätzen und die Subventionen an unrentable Betriebe setzten sich in großem Umfang fort, was den Anreiz für Anpassungsschritte schwächte und die Inflation anheizte. In der zweiten Jahreshälfte bemühte man sich mit Unterstützung eines IWF-Darlehens um eine finanzielle Stabilisierung. Die Zentralbank erhöhte ihren Refinanzierungssatz bis zum Jahresende auf fast 600% p. a., was zu hohen positiven Realzinssätzen führte. Durch die Ausgabensperre des Finanzministeriums konnte das Haushaltsdefizit außerdem auf 8% des BIP begrenzt werden. Der erste Erfolg dieser Maßnahmen zeigte sich in einem Rückgang der monatlichen Inflationsrate auf rund 13% im Dezember und in einem relativ stabilen Wechselkurs des Rubels. Nach den Wahlen kamen Bedenken auf, daß die neue Regierung der Stabilisierung einen geringeren Stellenwert beimessen könnte. Diese Unsicherheit führte dazu, daß sich der Rubel stark abwertete, nämlich von Rbl 1 231 je US-Dollar im November 1993 auf Rbl 1 830 im April 1994, und die Bewertung der russischen Auslandsschulden auf dem Sekundärmarkt fiel um fast die Hälfte. Im Gegensatz zu den weitverbreiteten Erwartungen blieben die Geld- und die Fiskalpolitik während des ersten Quartals dieses Jahres relativ straff. Nach langwierigen Verhandlungen wurde im April ein Stabilisierungsprogramm mit dem IWF abgeschlossen, das die Beibehaltung einer straffen Geldpolitik, eine Reduzierung des Haushaltsdefizits auf 6½% des BIP und eine Senkung der monatlichen Inflationsrate auf 7% bis zum Jahresende verlangt. Es werden jedoch zusätzliche Anstrengungen nötig sein, damit die festgelegten Zielwerte dieses Programms erreicht werden.

In Rußland  
Straffung der  
Politik ...

Seit die Ukraine im November 1992 die Rubelzone verlassen hatte, war

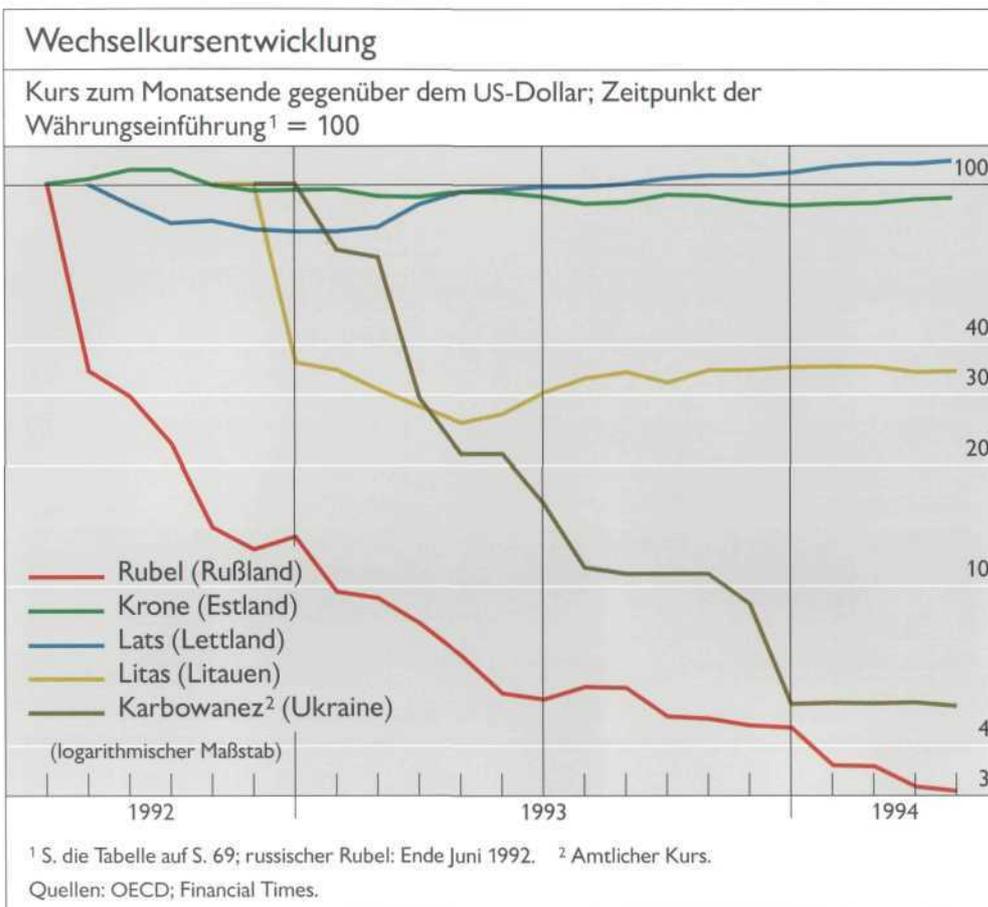
Währungssysteme in der ehemaligen Sowjetunion				
Land	Währung	Einführung	Gegenwärtiges Währungssystem	Anmerkung
Estland	Krone	Juni 1992	Bindung an die D-Mark	„currency board“
Lettland	Lats	Juni 1993	Floating	Übergangswährung (lettischer Rubel) seit Juli 1992
Litauen	Litas	Juli 1993	Bindung an den US-Dollar	Übergangswährung (Talonas) seit Okt. 1992; „currency board“ seit April 1994
Belarus	belarussischer Rubel	Nov. 1992	Floating	Währungsabkommen mit Rußland
Ukraine	Karbowanez	Nov. 1992	gespaltener Wechselkurs	
Kirgisistan	Som	Mai 1993	Floating	
Georgien	Kuponwährung	April 1993	Floating	endgültige Währung in Diskussion
Rußland	russischer Rubel	Juli 1993	Floating	
Aserbaidschan	Manat	Aug. 1993	Floating	Manat einziges gesetzliches Zahlungsmittel seit Januar 1994
Turkmenistan	Manat	Nov. 1993	Floating	Kursfestsetzung am Interbankmarkt
Kasachstan	Tenge	Nov. 1993	Floating	Kursfestsetzung in wöchentlichen Auktionen
Usbekistan	Kuponwährung Sum	Nov. 1993	Floating	nationale Währung für die zweite Jahreshälfte 1994 geplant
Armenien	Dram	Nov. 1993	Floating	Dram einziges gesetzliches Zahlungsmittel seit März 1994
Moldau	Leu	Nov. 1993	Floating	Leu einziges gesetzliches Zahlungsmittel
Tadschikistan	russischer Rubel	Jan. 1994	Floating	währungspolitisches Abkommen mit Rußland; tadschikischer Rubel im Einführungsstadium

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder.

... und in der Ukraine Hyperinflation

das vordringlichste Ziel der ukrainischen Behörden, den Produktionseinbruch zum Stillstand zu bringen. Die dafür eingesetzten Instrumente umfaßten im wesentlichen die Vergabe staatlicher Aufträge (wie früher im Rahmen der zentralen Planung), Preis- und Devisenkontrollen sowie die großzügige Kreditgewährung an die staatlichen Agrar- und Industriebetriebe. Die Auswirkungen dieser Maßnahmen und die nachfolgenden enormen Haushaltsdefizite waren verheerend. Eine Hyperinflation ergriff das Land, während die Produktion 1992 um 14% und 1993 in einer ähnlichen Größenordnung sank. Das Ausmaß der finanziellen Instabilität läßt sich am deutlichsten an der Entwicklung des Wechselkurses zwischen Karbowanez und Rubel ablesen, die in der umstehenden Grafik implizit enthalten ist. Nachdem die ukrainische Währung im November 1992 zum Kurs von 1:1 eingeführt worden war, wertete sie sich im Verlauf eines Jahres auf rund 6 Karbowanez je Rubel ab, bis die Devisenbörse in Kiew durch die Behörden geschlossen wurde. An den Parallelmärkten war der Wert des Rubels bis zu viermal so hoch.

Die Tatsache, daß es den GUS-Staaten nicht gelang, die fundamentalen Probleme der internen makroökonomischen Stabilität und des internationalen Handels- und Zahlungsverkehrs in Angriff zu nehmen, sowie der nachfolgende



Zusammenbruch des Handels trugen zweifellos zum Produktionsrückgang bei, ebenso wie die Auflösung des RGW-Handelssystems zuvor die Produktion in Osteuropa beeinträchtigt hatte. Die Verringerung der russischen Subventionen und die deutliche Verschlechterung der Terms of Trade wegen der Preisanstiege bei den russischen Erdöl- und Erdgaslieferungen werden die Einkommen zusätzlich drücken. Insgesamt entspricht dieser Effekt schätzungsweise 15% des BIP. Um nur ein Beispiel zu nennen: Durch die Zahlung von Weltmarktpreisen für die Energieimporte würden möglicherweise die gesamten Deviseneinnahmen der Ukraine verbraucht. Einkommensverluste sind unvermeidbar, was aber verhindert werden kann, sind die Schäden, die entstehen, wenn keine wirksame Stabilisierung stattfindet, und die Unsicherheit, die durch nur halbherzige Reformen verursacht wird. Der markante Gegensatz zu den Erfahrungen der baltischen Staaten zeigt, daß konsequente Reformbemühungen sogar unter sehr schwierigen Umständen erfolgreich sein können.

#### *Wachstumsbeschränkungen in Osteuropa*

Trotz der Stabilisierung der Produktion in Osteuropa und Zeichen einer wirtschaftlichen Erholung in einigen Ländern bleibt das Erreichen eines nachhaltigen Wachstums weiterhin eine ungelöste Aufgabe. Besonders zwei Faktoren verdienen Aufmerksamkeit, wenn das Wachstum auf eine tragfähige Grundlage gestellt werden soll. Erstens müssen die Anlageinvestitionen sowohl qualitativ als auch quantitativ beträchtlich gesteigert werden. Zweitens bedrohen die

Erreichen eines nachhaltigen Wachstums weiterhin eine Herausforderung

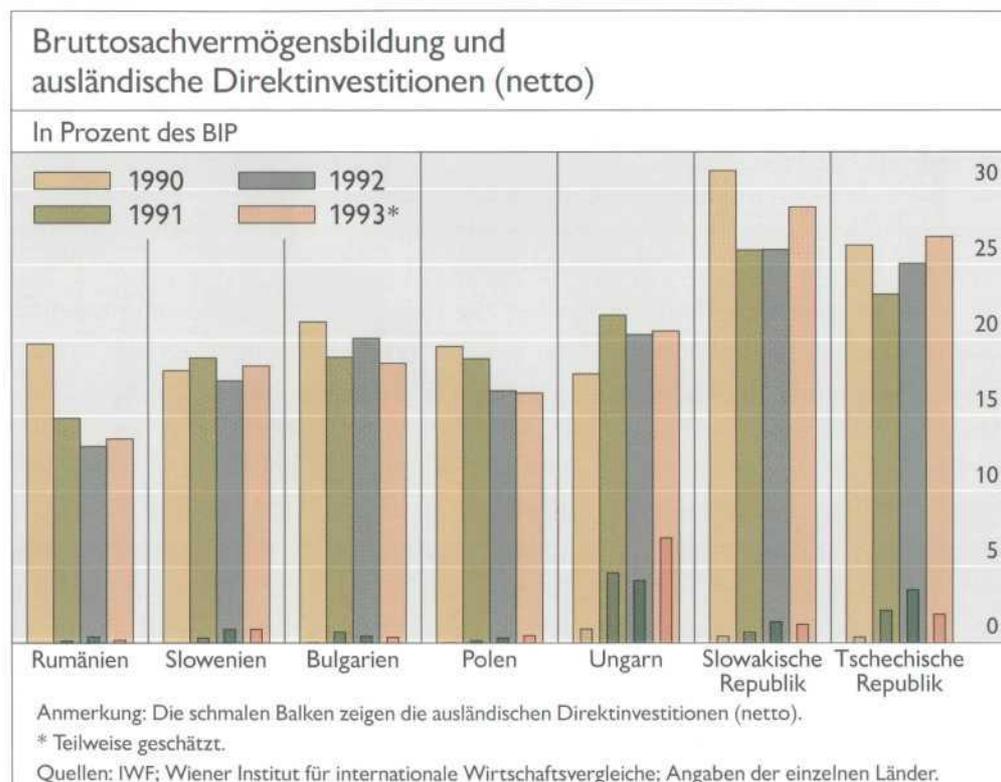
wachsenden Leistungsbilanzdefizite in einigen Ländern die Kreditwürdigkeit und überschreiten die verfügbaren Finanzierungsmöglichkeiten.

Die Angemessenheit des derzeitigen Investitionsniveaus wird zunehmend in Frage gestellt. Berücksichtigt man den schlechten Zustand eines Großteils des vorhandenen Kapitalstocks und die bereits erkannte Notwendigkeit einer Verbesserung der Infrastruktur, dann erscheinen die aktuellen Investitionsquoten – außer in der Slowakischen und der Tschechischen Republik – nicht ausreichend, um ein nachhaltiges Wachstum zu unterstützen (s. die untenstehende Grafik), obwohl der Investitionsbedarf zum Teil durch bessere Pflege und Sanierung des vorhandenen Kapitalstocks befriedigt werden kann.

Warum ist die Investitionstätigkeit so schwach geblieben? In den meisten Ländern dürften neben dem allgemeinen Klima der wirtschaftlichen und politischen Unsicherheit noch vier weitere Faktoren eine Rolle gespielt haben: Erstens werden die Kapitaleinkommen in Osteuropa sehr hoch besteuert. Zweitens hat der Finanzierungsbedarf des Staates einen großen Teil der Ersparnis der privaten Haushalte abgeschöpft. Drittens ist die Kreditvergabe der Banken an die Industrie deutlich zurückgegangen. Viertens schließlich haben ausländische Investitionen und Finanzierungen nach wie vor nur beschränkte Bedeutung.

Die effektiven Grenzsteuersätze auf Kapitaleinkommen dürften 80% oder mehr betragen. Diese hohen Sätze entstehen durch das Zusammenwirken von hoher Inflation und einem Steuersystem, das für eine Volkswirtschaft mit mehr oder weniger stabilen Preisen geschaffen wurde, da die nominalen Zinseinkünfte und Kapitalerträge zu denselben Sätzen besteuert werden wie die realen Erträge. In dem Maße, wie es den Steuerbehörden gelingt, die inflationsbedingte Erosion der realen Steuereinnahmen zu begrenzen, indem sie monatliche

Notwendigkeit einer Stärkung der Investitionstätigkeit durch:  
– geringere Besteuerung von Kapitaleinkommen



Staatliche Haushaltssalden					
Land	1989	1990	1991	1992	1993
	in Prozent des BIP				
Albanien	-5,5	- 3,7	-43,7	-21,8	-15,5
Bulgarien	-3,7	- 8,5	- 4,1	- 6,2	- 9,1
<i>Einschl. Zinsrückstände auf Auslandsverbindlichkeiten</i>	<i>-1,4</i>	<i>-12,7</i>	<i>-14,7</i>	<i>-14,0</i>	<i>-13,5</i>
Polen	-7,4	3,5	- 6,2	- 6,8	- 4,1
Rumänien	8,4	1,0	0,6	- 5,5	- 4,6
Slowakische Republik*	-0,6	- 0,2	- 3,8	- 3,1	- 6,9
Slowenien	0,3	- 0,3	2,6	0,3	0,5
Tschechische Republik*		- 0,2	- 2,1	- 0,2	0,1
Ungarn	-1,3	0,4	- 4,6	- 7,5	- 5,8

\* Zentralhaushalt.  
Quellen: Angaben der einzelnen Länder; IWF; EBRD.

Steuerleistungen verlangen, werden die üblichen gesetzlich festgelegten Steuersätze von rund 40% zu hohen effektiven Sätzen auf die realen Einkommen, womit zwei Schlüsselemente für die Investitionstätigkeit, nämlich die einbehaltenen Gewinne und die erwarteten Renditen, stark beschnitten werden. Hohe Steuersätze sind in Osteuropa in einem gewissen Ausmaß unvermeidlich, was auf das hohe Niveau der sozialen Absicherung in Relation zum BIP zurückzuführen ist. Jedoch können die negativen Auswirkungen durch eine Absenkung der Grenzsteuersätze und eine Erweiterung der Steuerbemessungsgrundlage gemildert werden, was in den meisten Ländern dieser Region inzwischen auch geschieht.

Der wachsende staatliche Finanzierungsbedarf nahm einen beachtlichen Teil der Ersparnis der privaten Haushalte in Anspruch. Außer in den baltischen Staaten, Slowenien und der Tschechischen Republik sind überall große Budgetdefizite entstanden, wie die obenstehende Tabelle zeigt. Gleichzeitig änderte sich auch die Zusammensetzung der staatlichen Ausgaben. Die Transferzahlungen erhöhten sich auf Kosten der Investitionsausgaben, was unmittelbar zum niedrigen Niveau der Investitionsnachfrage beitrug.

Die Vergabe von Bankkrediten an die Industrie ging in den letzten drei Jahren massiv zurück. Anfangs hatten die Banken an Unternehmen, die sich in Schwierigkeiten befanden, Kredite gewährt, weil sie sich wegen der notleidenden Kredite in einer wechselseitigen Abhängigkeit befanden. Daher wurde ein großer Teil der Ersparnis der privaten Haushalte in unrentable Unternehmen gelenkt. In jüngerer Zeit wurden hingegen in Polen, der Slowakischen Republik, Slowenien, der Tschechischen Republik, Ungarn und auch in Bulgarien Maßnahmen getroffen, um diese ineffiziente Verbindung zwischen Banken und Unternehmen zu lösen. Die Kapitalausstattung der Banken in diesen Ländern wurde erhöht, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß, die Unternehmenskontrolle wurde durch die Einführung von Aufsichtsorganen und durch Privatisierungsmaßnahmen verstärkt, und die Bankenaufsicht wurde verbessert. Strengere Rechnungslegungsvorschriften rückten das Problem der notleidenden Kredite

– niedrigere Haushaltsdefizite

– Verbesserung der Kapitalausstattung der Banken

stärker ins Rampenlicht, und die Bildung von Wertberichtigungen wurde Pflicht, während neue gesetzliche Regelungen die Banken zwangen, mit der schrittweisen Anpassung an die Basler Eigenkapitalstandards zu beginnen. Diese Maßnahmen bewirkten, daß die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen real rückläufig wurde (s. die untenstehende Tabelle).

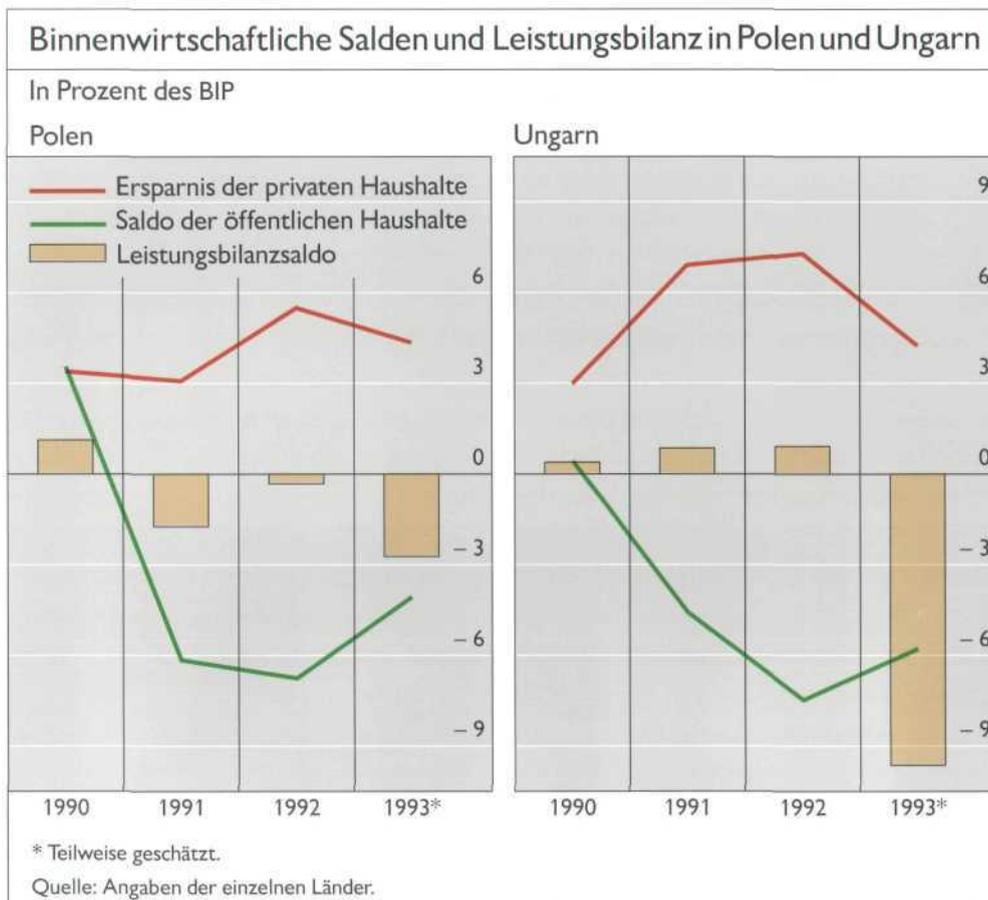
In Zeiten massiver wirtschaftlicher Schocks und einer weitverbreiteten Unsicherheit neigen die Banken dazu, die Kreditvergabe stärker einzuschränken. Bei vielen osteuropäischen Banken dürfte dieses restriktive Verhalten durch den Mangel an Instrumenten zur Bewertung und Überwachung insbesondere im Fall von längerfristigen Krediten noch verschlimmert worden sein. Obwohl ein Wirtschaftswachstum die Unsicherheiten abbauen wird, ist eine baldige Zunahme der Bankkredite unwahrscheinlich. Die Weiterentwicklung des Geschäftsbankenwesens wird ebenso wie die Informationssammlung über mögliche Kreditnehmer noch einige Zeit dauern. Die Kreditgewährung an kleine und neugegründete Unternehmen wird sogar noch strengeren Begrenzungen unterliegen. Die hohen Fixkosten, die bei solchen Krediten anfallen, können nicht in Form von höheren Zinssätzen weitergegeben werden, weil dies die Wahrscheinlichkeit von Zahlungsschwierigkeiten erhöhen würde.

In Bulgarien und Rumänien hat die anhaltend hohe Inflation den realen Wert der Spareinlagen ausgehöhlt und – in Verbindung mit der sinkenden Bereitschaft der privaten Haushalte, Finanzaktiva im inländischen Bankensystem zu halten – zu einer Verringerung der breit definierten realen Geldmenge beigetragen. Dies zog einen weiteren Rückgang der realen Kreditgewährung an Unternehmen nach sich.

Der Beitrag, den die Auslandsfinanzierung und speziell die Direktinvestitionen zur inländischen Investitionstätigkeit leisten können, wurde vielleicht anfangs überschätzt. In den letzten Jahren spielten die ausländischen Direktinvestitionen nur in Ungarn, das im Jahr 1993 Zuflüsse in Höhe von 7% des BIP verzeichnete, und in der Tschechischen Republik eine wichtige Rolle. Beide Länder waren auch in wachsendem Ausmaß für Portfolioinvestitionen interessant. Wie die Grafik auf S. 71 zeigt, waren die Zuflüsse in die anderen Länder der Region schwach. In Bulgarien und Polen waren die Rückstände bei den ausländischen Bankschulden ein weiteres Hindernis, das den Zufluß von neuem

Reale Bankkredite an Wirtschaftsunternehmen <sup>1</sup>			
Land	1991	1992	1993 <sup>2</sup>
	Veränderung gegenüber dem Vorjahresende in Prozent		
Bulgarien <sup>3</sup>	-51,6	-30,2	-10,1
Polen	- 2,9	-11,2	- 3,9
Rumänien <sup>3</sup>	-24,4	-55,2	-28,1
Slowakische Republik	n.v.	4,9	-10,3
Slowenien	n.v.	-35,0	8,9
Tschechische Republik	-19,7	2,9	0,3
Ungarn	-11,0	-18,2	-14,3

<sup>1</sup> Bankkredite mit Verbraucherpreisen deflationiert. <sup>2</sup> Teilweise geschätzt. <sup>3</sup> Nichtstaatlicher Sektor.  
Quelle: Angaben der einzelnen Länder.



Privatkapital bis Ende des letzten Jahres bremste. Bulgarien unterzeichnete nach jahrelangen Verhandlungen im November 1993 ein Grundsatzabkommen mit den Gläubigerbanken; allerdings müssen die exakten Konditionen noch ausgearbeitet werden. Nachdem ein IWF-Abkommen den Weg für eine Reduktion der Schulden bei öffentlichen Gläubigern um 50% geebnet hatte, wurde Polen im März 1994 eine ähnliche Kürzung seiner Schulden bei Geschäftsbanken in Höhe von US-\$ 13 Mrd. gewährt, wodurch die Probleme Polens mit seiner Auslandsverschuldung stark gemildert wurden und ein wesentliches Hindernis für einen Anstieg der Kapitalzuflüsse beseitigt wurde.

Die allgemeine Verschlechterung der Leistungsbilanzen in Osteuropa war ein weiterer Anlaß zur Besorgnis. Besonders in Ungarn erreichte das Leistungsbilanzdefizit mit 10% des BIP ein Ausmaß, dessen weitere Erhöhung das Vertrauen der Investoren beeinträchtigen und Schwierigkeiten bei der Finanzierung hervorrufen könnte. In Polen wuchs das Defizit auf 3% des BIP. Sowohl außenals auch binnenwirtschaftliche Faktoren trugen zu dieser Entwicklung bei. Was die Außenwirtschaft betrifft, so dämpfte das träge Wachstum bei den wichtigen Handelspartnern die Auslandsnachfrage, aber die Exporte wurden auch durch nichttarifäre Hemmnisse beeinträchtigt, die rund die Hälfte der osteuropäischen Ausfuhren betreffen.

Was die Inlandskomponente betrifft, so war die Senkung des staatlichen Defizits nicht ausreichend, um die Auswirkungen der abnehmenden Ersparnis der privaten Haushalte und der wachsenden Investitionen einschließlich Vorrats-

Verschlechterung der Leistungsbilanzen ...

investitionen auszugleichen (s. die vorstehende Grafik). Die steigende private Nachfrage, die teilweise durch eine lebhafte Entwicklung des Privatsektors gestärkt wurde, bewirkte einen Importsog und führte zu einem höheren inländischen Verbrauch von exportfähigen Gütern. Eine reale Aufwertung der Währung und der damit verbundene Verlust an Wettbewerbsfähigkeit trugen ebenfalls zu einer Verschlechterung der Handelsbilanz bei, worauf in Kapitel IV detailliert eingegangen wird.

... unterstreicht  
Notwendigkeit  
verstärkter  
Spartätigkeit

Die Notwendigkeit, gleichzeitig die Investitionsquote anzuheben und das Leistungsbilanzdefizit einzudämmen, weist darauf hin, daß eine Rückkehr zu einem nachhaltigen Wachstum durch Maßnahmen zur Verstärkung der inländischen Spartätigkeit unterstützt werden muß. Ein Weg zur Förderung der privaten Sparneigung ist die Vermeidung einer prohibitiven Besteuerung der Unternehmensgewinne, ein zweiter ist die Sicherstellung ausreichender Erträge aus den Finanzinstrumenten. Aber der wirkungsvollste Beitrag dürfte eine Senkung der Haushaltsdefizite sein. In den beiden Ländern – nämlich der Tschechischen Republik und Slowenien –, die trotz einer beginnenden Wirtschaftserholung offenbar keine Zahlungsbilanzprobleme haben und eine reale Ausweitung der Unternehmenskredite verzeichneten, blieb das Budget weitgehend ausgeglichen.

## IV. Internationaler Handel

### Schwerpunkte

Die zunehmende Globalisierung des internationalen Handels trat auch im vergangenen Jahr wieder klar in Erscheinung. Nirgends wurde dies deutlicher als in Asien, wo viele Länder, die noch vor kaum mehr als zehn Jahren nur eine marginale Rolle im Welthandel gespielt hatten (oft beschränkt auf Agrar- und Rohstoffexporte), wichtige Handelspartner mit diversifiziertem Güterangebot geworden sind. Vor allem die Integration Chinas in den Welthandel hat sich in fast halsbrecherischem Tempo vollzogen. Indien, das in der Vergangenheit ein Nachzügler im Welthandel war, hat radikale Liberalisierungsmaßnahmen durchgeführt. Tatsächlich ist die Übernahme liberaler Handelspraktiken in so vielen Ländern außerhalb der OECD fast eine Revolution. Im Verlauf der Verhandlungen im Rahmen der Uruguay-Runde meldeten mehr als sechzig Entwicklungsländer und im Übergang befindliche Volkswirtschaften einseitige Liberalisierungsschritte. Das Abkommen der Uruguay-Runde, das in diesem Jahr endlich zustande kam, ist vielleicht die umfassendste Übereinkunft aller Zeiten und könnte – sofern es wirksam umgesetzt wird – die staatlichen Eingriffe in den Handel erheblich reduzieren.

Die Entwicklungen im internationalen Handel wurden im letzten Jahr durch zunehmende Unterschiede im Produktionswachstum nicht nur unter den größten industrialisierten Staaten, sondern auch zwischen den Industrie- und den Entwicklungsländern bestimmt. Der sich festigende Konjunkturaufschwung in den USA und die sich verstärkende Rezession in Japan führten zu einer erneuten Ausweitung der Leistungsbilanzungleichgewichte. Anfang 1993 hatte der reale Außenwert des Yen neue Höhen erreicht und stieg fast während des ganzen Jahres weiter an. Dies beginnt große Auswirkungen auf die trendmäßige Entwicklung des japanischen Leistungsbilanzüberschusses zu haben, die gegenwärtig noch durch die tiefe Rezession und den J-Kurven-Effekt verdeckt werden.

Während in Großbritannien die Wirtschaftserholung allmählich einsetzte, wurde der Handel in Kontinentaleuropa im vergangenen Jahr durch die anhaltende Konjunkturschwäche gebremst. Die Exporte entwickelten sich in Europa sehr unterschiedlich, denn in den Ländern, deren Währungen sich gegenüber der D-Mark spürbar abgewertet hatten, erhöhten sie sich kräftig, während sie in anderen Ländern stagnierten. Die japanischen Ausfuhren sanken; hingegen expandierten die Exporte der übrigen Staaten Asiens – gefördert durch Abwertungen gegenüber dem Yen – weiter. Ausländische Direktinvestitionen innerhalb Asiens waren ein wichtiger Antrieb für ein dauerhaftes Wachstum, da Unternehmen aus Ländern mit höherem Einkommen schwerpunktmäßig in Ländern mit deutlich niedrigerem Lohnniveau investierten. Ausländische Direktinvestitionen

und ein wettbewerbsfähiger Wechselkurs stimulierten auch die Exporte Chinas, das außerdem auf diese Weise stärker in die dynamische Wirtschaft Südostasiens integriert wurde.

Massive Kapitalzuflüsse nach Lateinamerika stabilisierten die realen Wechselkurse auf einem hohen Niveau und trugen so zu großen Leistungsbilanzdefiziten bei. Wegen des beträchtlichen Anstiegs der Leistungsbilanzdefizite sahen sich die meisten osteuropäischen Länder gezwungen, zur Erhaltung ihrer Wettbewerbsfähigkeit nominale Wechselkursanpassungen zum Ausgleich relativ hoher Inflationsraten vorzunehmen. Eine Reihe afrikanischer Länder strebte eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit durch Abwertungen an; das auffälligste Beispiel hierfür war die starke Abwertung des CFA-Franc.

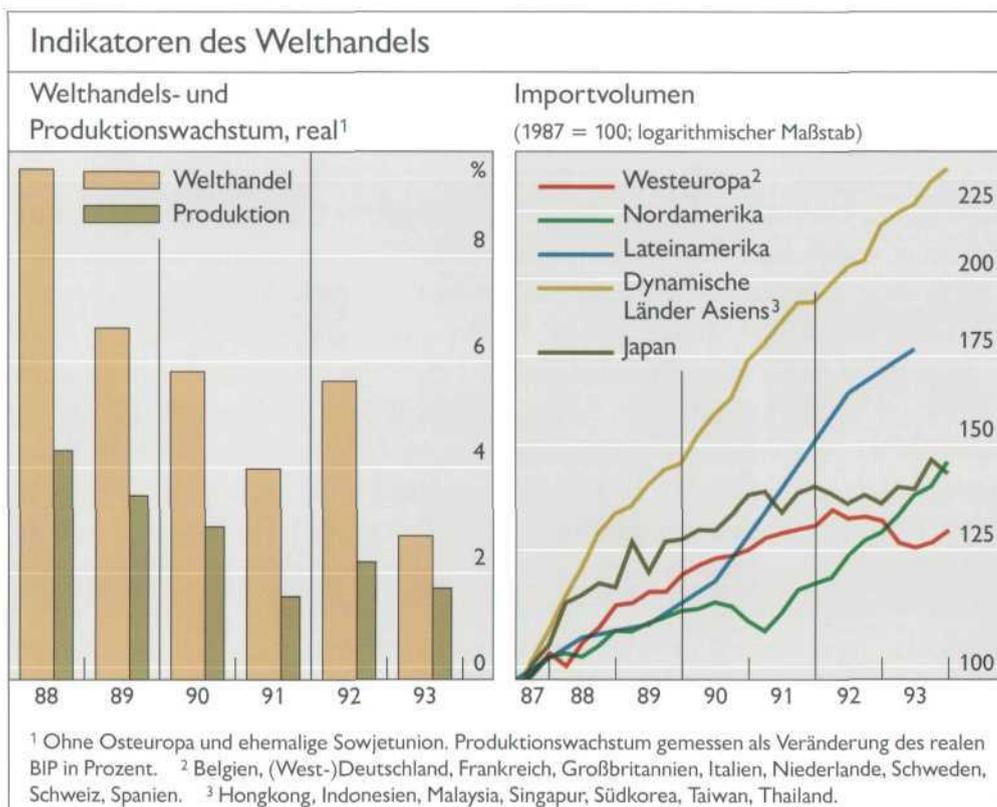
Mit dem Zusammenbruch der Rubelzone und der weitverbreiteten Einführung eigener Währungen haben Rußland und die anderen Staaten Verantwortung für ihre eigene Geldpolitik erlangt – eine Voraussetzung dafür, daß nun der Handel innerhalb der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten auf eine solide ökonomische Basis gestellt werden könnte.

## Welthandel

### Entwicklungen

Die Expansionsrate des Welthandelsvolumens im vergangenen Jahr wurde durch einen ausgeprägten (wenn auch – s. S. 88 – statistisch zu hoch ausgewiesenen) Rückgang der Importe Kontinentaleuropas gedrückt (s. die untenstehende Grafik). In anderen Teilen der industrialisierten Welt weiteten sich die Importe stark aus, und zwar in Nordamerika und Großbritannien aufgrund des Wirtschaftsaufschwungs und in Japan infolge der Yen-Aufwertung. Der Handel

Schwäche in Kontinentaleuropa gegenüber Aufschwung andernorts



der Entwicklungsländer nahm ebenfalls stark zu. Da sich die Abhängigkeit von den Märkten der Industrieländer verringert hat, wurde der Handel zunehmend von der lebhaften Nachfrage an den Märkten anderer Entwicklungsländer, der Handelsliberalisierung und den steigenden Direktinvestitionen innerhalb der Region vorangetrieben. In den asiatischen Entwicklungsländern war der Handel besonders dynamisch, wozu der Wirtschaftsboom in China einen wichtigen Beitrag leistete. Das Importvolumen Lateinamerikas erhöhte sich im letzten Jahr trotz nachlassender Wirtschaftstätigkeit noch um rund 8% (verglichen mit 17–18% in den vorangegangenen zwei Jahren).

Im letzten Jahr verzeichnete der weltweite Warenhandel in Dollar gerechnet kein Wachstum. Das langsame Wirtschaftswachstum in den Industrieländern und ein geringer Anstieg des effektiven Dollarkurses trugen zu der Abnahme der in Dollar gerechneten Preise der Fertigwarenexporte um 4% bei, dem ersten nennenswerten Preisrückgang seit Mitte der achtziger Jahre. Die verhaltene Nachfrageentwicklung in den Industrieländern erklärt auch zum Teil das weitere Nachgeben der Rohstoffpreise (ohne Öl); diese Preise sanken das fünfte Jahr in Folge, und zwar um fast 4% und damit seit 1988 um insgesamt über 15%. Die stärksten Einbußen gab es bei Metallen und Erzen. Die Rohölpreise fielen von über \$ 18 pro Barrel im Jahresdurchschnitt 1992 auf ungefähr \$ 13 pro Barrel Ende 1993, den niedrigsten Wert seit fünf Jahren. Die schwache Nachfrage, die steigende Produktion der OPEC (deren vereinbarte Fördergrenzen fast während des gesamten Jahres überschritten wurden) und eine Ausweitung des Ölangebots aus der Nordsee waren hierfür ausschlaggebend. Die im März 1994 getroffene Entscheidung der OPEC, die Fördergrenzen bis Ende 1994 beizubehalten und nicht zu reduzieren, hielt die Ölpreise in den ersten Monaten des Jahres niedrig. Sollten diese Entwicklungen anhalten, werden sie einen deutlichen Effekt auf die Handelsbilanzen haben: Bei einem Rückgang des Ölpreises um einen Dollar pro Barrel verringert sich die Energieimportrechnung der Industrieländer um über \$ 10 Mrd.

Im Verhältnis zu den Preisen für Fertigwarenexporte sanken die Rohstoffpreise stetig auf weniger als die Hälfte ihres Spitzenwerts von Mitte der siebziger Jahre. Die Hartnäckigkeit dieses Trends über zwei Jahrzehnte – über Aufschwung und Rezession hinweg – unterminierte die zur Preisstabilisierung getroffenen Rohstoffabkommen, und die meisten von ihnen sind in den letzten Jahren zusammengebrochen. Die nachhaltige Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in den Industrieländern nach 1973 und der geringere Rohstoffeinsatz in der industriellen Produktion hielten die Nachfrage nach Rohstoffen niedrig. Gleichzeitig aber wurden die Produktionskapazitäten für Rohstoffe kräftig ausgebaut – teilweise durch den Einsatz verbesserter Techniken, teilweise aber auch deshalb, weil viele Länder unter dem Druck standen, ihre Exporteinnahmen zu erhöhen. Ein sehr aktuelles Beispiel für einen Angebotszuwachs am Weltmarkt ist der Anstieg der Metallexporte aus den GUS-Staaten, ein Angebot, das früher von einer ineffizienten Schwerindustrie im Inland absorbiert wurde. Bei den landwirtschaftlichen Erzeugnissen wurden die Welthandelspreise überdies durch die Agrarpolitik der Industrieländer gedrückt, durch die die inländische Produktion angeregt und ein Überschußangebot geschaffen wurde, das auf den Weltmarkt drängte.

Preisrückgang im  
Warenhandel

Rohstoffpreise

Zusammensetzung der Weltexporte						
	1980	1985	1990	1991	1992	1993*
	in Prozent der Gesamtexporte von Gütern und Dienstleistungen					
Waren	75,4	70,2	66,1	65,6	65,7	65,7
Dienstleistungen und Übertragungen	24,6	29,8	33,9	34,4	34,3	34,3
Kapitalerträge	9,9	13,3	16,3	16,6	15,7	15,1
Kommerzielle Dienstleistungen	13,3	15,1	16,5	16,7	17,6	18,2
<i>Transport</i>	4,7	5,1	4,7	4,6	4,6	..
<i>Reiseverkehr</i>	3,9	4,2	5,0	4,9	5,2	5,5
<i>Sonstige</i>	4,8	5,8	6,8	7,2	7,8	..
Übrige Dienstleistungen	1,4	1,4	1,1	1,1	1,0	1,0

\* Teilweise geschätzt.

Wachsende Bedeutung der Dienstleistungen

Ein wichtiger mittelfristiger Trend des internationalen Handels ist der sinkende Anteil der Warentransaktionen. In den Leistungsbilanzentwicklungen spiegeln sich zunehmend Veränderungen der Nettokapitalerträge und anderer Dienstleistungstransaktionen wider. Solche Transaktionen machen inzwischen mehr als ein Drittel des gesamten Handels mit Gütern und Dienstleistungen aus, verglichen mit weniger als einem Viertel im Jahr 1980. Insbesondere die Kapitalerträge wuchsen während der letzten Dekade rasch an, als sich die grenzüberschreitenden Finanztransaktionen, angeregt durch die Globalisierung der Finanzmärkte, Deregulierungen und Innovationen, ausweiteten; die sinkenden Zinssätze während der vergangenen Jahre verdeckten diesen grundlegenden Trend jedoch. Der Anteil der kommerziellen Dienstleistungen stieg auf über 18% des gesamten Handels; der wahre Wert dürfte sogar noch darüber liegen, da viele Dienstleistungsarten häufig nicht voll erfaßt werden. Besonders die Industrieländer verzeichneten bei den Dienstleistungsexporten einen stärkeren Anstieg als bei den Fertigwarenexporten, was ihre Dominanz im Dienstleistungshandel noch vergrößerte.

#### *Verschiebungen bei Handel und Produktion von Industrieerzeugnissen weltweit*

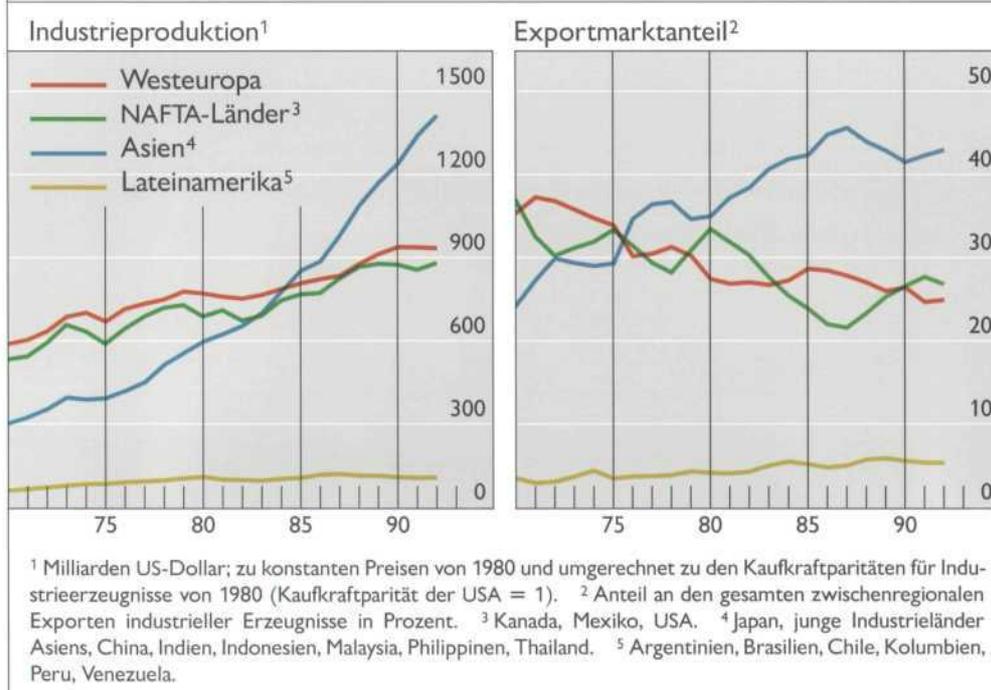
Industrialisierung Asiens ...

In den zurückliegenden Jahren hat sich die weltweite Produktion von Fertigerzeugnissen immer mehr von Europa und Nordamerika nach Asien verlagert. Zwar sind internationale Vergleiche realer Produktionswerte alles andere als einfach, aber Berechnungen auf der Grundlage von Kaufkraftparitäten (mit Basis 1980) lassen erkennen, daß die Industrieerzeugung in Asien Mitte der achtziger Jahre das Produktionsniveau von Europa und den NAFTA-Ländern eingeholt hatte (s. die umstehende Grafik). Bei Verwendung der tatsächlichen Wechselkurse von 1980 liegt dieser Punkt in den frühen neunziger Jahren.

... von Exporten getragen ...

Das Produktionswachstum in Asien wurde durch die Exporte vorangetrieben und nicht durch Imports substitution. Die Exportquoten sind stark gestiegen, nämlich auf durchschnittlich über 50% in den jungen Industrieländern und auf 35% in den übrigen ASEAN-Staaten (s. die Tabelle auf S. 44). Gleichzeitig erhöhte sich die Relation der Importe zum BIP. Hongkong und Singapur verfolgen seit vielen Jahren eine Freihandelspolitik, und die anderen Länder der Region

## Weltweite Verschiebungen bei Produktion und Handel von Industrieerzeugnissen



haben ihre Importbeschränkungen in den vergangenen Jahren erheblich abgebaut. Indem die Wirtschaft stärker dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt wurde, leistete der offene Handel einen wichtigen Beitrag zum raschen Wirtschaftswachstum. Der Anteil Asiens am gesamten Welthandel stieg dabei viel schneller als sein Beitrag zur Weltproduktion.

Welche Rolle Asien im Welthandel mit Fertigerzeugnissen wirklich spielt, läßt sich am deutlichsten anhand seines Anteils am Handel zwischen den Regionen darstellen. (Die Welthandelsstatistiken werden weiterhin stark durch die großen innereuropäischen Handelsströme bestimmt.) Die asiatische Region deckt mittlerweile über 40% der weltweiten Nachfrage nach Fertigwarenimporten aus anderen Regionen, verglichen mit jeweils rund 25% für Westeuropa und die NAFTA-Länder, womit sich die Reihenfolge von Anfang der siebziger Jahre umgekehrt hat. Damals wurde der Exportaufschwung Asiens noch von Japan angeführt, danach bis Mitte der achtziger Jahre von den jungen Industrieländern und jetzt schließlich von China, Indonesien, Malaysia und Thailand.

Den wichtigsten Entwicklungsländern Lateinamerikas gelang es nicht, mit Asien gleichzuziehen. Ihr Anteil am Weltmarkt blieb mit rund 5% annähernd konstant, und auch ihr Anteil an der weltweiten Fertigwarenproduktion veränderte sich kaum.

Der innerasiatische Handel entwickelte sich ungewöhnlich lebhaft, obwohl es praktisch keine ausdrücklichen Handelspräferenzen gibt, und er macht inzwischen fast die Hälfte des gesamten asiatischen Handels aus (verglichen mit einem Drittel Anfang der siebziger Jahre). Ausschlaggebend für die engeren Beziehungen innerhalb Asiens war das äußerst dynamische Wirtschaftswachstum in den meisten Teilen der Region in Verbindung mit einer stär-

... und durch Handelsliberalisierung gefördert

Handel innerhalb Asiens ...

keren Verflechtung der Produktion, die durch beträchtliche Direktinvestitionen innerhalb der Region geschaffen und gefördert wurde.

... und innerhalb Europas

Der Handel mit Fertigwaren innerhalb Europas weitete sich gleichfalls kräftig aus und beläuft sich nunmehr auf 24% des europäischen BIP. Der fortschreitende Abbau von Handelsschranken und die Errichtung des Binnenmarktes waren hierfür maßgebend. Dagegen wuchs der Handel Europas mit anderen Regionen langsamer; er macht jetzt nur 7% des BIP in Europa aus und ist damit niedriger als bei den anderen drei in der vorstehenden Grafik aufgeführten Regionen.

### *Handelspolitik*

Abschluß der Uruguay-Runde mit ...

Nach sieben Jahren der Verhandlung erreichte die Uruguay-Runde des GATT im Dezember 1993 ihr Ende, womit der ursprüngliche Zeitplan um drei Jahre überschritten wurde. In keiner der vorangegangenen Runden war ein so umfangreicher Themenkatalog behandelt worden. Es wurde ein umfassender Versuch unternommen, viele Problemfelder anzugehen, die in der Vergangenheit als politisch zu heikel oder als zu aussichtslos ausgeklammert worden waren. Die Schlußakte der Uruguay-Runde enthält eine Vereinbarung, nach der die Welt handelsorganisation (WTO) als Nachfolgerin des GATT gegründet wird. Ihre Hauptaufgaben werden darin bestehen, die Durchführung der Beschlüsse der Uruguay-Runde zu überwachen, als permanentes Forum für weitere Verhandlungen über den Außenhandel zu dienen und Verfahren für eine multilaterale Schlichtung von Handelsstreitigkeiten anzubieten. Die endgültigen Vertragstexte wurden im April 1994 unterzeichnet; nach der Ratifizierung durch die einzelnen Mitgliedstaaten wird das Abkommen voraussichtlich etwa Mitte 1995 in Kraft treten.

... Fortschritten bei Liberalisierung des Warenhandels ...

Die Uruguay-Runde stellt einen großen Fortschritt dar. Auf dem traditionellen Gebiet des *Warenhandels* wurde nicht nur eine Verringerung der Zölle für Industriegüter um mehr als ein Drittel vereinbart, sondern auch eine Ausweitung der GATT-Bestimmungen auf den Handel mit Agrarerzeugnissen, Bekleidung und Textilien. Im Agrarbereich soll durch eine Begrenzung von Produktionssubventionen, eine beträchtliche Reduzierung subventionierter Exporte und die Umwandlung nichttarifärer Handelshemmnisse in Zölle, die wiederum schrittweise gesenkt werden sollen, ein marktgerechterer Handel erreicht werden. Einige Mengenbeschränkungen dürfen aber bis zum Ende des Jahrhunderts beibehalten werden; zu nennen sind hier insbesondere die japanischen Reisimporte. Für den Handel mit Textilien und Bekleidung, der die längste Zeit nach dem Krieg größtenteils auf diskriminierender Basis abgewickelt wurde, werden ebenfalls multilaterale Bestimmungen gelten, wobei bilateral vereinbarte Quoten über die nächsten 10 Jahre stufenweise abgebaut werden sollen.

... Einbeziehung neuer Bereiche des internationalen Handels ...

Noch wichtiger ist vielleicht, daß vollkommen *neue Bereiche* des internationalen Handels in die Verhandlungen einbezogen wurden. Ein umfassendes Rahmenabkommen wurde ausgearbeitet, das den Handel mit Dienstleistungen betrifft, d. h. Finanzdienstleistungen, Telekommunikation, Transport, audiovisuelle Produkte, Tourismus, Beratungsdienstleistungen und die Freizügigkeit für Arbeitnehmer. Grundlegende Verpflichtungen wie die Meistbegünstigungsklausel (Zugeständnisse, die einem Land gegenüber gemacht werden, gelten auch

gegenüber allen anderen Mitgliedstaaten) und die Verpflichtung zur Transparenz wurden akzeptiert, in einigen Fällen untermauert durch spezielle nationale Verpflichtungen, die die Gleichbehandlung mit Inländern garantieren und ausländischen Dienstleistungen den Marktzugang erleichtern. Bedeutsame Fortschritte sind auch die Einigung auf ein multilaterales Rahmenabkommen zum Schutz des geistigen Eigentums und für handelsbezogene Investitionsmaßnahmen.

Auch das Thema *Außenhandelspolitik und handelspolitische Maßnahmen* wurde ausführlich behandelt. Durch die umfassendere Definition der außenhandelsverzerrenden Subventionen, die vom GATT geahndet werden können, dürfte sich die Verwendung von Ausgleichszöllen reduzieren. Die Vorschriften über die genaue rechtliche Bestimmung des Dumping und die Durchführung von Antidumping-Maßnahmen wurden ebenfalls eindeutiger gefaßt und verschärft. Insbesondere wurde die maximale Dauer solcher Maßnahmen – manche existieren seit über 20 Jahren – auf fünf Jahre begrenzt. Ferner wurde der Einsatz von Maßnahmen zum Schutz inländischer Industriezweige, die durch höhere Importe angeblich ernsthaft geschädigt werden, stärkeren Beschränkungen unterworfen. Die Verhängung neuer sogenannter „Grauzonen-Maßnahmen“, wie freiwilliger Exportbeschränkungen und anderer Vereinbarungen zur Marktregulierung, wurde verboten; bestehende Maßnahmen sollen stufenweise abgebaut werden. Schließlich wurde das Schlichtungssystem des GATT deutlich gestärkt, um den Spielraum für einseitige Lösungen von Handelsstreitigkeiten zu begrenzen.

Der im Abkommen der Uruguay-Runde anvisierte multilaterale Abbau von Handelsschranken dürfte den verzerrenden Effekten entgegenwirken, die jede regionale Handelsvereinbarung auf die Handelsströme hat. Nicht nur können solche Vereinbarungen die Nachfrage von effizienteren Anbietern außerhalb der Region ablenken, sondern oftmals wird – da die meisten Freihandelszonen keine gemeinsamen Außenzölle haben – auch verstärkt auf nichttransparente Ursprungsbestimmungen zurückgegriffen, die bisweilen als Handelsschranken gegen Länder außerhalb der Region dienen.

Diesen unbestreitbaren Errungenschaften steht allerdings die Tatsache gegenüber, daß vieles unerledigt geblieben ist. Die Regelungen über bestimmte Subventionen (z. B. in einigen Hochtechnologieindustrien) und über Antidumping-Verfahren wurden weniger eng gefaßt als erhofft, wodurch Raum für zukünftige Streitigkeiten bestehen blieb. Bezüglich vieler Dienstleistungsbereiche enthalten die Abkommen meist nur grundlegende Prinzipien, während die eigentlichen Verpflichtungen zur Liberalisierung in kommenden Verhandlungen zu regeln sein werden. In diese Kategorie fallen Verpflichtungen zur Handelsliberalisierung im Bereich der Telekommunikation, der Luft- und Schifffahrt sowie des audiovisuellen Sektors.

Die Finanzdienstleistungen erwiesen sich als ein ganz besonders heikles Problem, dessen Lösung bis nach Inkrafttreten des Abkommens der Uruguay-Runde zurückgestellt wurde. Enttäuscht über die mangelnde Bereitschaft einer Reihe asiatischer und lateinamerikanischer Länder, sich zu einer Öffnung ihrer Finanzmärkte für ausländische Institute zu verpflichten, schlugen die USA im Oktober 1993 – in Einklang mit den Bestimmungen des vom US-Kongreß beratenen Gesetzesentwurfs über unlauteren Wettbewerb im Finanzsektor – einen

... und Festlegung eindeutiger Vorschriften für die Handelspolitik

Unerledigte Punkte ...

... insbesondere bei Finanzdienstleistungen

zweigleisigen Ansatz vor, der den Handelspartnern je nach dem Umfang, in dem sie einer Marktöffnung für US-Unternehmen zustimmten, einen differenzierten Zutritt zu den US-Finanzmärkten gewähren würde. Da das geltende Recht in den USA verlangt, daß die Aufsichtsbehörden ausländischen Finanzunternehmen eine „unbedingte“ Inländerbehandlung gewähren, stieß der Vorschlag, das Prinzip der Wechselseitigkeit zu institutionalisieren, auf starken Widerstand des Auslands. Die USA stimmten daher einer Verlängerung der Verhandlungen um weitere sechs Monate nach Inkraftsetzung des Abkommens der Uruguay-Runde zu, behielten sich aber das Recht vor, am Ende dieser Frist Finanzdienstleistungen von der Meistbegünstigung auszuschließen, falls nach ihrer Ansicht andere Länder ihre inländischen Finanzmärkte nicht ausreichend öffnen. Entsprechend sind die davon betroffenen Länder nicht verpflichtet, eventuelle Liberalisierungsmaßnahmen, die sie während der ursprünglichen Verhandlungen angeboten hatten, tatsächlich zu vollziehen.

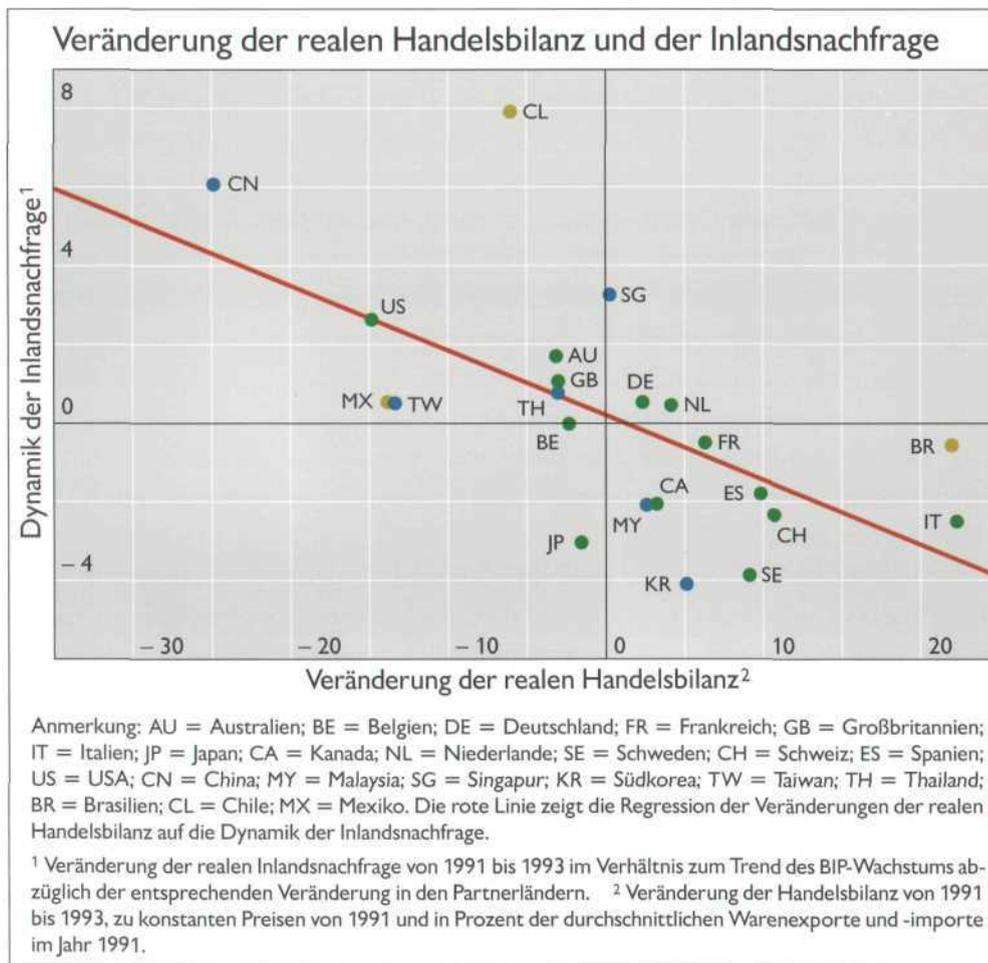
Trend zum  
administrierten  
Handel

Es bleibt zu hoffen, daß das Abkommen der Uruguay-Runde den notwendigen Impuls geben kann, um den Trend zum administrierten Handel umzukehren. Anfang der neunziger Jahre war fast ein Fünftel der gesamten Warenimporte der Industrieländer von nichttarifären Regelungen betroffen, und auch die Entwicklungsländer machen inzwischen zunehmend von solchen Maßnahmen Gebrauch (insbesondere von Antidumping-Zöllen). Anfang März 1994 griffen die USA wieder auf den „Super 301“-Paragraphen ihres Handelsgesetzes zurück. Danach können sie Strafmaßnahmen anwenden, wenn Länder US-Exporten Beschränkungen auferlegen, die den USA unakzeptabel erscheinen. Der Einsatz dieses Instruments – oder allein seine Androhung – hat schon oft zu Marktaufteilungsvereinbarungen oder quantifizierten Importbegrenzungen geführt, die den Wettbewerb einschränkten und dadurch die Verbraucher bzw. die Industrie zwangen, höhere Preise zu zahlen, und den Druck auf die Produzenten, effizient und innovativ zu sein, verringerten. Die Europäische Union stützt sich ebenfalls weiter auf bilaterale Vereinbarungen (Ende März z. B. verständigte sie sich mit Japan über die Höchstmenge an japanischen Autos, die 1994 importiert werden darf).

### Leistungsbilanzentwicklungen: Überblick

Leistungsbilanz-  
entwicklungen  
geprägt durch  
konjunkturelle  
Faktoren ...

Wie schon 1992 waren die außenwirtschaftlichen Entwicklungen auch im letzten Jahr von großen konjunkturellen Unterschieden geprägt. Die umstehende Grafik zeigt die Auswirkungen der Nachfrageentwicklung (in Relation zum BIP) auf die realen Handelsbilanzen der wichtigeren Volkswirtschaften (sowohl unter den Entwicklungs- als auch unter den Industrieländern) in den vergangenen zwei Jahren. In dieser Zeit schwächte sich die Inlandsnachfrage in den Ländern Kontinentaleuropas beträchtlich ab; die ausgewiesenen Importe sanken kumuliert um 3%. In Nordamerika erhöhte sich das Importvolumen dagegen in jedem der beiden letzten Jahre um 10%. Auch in Lateinamerika übertraf der Anstieg der Inlandsnachfrage in den letzten Jahren das Produktionswachstum, und die reale Handelsbilanz verschlechterte sich deutlich. In einigen asiatischen Entwicklungsländern, wie China, Thailand und Taiwan, führte die kräftige Ausweitung der importintensiven Investitionsnachfrage zu einer beträchtlichen Verschlechterung der realen Handelsbilanzen.

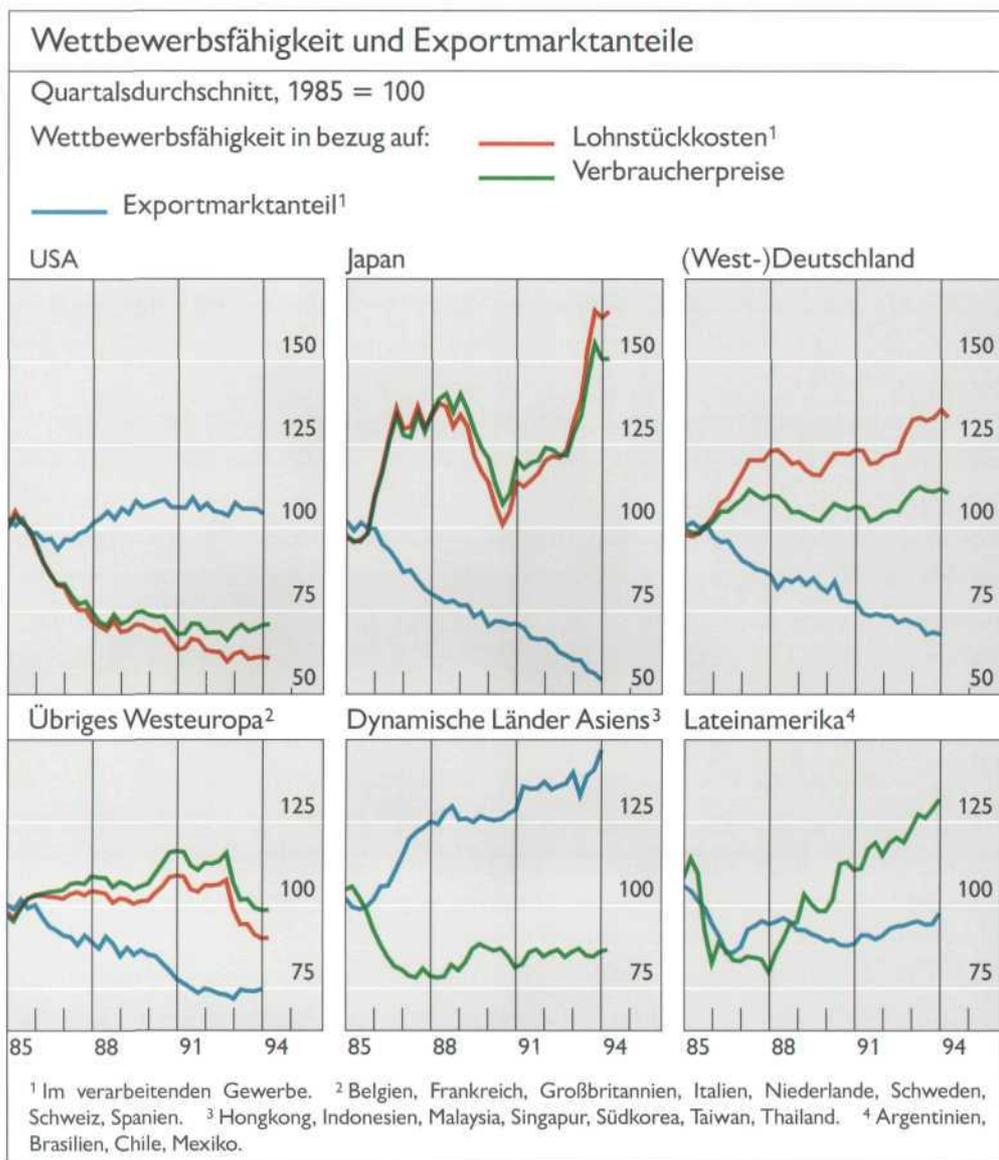


Eine ausgeprägte Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit beeinflusste die relative Position einer Reihe von Ländern; sie liegen oberhalb der roten Linie in der Grafik, die Veränderungen in der realen Handelsbilanz zu zyklischen Faktoren in Beziehung setzt. Erwähnenswert ist hier auf jeden Fall Italien. Ein Gegenbeispiel bildet Japan, dessen reale Nettoexporte infolge der Yen-Aufwertung zurückgingen. Von den Ländern Lateinamerikas weisen Brasilien und Chile eine relativ gute Wettbewerbsposition auf und liegen deutlich oberhalb der Linie, während sich die Nettoexporte Argentiniens (außerhalb des Bereichs der Grafik) und Mexikos infolge einer großen realen Aufwertung stark verringerten. Bei einem sehr kräftigen Wachstum der Inlandsnachfrage begrenzte die reale Abwertung in China die Verschlechterung der realen Handelsbilanz. Einige andere asiatische Länder liegen unterhalb der Linie, was nicht so sehr an einer Verschlechterung ihrer Wettbewerbsposition, sondern vielmehr an einer durch einen Investitionsboom bedingten sehr starken Zunahme der Kapitalgüterimporte liegt.

Welchen Einfluß die Wettbewerbsfähigkeit bei den Kosten in einer eher mittelfristigen Perspektive auf die Exportleistung hat, wird in der nachstehenden Grafik verdeutlicht. Dank einer verbesserten Wettbewerbsfähigkeit der industriellen Erzeugnisse der USA seit Mitte der achtziger Jahre konnten die US-Produzenten langsam Exportmarktanteile zurückgewinnen. Die Exportfähig-

... und Veränderungen der Wettbewerbspositionen

Wettbewerbsfähigkeit bei den Kosten und Exportleistung



keit Deutschlands und Japans wurde dagegen durch beträchtliche relative Kostensteigerungen beeinträchtigt. Durch die jüngste Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der übrigen europäischen Länder scheint der Verlust an Marktanteilen zum Stillstand gekommen zu sein. In Lateinamerika schließlich verhinderte eine reale Aufwertung der Währungen, daß die Exportmarktanteilsgewinne so groß ausfielen, wie man aufgrund der umfassenden Wirtschaftsreformen hätte erwarten können. Für Asien gilt genau das Gegenteil.

## Industrieländer

### Vereinigte Staaten

Größeres Leistungsbilanzdefizit infolge ...

Da sich das Handelsbilanzdefizit (ohne Öl) im letzten Jahr wieder ausweitete, überstieg der Fehlbetrag in der Leistungsbilanz der USA erstmals in den neunziger Jahren den Betrag von \$ 100 Mrd., und in den ersten Monaten 1994 vergrößerte sich das Defizit im Außenhandel weiter. Bei kaum veränderten Terms of Trade spiegelt die Zunahme eine konjunkturbedingte Belebung der

Importnachfrage und eine – durch die anhaltende Rezession in Kontinentaleuropa und Japan verursachte – Verlangsamung des Exportwachstums wider.

Die Importe von Investitionsgütern (ohne Automobilindustrie und zivile Luftfahrt) stiegen um fast 25%; die Einfuhren von Computeranlagen erhöhten sich um etwa 40%. Die inländischen Ausrüstungsinvestitionen weiteten sich demgegenüber nur um 16% aus. Trotz einer Abschwächung gegenüber früheren Jahren blieb das Exportwachstum (ohne Agrarprodukte) im letzten Jahr bemerkenswert. Die Investitionsgüterexporte verzeichneten – ebenso wie die Ausfuhren von Automobilen – überdurchschnittliche Zuwachsraten; diese beiden Gruppen machen inzwischen mehr als die Hälfte der US-Exporte aus.

Die anderen Komponenten der US-Leistungsbilanz veränderten sich im letzten Jahr nur wenig. Ungünstige Konjunkturlinien beendeten den fünfjährigen steilen Anstieg der Überschüsse in der Dienstleistungsbilanz. Weil die Verbindlichkeiten der USA im Ausland weit größer waren als ihre Forderungen, wurde der Rückgang der Nettokapitalerträge der USA durch die international sinkenden Zinssätze gebremst. Insgesamt fiel der Saldo der Kapitalertragsbilanz im vergangenen Jahr erstmals seit der Zeit vor dem Ersten Weltkrieg praktisch auf null.

... rasch ansteigender Importe ...  
... langsameren Exportwachstums ...

... und rückläufiger Nettokapitalerträge

### Japan

Der Leistungsbilanzüberschuß Japans erhöhte sich im letzten Jahr (in Dollar gerechnet), aber in wesentlich geringerem Umfang als in den zwei Jahren zuvor. Der Handelsbilanzüberschuß nahm um \$ 9 Mrd. zu, und die Nettokapitalerträge aus Auslandsinvestitionen stiegen um etwas mehr als \$ 5 Mrd.

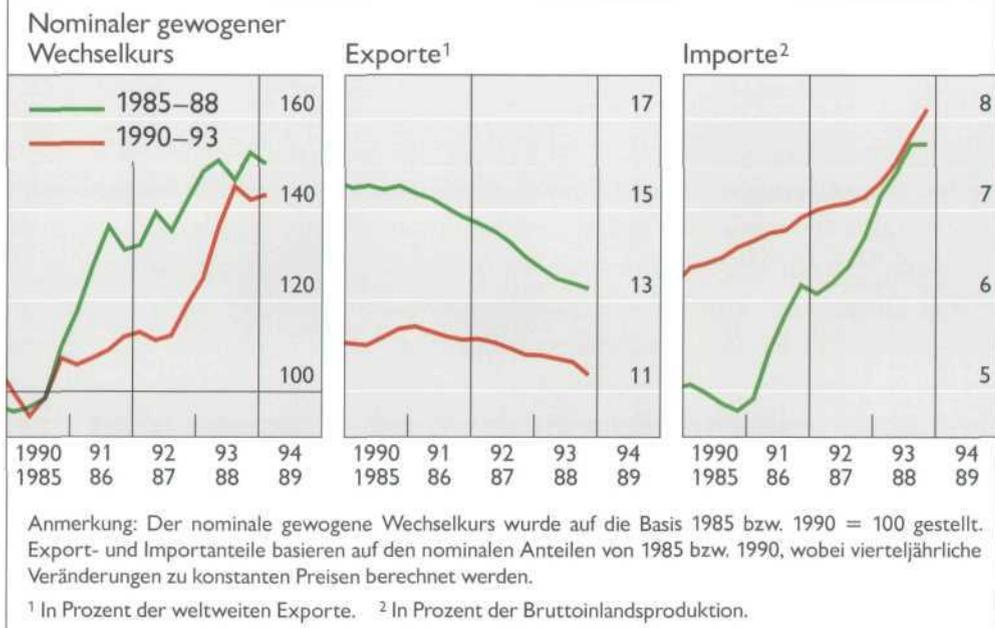
Ausweitung des Handelsbilanzüberschusses

Das Entstehen eines großen Außenhandelsüberschusses in Japan hatte ganz andere Gründe als in den achtziger Jahren. Ein wichtiger Unterschied besteht darin, daß das Exportwachstum viel geringer war als Anfang der achtziger Jahre, als die Ausfuhren durch einen zeitweise unterbewerteten Yen kräftig stimuliert worden waren; die seitdem viel stärkere Währung, protektionistischer Druck des Auslands und gestiegene Direktinvestitionen haben das Exportwachstum gebremst (s. die folgende Tabelle). Der zweite Unterschied ist, daß das wichtigste bilaterale Gegenstück zum höheren Überschuß Japans nicht in den USA, sondern in Asien zu finden ist. Der dritte Unterschied liegt in der vergleichsweise größeren inländischen Rezession.

Unterschiede zu den achtziger Jahren

Japan: Handelsbilanzüberschuß und Exporte				
	Veränderung des Handelsbilanzüberschusses (Milliarden US-Dollar)		Exportwachstum in Prozent (in Dollar gerechnet)	
	1982–86	1990–93	1982–86	1990–93
Insgesamt	75,8	68,1	50,7	25,8
<i>darunter gegenüber:</i>				
USA	39,3	12,2	121,5	16,7
Westeuropa	7,9	7,4	73,2	2,5
Südostasien und China	16,5	31,3	46,0	51,6

## Auswirkung der Yen-Aufwertung auf den Handel mit Fertigwaren



Verlagerung des Handels nach Asien

In beträchtlichem Maße spiegelt die Ausweitung des Handels mit Asien die Verlagerung von Teilen der Produktion japanischer Unternehmen in Länder mit niedrigeren Arbeitskosten wider. Bereits in den siebziger Jahren hatte eine solche Investitionswelle die jungen Industrieländer erfaßt; später, als dort die Löhne stiegen, verlagerten sich die Investitionen nach Indonesien, Malaysia und Thailand, wo die Löhne niedriger waren, und im letzten Jahr erfolgte eine größere Ausrichtung auf China. Da japanische Unternehmen oder Joint Ventures in Asien in der Regel stark exportorientiert sind und hohe Ausfuhren sowohl nach Japan als auch in die übrige Welt tätigen, hatte diese Verschiebung einen bedeutenden Einfluß auf die Handelsströme.

Beträchtliche reale Korrektur ...

Während hohe Terms-of-Trade-Gewinne den Außenhandelsüberschuß (in Dollar gerechnet) nach oben trieben, sank der Überschuß zu konstanten Preisen um fast \$ 14 Mrd.; dies ist der größte Rückgang seit 1988. Wenn man berücksichtigt, daß die Konjunktur in Japan wesentlich schwächer ist als auf den wichtigsten Exportmärkten (insbesondere in den USA und in Asien), ist die Anpassung in der trendmäßigen Entwicklung der japanischen Handelsbilanz für Fertigprodukte noch wesentlich ausgeprägter. Die Verringerung des realen Exportmarktanteils Japans beschleunigte sich 1992 und 1993 merklich und setzte damit einen Trend fort, der durch die frühere Aufwertung des Yen eingeleitet worden war (s. die obenstehende Grafik). Noch aktueller und vielleicht noch bemerkenswerter ist der steile Anstieg der Fertigwarenimporte, die in Japan bisher vergleichsweise unbedeutend gewesen waren. Im Jahr 1990 entsprachen diese Importe nur 6% der Bruttoinlandsproduktion von Fertigwaren, Ende letzten Jahres – vor dem Hintergrund eines anhaltend kräftigen Importwachstums und einer weiterhin praktisch stagnierenden Industrieproduktion – dagegen 8%.

... durch Verringerung des Exportmarktanteils ...

... und verstärkten Importdruck

Rückläufige Exporte und steigende Importe hatten eine stark negative Wirkung auf die japanische Wirtschaft. Grundsätzlich müßten die Terms-of-Trade-Gewinne aus der Aufwertung des Yen zwar ein großes Gegengewicht bilden. Tatsächlich waren die seit 1990 kumulierten Terms-of-Trade-Gewinne beträchtlich; selbst wenn man den leichten Rückgang der Exportpreise berücksichtigt, addierte sich die Verbesserung der Austauschrelationen netto auf fast 30% oder rund 2% des BIP. Aber der Rückgang der Importpreise fand sich in den Verbraucherpreisen kaum wieder, und dies begrenzte die potentiellen Impulse auf die Konsumausgaben. Das deutlichste Beispiel für die begrenzte Weitergabe von Importpreiserückgängen an die Verbraucher sind vielleicht die Erdölprodukte. Obwohl die Rohölpreise am Weltmarkt im letzten Jahr um 20% sanken, waren die – in Dollar gerechneten – Preise (ohne Steuern) für Benzin und Heizöl in Japan im vierten Quartal 1993 gegenüber dem Vorjahr um etwa 5–10% gestiegen; damit liegt das Preisniveau zwei- bis dreimal so hoch wie in den größten Ländern Europas (wo die in Dollar gerechneten Preise im gleichen Zeitraum um rund 15% zurückgingen).

Keine Durchleitung der Terms-of-Trade-Gewinne in die Inlandspreise

### Westeuropa

Infolge der Rezession in Kontinentaleuropa sanken im letzten Jahr die Importe. Der genaue Umfang dieses Rückgangs läßt sich jedoch nicht angeben, denn wegen des zum 1. Januar 1993 eingeführten neuen Meldeverfahrens sind die Statistiken über die Handelsströme zwischen den Ländern der Europäischen Union verzerrt. Eine vorläufige Zusammenfassung der bilateralen Handelsdaten für 1993 zeigt, daß die Summe der gemeldeten Exporte innerhalb der EU die Summe der gemeldeten Importe innerhalb der EU um \$ 20–25 Mrd. übertrifft, während diese statistische Diskrepanz in der Vergangenheit nur klein war. Dies läßt darauf schließen, daß bei den Importen mehr Meldungen unterlassen wurden als bei den Exporten, bei denen Steuerrückerstattungsüberlegungen eine promptere und vollständigere Meldung nahelegen. Folglich ist der Handelsbilanzüberschuß für Westeuropa 1993 in der Tabelle auf S. 91 zu hoch ausgewiesen.

Handelsüberschuß bedingt durch Rezession und unvollständige Meldung der Importe

Berechnungen, die die Gewichte aus dem innerregionalen Handel der EU außer acht lassen, deuten darauf hin, daß sich die Wettbewerbsfähigkeit Westeuropas offensichtlich verbessert hat. So waren die relativen Lohnstückkosten Ende 1993 gegenüber ihrer Spitze Mitte 1992 um etwa 15% gefallen. Gleichzeitig wurde die Auslandsnachfrage durch die Konjunkturerholung in Nordamerika und das anhaltend starke Wachstum in Südostasien angekurbelt. Auf diese Weise reduzierte sich das Außenhandelsdefizit Westeuropas gegenüber den nichteuropäischen Ländern im letzten Jahr um über \$ 45 Mrd.

Verbesserte Wettbewerbsfähigkeit

Die Wettbewerbspositionen innerhalb Westeuropas veränderten sich ebenfalls erheblich, da sich die vorangegangene starke Divergenz der realen Wechselkurse umkehrte. Die Entwicklung der in einer einheitlichen Währung ausgedrückten Verbraucherpreise liefert hierfür einen einfachen Indikator. Bis Mitte 1992, also bis unmittelbar vor Ausbruch der europäischen Währungskrise, hatten die kumulierten Inflationsdifferenzen bei gleichzeitig stabilen nominalen Wechselkursen zu einer Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit Italiens, Spaniens, Schwedens und Großbritanniens im Vergleich zu den Ländern mit

Innerhalb Europas deutliche Verschiebung der Wettbewerbspositionen

einer niedrigeren Inflationsrate (Belgien, Frankreich, den Niederlanden und der Schweiz) geführt. Mitte 1992 übertrafen die in D-Mark gerechneten Verbraucherpreise der ersten Ländergruppe ihren Stand von 1987 um durchschnittlich 34%; in der zweiten Gruppe war der Anstieg etwas geringer als in Deutschland und betrug rund 13% (s. die untenstehende Tabelle). Dieser beträchtliche Unterschied hatte großen Einfluß auf die außenwirtschaftliche Position: Die Leistungsbilanzdefizite der ersten Ländergruppe lagen zwischen 1½% und 3½% des BIP, während die Länder der zweiten Gruppe große Überschüsse aufwiesen oder – wie im Falle Frankreichs – vormalige Defizite abbauten.

Durch die Wechselkursveränderungen in Europa seit Mitte 1992 haben sich die (in D-Mark ausgedrückten) Entwicklungen der Verbraucherpreise in den Überschuß- und den Defizitländern viel stärker angenähert. Dank großer Abwertungen der Lira und der Krone sind die kumulierten, in D-Mark gerechneten Verbraucherpreisänderungen in Italien und Schweden seit 1987 unter die kumulierten Veränderungen in den Überschußländern während der gleichen Periode gefallen.

Die große Abwertung der Lira regte die italienischen Exporte an, die im letzten Jahr real um rund 9% zunahmen. Damit war die Ausweitung mehr als doppelt so hoch wie 1992 und deutlich kräftiger als die Expansion auf den Exportmärkten. Da die realen Importe den Meldungen nach noch schneller sanken als die Inlandsnachfrage, wandelte sich das Leistungsbilanzdefizit von \$ 28 Mrd. im Jahr 1992 in einen Überschuß von \$ 11 Mrd. im letzten Jahr. Eine verbesserte Wettbewerbsfähigkeit trug im vergangenen Jahr auch in Spanien zu einem Anstieg des Exportvolumens um 16% und damit zu einem deutlichen Rückgang des Handelsbilanzdefizits bei. Die Exporte Schwedens weiteten sich ebenfalls kräftig aus, und der Außenhandelsüberschuß vergrößerte sich. In allen drei Fällen erfolgte die Reaktion der realen Exporte auf die Währungsabwertung überraschend schnell – vielleicht ein Resultat der ausgeprägten Schwäche der Inlandsnachfrage. Im Gegensatz hierzu erhöhte sich das

In den meisten Abwertungs-ländern Export-stärke ...

Verbraucherpreise in ausgewählten europäischen Ländern in einheitlicher Währung											
Zeitraum	Überschußländer <sup>1</sup>					(West-) Deutschland	Defizitländer <sup>1</sup>				
	Belgien	Frankreich	Niederlande	Schweiz	Durchschnitt		Großbritannien <sup>2</sup>	Italien	Schweden	Spanien	Durchschnitt
D-Mark, 1987 = 100											
1990	108,4	109,1	104,4	107,0	107,2	106,9	114,7	115,4	119,8	130,1	120,0
1991	112,4	111,5	107,8	112,5	111,1	110,6	125,7	121,9	131,6	138,8	129,5
1992	115,1	114,6	111,3	112,4	113,3	115,0	123,8	121,9	131,8	140,6	129,5
1993	116,6	115,8	114,5	117,0	115,9	119,7	115,0	105,3	109,3	125,4	113,8
1994 1. Q.	119,7	117,8	116,6	125,1	119,8	122,4	120,3	105,0	111,9	121,6	114,7
Nachrichtlich: Mai–August 1992	115,2	115,2	111,1	112,0	113,4	115,1	130,0	126,9	135,2	145,0	134,3

<sup>1</sup> Nach dem durchschnittlichen Saldo der Leistungsbilanz 1991–93. <sup>2</sup> Ohne Wohnkosten.



Exportvolumen Großbritanniens nur um 4%. Darüber hinaus beendete Großbritannien das Jahr mit einem beträchtlichen Leistungsbilanzdefizit, da sich der Wirtschaftsaufschwung festigte und sich der konjunkturelle Unterschied gegenüber Kontinentaleuropa vergrößerte.

Während das Exportvolumen der vier wichtigsten Abwertungsländer im letzten Jahr um durchschnittlich 8% zunahm, wiesen die Länder, die gegenüber der D-Mark nicht abgewertet hatten, stagnierende oder sinkende Exporte aus. Die Importnachfrage in Belgien, Frankreich, den Niederlanden und der Schweiz war jedoch noch schwächer, wobei die Rückgänge des Importvolumens 1993 von 1% (Niederlande und Schweiz) bis zu 3½% (Frankreich) reichten, obwohl besonders in Frankreich und der Schweiz im Verlauf des Jahres eine gewisse Nachfragebelebung beobachtet werden konnte. Die Leistungsbilanzüberschüsse aller vier Länder stiegen deutlich.

In Anbetracht des hohen Verlustes an Wettbewerbsfähigkeit blieb die Nachfrage nach deutschen Exportgütern 1993 über weite Strecken schwach, wenngleich sie im letzten Quartal des Jahres wieder anzuziehen schien. Aber aufgrund der sinkenden deutschen Inlandsnachfrage gingen die Importe noch stärker zurück, so daß sich der deutsche Handelsbilanzüberschuß auf \$ 40 Mrd. erhöhte. Dieser Anstieg wurde zum großen Teil durch die rapide Verschlechterung in der Dienstleistungs- und Übertragungsbilanz wettgemacht. Im letzten Quartal 1993 waren die Nettokapitalerträge zum ersten Mal seit 1982 negativ; allerdings dürfte diese Verschlechterung zum Teil lediglich dadurch zustande gekommen sein, daß die „ausländischen“ Zinseinkünfte aus Ersparnissen deutscher Gebietsansässiger, die über Luxemburg in inländische Finanzaktiva geleitet werden, statistisch nur schwer zu erfassen sind. Das deutsche Leistungsbilanzdefizit blieb bei über \$ 20 Mrd.

Das Leistungsbilanzdefizit der Türkei vergrößerte sich im letzten Jahr auf fast 6% des BIP. Ein umfangreiches Defizit des öffentlichen Sektors heizte das Wachstum der Inlandsnachfrage an und führte zu höherer Inflation und einem

... aber stagnierende Ausfuhren in den anderen Ländern

Deutschland

Türkei

## Leistungsbilanzsalden der Industrieländer und der jungen Industrieländer Asiens

Land/Ländergruppe	Leistungsbilanzsaldo			darunter					
				Handelsbilanzsaldo			Kapitalertragsbilanzsaldo		
	1991	1992	1993	1991	1992	1993	1991	1992	1993
	Milliarden US-Dollar								
Industrieländer	-36,8	-45,3	11,0	-14,9	23,5	73,0	- 8,8	-15,1	-15,3
USA	- 8,3	-66,4	-109,2	-73,8	-96,1	-132,5	13,0	6,2	0,1
Japan	72,9	117,6	131,4	103,0	132,3	141,5	26,7	36,2	41,4
Westeuropa	-65,3	-61,6	20,0*	-54,1	-23,3	53,3*	-14,6	-25,1	-27,1
Deutschland	-19,3	-22,1	- 21,2	20,8	29,8	40,4	19,6	15,7	9,2
Frankreich	- 6,5	3,9	10,3	- 9,0	2,8	9,3	- 5,1	- 7,7	- 8,0
Großbritannien	-13,7	-18,1	- 16,1	-18,3	-24,0	- 20,2	0,5	7,6	4,1
Italien	-23,6	-28,0	11,2	- 0,3	3,0	32,3	-17,2	-21,0	-16,4
Belgien/Luxemburg	4,7	6,4	11,2	- 0,4	1,2	3,2	1,4	1,1	3,1
Niederlande	4,2	5,0	8,4	5,2	7,5	9,3	1,0	0,1	0,7
Schweden	- 4,3	- 6,7	- 0,4	5,1	5,9	7,1	- 5,8	- 7,8	- 5,8
Schweiz	10,7	15,1	18,6	- 5,6	- 0,6	1,9	15,3	14,8	14,7
Dänemark	2,1	4,8	5,3	4,7	7,2	7,8	- 5,6	- 5,7	- 4,6
Finnland	- 6,8	- 4,9	- 1,0	1,1	2,8	5,4	- 4,6	- 5,4	- 5,0
Griechenland	- 1,5	- 2,1	1,1	-12,3	-13,9	- 12,5	- 1,7	- 2,0	- 2,1
Irland	1,4	2,6	2,9	3,2	5,7	6,8	- 4,6	- 5,4	- 5,2
Island	- 0,3	- 0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	- 0,3	- 0,2	- 0,2
Norwegen	5,0	2,9	2,4	8,3	7,6	7,4	0,5	- 0,6	- 0,6
Österreich	0,1	- 0,2	- 0,9	- 9,6	- 9,7	- 8,4	- 1,5	- 1,2	- 1,1
Portugal	- 0,7	0,0	1,0	- 7,8	- 9,4	- 6,9	0,1	0,6	0,5
Spanien	-17,0	-19,1	- 5,6	-31,8	-30,9	- 15,6	- 4,8	- 6,5	- 8,8
Türkei	0,3	- 0,9	- 7,3	- 7,3	- 8,2	- 14,2	- 1,9	- 1,6	- 1,8
Übrige Industrieländer	-36,1	-34,9	- 31,2	9,9	10,5	10,7	-34,0	-32,4	-29,6
Australien	-10,3	-10,8	- 10,7	3,5	1,6	- 0,1	-12,4	-10,2	- 8,1
Kanada	-25,3	-23,0	- 19,6	4,4	7,3	9,1	-19,1	-20,0	-19,1
Neuseeland	- 0,5	- 1,0	- 0,9	2,1	1,7	1,7	- 2,5	- 2,2	- 2,3
Junge Industrieländer									
Asiens	9,1	8,4	10,5	2,6	1,4	0,5	4,8 <sup>1</sup>	4,6 <sup>1</sup>	3,6 <sup>1</sup>
Hongkong	2,5 <sup>2</sup>	1,8 <sup>2</sup>	2,3 <sup>2</sup>	- 2,1	- 4,3	- 5,0	..	..	..
Singapur	3,3	2,9	2,0	- 4,1	- 4,9	- 8,1	1,4	1,6	1,3
Südkorea	- 8,7	- 4,5	0,4	- 7,0	- 2,1	2,1	- 1,0	- 1,1	- 1,3
Taiwan	12,0	8,2	5,8	15,8	12,8	11,4	4,4	4,1	3,6

\* Stark verzerrt; vgl. Text.

<sup>1</sup> Ohne Hongkong. <sup>2</sup> Saldo des Warenhandels und der nicht faktorgebundenen Dienstleistungstransaktionen.

beträchtlichen realen Wechselkursanstieg; das Importvolumen nahm um ein Drittel zu. Diese Ungleichgewichte, ein starker Anstieg der Auslandsverschuldung und politische Unsicherheiten lösten im Frühjahr 1994 eine massive Flucht aus der Währung aus. Anfang April kündigten die Behörden eine Reihe von Maßnahmen an, um die Nachfrage zu dämpfen und die Inflation zu zügeln.

## Übrige Industrieländer

Die Exporte Kanadas stiegen das zweite Jahr in Folge kräftig an, nachdem sie zuvor drei Jahre unterdurchschnittlich gewachsen waren. Ausschlaggebend hierfür waren die Erholung der Inlandsnachfrage in den USA und der deutliche Rückgang des realen Wechselkurses. Nach massiven Verlusten bis Ende 1991 verbesserte sich die Wettbewerbsposition beträchtlich, da die Entwicklung der Lohnkosten in Schach gehalten wurde und der nominale gewogene Wechselkurs von Ende 1991 bis Anfang 1994 um 15% sank; die relativen Lohnstückkosten sind inzwischen auf ihren niedrigen Stand von Mitte der achtziger Jahre zurückgefallen. Dem starken Exportwachstum stand jedoch eine lebhaftere Zunahme der Importe gegenüber. Darüber hinaus erforderte die Bedienung der hohen Auslandsschulden des Landes umfangreiche Kapitalertragszahlungen an das Ausland. Das Leistungsbilanzdefizit sank etwas, machte aber noch immer 3½% des BIP aus.

Kräftiges Exportwachstum in Kanada ...

Wettbewerbsfähige Wechselkurse – zusammen mit einer zunehmenden Ausrichtung des Handels auf Südostasien – regten auch in Australien und Neuseeland die Fertigwarenexporte während der vergangenen zwei Jahre an; das Wachstum der Industriegüterausfuhren betrug 1992 in beiden Ländern 9%, bevor es sich im letzten Jahr auf 4–5% verlangsamte. Gleichzeitig ließ die kräftige Erholung der Inlandsnachfrage das Importvolumen beider Länder stark ansteigen. Der Handelsbilanzüberschuß blieb in Neuseeland unverändert und wandelte sich in Australien in ein geringfügiges Defizit. Angesichts der hohen Auslandsschulden und der damit verbundenen umfangreichen Kapitalertragszahlungen belief sich das Leistungsbilanzdefizit Australiens im Jahr 1993 auf fast 4% des BIP.

... Australien und Neuseeland

## Ehemalige Staatshandelsländer

### Osteuropa

Das Volumen der osteuropäischen Exporte stagnierte im vergangenen Jahr nach zwei Jahren kräftigen Wachstums. Ein negativer Faktor war wahrscheinlich die starke reale Aufwertung der Währungen in den vergangenen Jahren. Möglicherweise wurden die Exporte 1991 und 1992 auch durch den Übergang vom Staatshandel zur Marktwirtschaft künstlich aufgebläht, da die für eine Planwirtschaft typischen überhöhten Lagervorräte verkauft wurden und Güter in Ermangelung einer strengen Finanzdisziplin zu nicht kostendeckenden Preisen exportiert werden konnten. Bei einem deutlichen Anstieg der Importe weitete sich das Handelsbilanzdefizit dieser Region somit um etwa \$ 4 Mrd. aus.

Stagnierendes Exportvolumen

Diese Entwicklungen führten zu einer veränderten Zielrichtung in der Wechselkurspolitik: An die Stelle des Ziels eines „nominalen Ankers“ trat angesichts anhaltend hoher Inflationsraten das Bemühen um den Erhalt der internationalen Wettbewerbsfähigkeit. Nur zwei Länder konnten für einen nennenswerten Zeitraum einen festen nominalen Wechselkurs aufrechterhalten: die Tschechische Republik (seit Dezember 1990) und Estland (seit Juni 1992).

Änderung der wechsellkurspolitischen Zielrichtung

Da die tschechische Krone wettbewerbsfähig blieb und restriktive finanzpolitische und sonstige Maßnahmen beibehalten wurden (s. Kapitel III), wurde

Handel Osteuropas									
Land/Ländergruppe	Exporte			Importe			Handelsbilanzsaldo		
	1991	1992	1993 <sup>1</sup>	1991	1992	1993 <sup>1</sup>	1991	1992	1993 <sup>1</sup>
Milliarden US-Dollar									
Osteuropa	28,3	33,8	33,9	31,9	39,4	43,4	-3,6	-5,7	-9,5
<i>Bulgarien<sup>2</sup></i>	1,2	1,6	1,6	1,7	1,9	2,1	-0,5	-0,3	-0,5
<i>Polen<sup>2</sup></i>	9,5	10,7	10,4	12,6	13,7	15,0	-3,1	-3,0	-4,5
<i>Rumänien<sup>2</sup></i>	2,3	2,3	2,6	2,3	3,2	3,5	0,0	-0,8	-0,9
<i>Slowakische Republik</i>	1,4	2,0	1,8	1,4	2,0	2,3	0,1	0,0	-0,5
<i>Slowenien</i>	3,0	4,4	4,2	3,2	3,9	4,6	-0,2	0,5	-0,3
<i>Tschechische Republik</i>	4,4	5,7	7,1	4,1	6,9	7,5	0,3	-1,3	-0,4
<i>Ungarn<sup>2</sup></i>	6,4	7,0	6,2	6,6	7,8	8,5	-0,2	-0,8	-2,3
Nachrichtlich: GUS <sup>2</sup>	28,7	26,7	30,7	27,3	24,7	26,1	1,5	2,0	4,6

<sup>1</sup> Teilweise geschätzt. <sup>2</sup> Auf Handelsdaten der OECD-Länder basierend. Importzahlen auf cif-Basis, durch Abzug einer fob/cif-Spanne von 4% auf fob angepaßt. Ohne den Handel zwischen der ehemaligen Sowjetunion und Finnland.

Tschechische Republik und Slowakische Republik

das Außenhandelsdefizit bei einem kontinuierlichen Anstieg der Exporte im vergangenen Jahr beträchtlich gesenkt. Darüber hinaus stiegen die Kapitalzuflüsse im Wertpapierverkehr, wodurch sich die Währungsreserven um rund \$ 3 Mrd. erhöhten und der feste Wechselkurs gestützt wurde. Das Außenwirtschaftsdefizit der Slowakischen Republik, die in sehr viel höherem Maße vom Handel mit Rußland abhängig ist, weitete sich aus. Die slowakische Krone wurde im Juli 1993 abgewertet, und im März 1994 wurde ein Preisaufschlag auf importierte Konsumgüter in Höhe von 10% erhoben.

Ungarn

Ungarns Außenhandelsdefizit dehnte sich stark aus, was vor allem auf einen Anstieg der Inlandsnachfrage zurückzuführen ist, aber auch auf eine Verringerung der Exporte durch einige Sonderfaktoren, insbesondere das Handelsembargo gegenüber einem Teil des ehemaligen Jugoslawiens sowie eine Dürreperiode. Da der Saldo der Dienstleistungen und Übertragungen von einem Überschuß in ein Defizit umschwang, erreichte der Fehlbetrag in der Leistungsbilanz etwa 10% des BSP. Er wurde größtenteils durch Zuflüsse von Direktinvestitionen insbesondere in Verbindung mit der Privatisierung des Telekommunikationssystems finanziert. Durch eine einschneidende Änderung in der Wechselkurspolitik wurde versucht, weitere reale Aufwertungen der Währung zu begrenzen: So wurde der Forint gegenüber seinem Währungskorb 1993 fünfmal abgewertet, was eine kumulierte Abwertung um 15% ergab.

Polen

Das polnische Defizit vergrößerte sich, da die Importe stark anstiegen. Das seit 1991 gültige Prinzip der stufenweisen Paritätsanpassung, das eine jährliche Abwertung um etwa 20–25% mit sich bringt, erwies sich als unzureichend, um die Wettbewerbsfähigkeit aufrechtzuerhalten, und mußte durch weitere Abwertungen ergänzt werden, deren letzte – in Höhe von 8% – im August 1993 erfolgte.

Slowenien

Die slowenischen Exporte stagnierten im vergangenen Jahr, während die Importe deutlich zunahmen, was zu einer Verschlechterung der Handelsbilanz um fast \$ 1 Mrd. führte. Hauptursachen waren eine Liberalisierung des Handels und ein leichtes BIP-Wachstum nach einer beträchtlichen Schrumpfung in den

vorangegangenen drei Jahren. Anders als in einer Reihe anderer osteuropäischer Länder wurde der reale Wechselkurs – gemessen an den Preisen – niedrig gehalten (obwohl die Reallöhne spürbar stiegen). Bulgarien und Rumänien, die stark von Erdöl- und Rohstoffimporten abhängig sind, sahen sich zunehmenden Zahlungsbilanzschwierigkeiten gegenüber.

Bulgarien und Rumänien

Die baltischen Staaten lösten sich aus ihrer extremen Exportabhängigkeit vom russischen Markt und bewältigten die massive Verschlechterung ihrer Terms of Trade, die sich durch den Anstieg der Importpreise für Energie auf Weltmarktniveau ergab. Estland und Lettland verfolgten – wenngleich mit bedeutenden Unterschieden – einen restriktiven geldpolitischen Kurs. So blieben sie von der Hyperinflation verschont, die Rußland überschwemmte, und ihre zunächst sehr schwachen Währungen werteten sich gegenüber den Währungen der westlichen Handelspartner erheblich auf. Wie ausführlicher im letztjährigen Jahresbericht beschrieben, wies Estland dabei den Weg, indem es seine neu eingeführte Krone an die D-Mark band; gleichzeitig wurden die inländischen Zinssätze auf einem sehr hohen Niveau gehalten, um die Kapitalströme anzuziehen, die erforderlich sind, um diese Bindung aufrechtzuerhalten. Die Produktion ging merklich zurück, und binnen eines Jahres wurde die Inflation stark reduziert. Im vergangenen Jahr stiegen Produktion und Exporte kräftig an, und der Handel wurde auf den Westen umgelenkt; Anfang 1994 belebte sich die Inflation jedoch wieder. Lettland setzte ebenfalls auf einen restriktiven geldpolitischen Kurs, um die Inflation zu senken; es ließ aber seine neue Währung gegenüber den konvertiblen Währungen frei schwanken. Litauen brauchte ziemlich lange, um seine Politik zu straffen. Die auf Rubel lautenden Kupons wurden erst im Juli 1993 durch eine neue Währung ersetzt; als diese dann nach mehreren Monaten des Floatings eine Zeitlang unter starkem Abwertungsdruck geriet, banden die Behörden die Währung im April 1994 an den US-Dollar.

Estland

Lettland

Litauen

Der Zugang zu den Märkten der Industrieländer ist eine wesentliche Voraussetzung für einen wirklichen Erfolg der Wirtschaftsreformen in den osteuropäischen Ländern. Durch die Assoziierungsabkommen mit der Europäischen Union und andere ähnliche Vereinbarungen wurde der Zugang zu den westlichen Märkten sehr verbessert, und im vergangenen Jahr beschloß die Europäische Union, die in diesen Abkommen vorgesehenen Zollsenkungen zu beschleunigen. Gleichwohl trafen die osteuropäischen Produzenten auf protektionistische Handelsschranken, da ihre traditionellen Exportgüter – Agrarprodukte, Eisen und Stahl, Textilien und Bekleidung – zu den Erzeugnissen zählen, vor denen sich der Westen am stärksten abschirmt. Ganz abgesehen von den Kosten derartiger protektionistischer Maßnahmen für den Verbraucher werden diese Beschränkungen mit ziemlicher Sicherheit auf die westlichen Exporteure zurückfallen, da jede Verminderung der osteuropäischen Ausfuhren sehr wahrscheinlich mit einer ähnlich hohen Abnahme der Einfuhren einhergeht.

Verstärkter Zugang zu westlichen Märkten notwendig

#### *Gemeinschaft Unabhängiger Staaten*

In Dollar gerechnet stiegen die Exporte der GUS in die Industrieländer im vergangenen Jahr, da die Ausfuhren von Metall und anderen Erzeugnissen der Schwerindustrie zunahmen. Die Ölexporte blieben im großen und ganzen unverändert, weil der starke Rückgang der Fördermengen bereits im zweiten Jahr

Handelsbilanzüberschuß

in Folge durch eine erhebliche Verringerung des Inlandsverbrauchs aufgefangen wurde. Das Ausmaß der Schwierigkeiten, denen sich die GUS gegenüber sieht, wird durch die Tatsache unterstrichen, daß die Produktion von Erdöl – dem wichtigsten Exportgut – derzeit etwa 40% unter ihrem Stand Ende der achtziger Jahre liegt. Laut der Außenhandelsstatistik der Partnerländer weitete sich der Handelsbilanzüberschuß gegenüber den Industrieländern im vergangenen Jahr aus.

Reale  
Aufwertung der  
Währung

Bei einem anhaltend raschen Preisanstieg erfuhr der Rubel in der ersten Jahreshälfte 1993 eine spürbare Abwertung von Rbl 414 je US-Dollar im Dezember 1992 auf Rbl 1 081 im Juni 1993; real wertete sich die Währung allerdings auf. Im weiteren Verlauf des Jahres setzte sich der Rückgang aber größtenteils nicht fort; Hauptursachen hierfür waren staatliche Interventionen, Änderungen der Außenhandelsbestimmungen und eine Verringerung der Importnachfrage aufgrund des Abbaus von Subventionen. Gegen Ende des Jahres wurden die preisbereinigten Rubelzinssätze überdies positiv, so daß die stark negativen Realzinsen verschwanden, die die russische Geldpolitik seit der Liberalisierung der Preise geprägt hatten. Diese kurze Periode nominaler Wechselkursstabilität in einer Zeit massiver Inflation führte dazu, daß sich der reale gewogene Wechselkurs mehr als verdoppelte. Von Ende 1993 an geriet der Rubel jedoch infolge der Unsicherheit über die künftige Richtung der Politik erneut unter Abwertungsdruck, und sein Kurs zum US-Dollar fiel bis April 1994 auf etwa Rbl 1 800.

Kapitalflucht

Durch den raschen Wertverlust des Rubels müssen große Anreize geschaffen worden sein, Exporterlöse zu verbergen, vor allem während der Zeit, als die realen Rubelzinssätze stark negativ waren. Eine Kapitalflucht hat zweifellos stattgefunden, aber ihr Ausmaß ist nicht bekannt. Laut der internationalen Bankenstatistik der BIZ beliefen sich die Einlagen der ehemaligen Sowjetunion bei den berichtenden Banken Ende 1993 auf \$ 16 Mrd. Bereinigt um Wechselkursveränderungen stiegen die Einlagen in der ersten Jahreshälfte, als der Rubel nach unten sackte, um \$ 3½ Mrd.; im zweiten Halbjahr, als er stabiler war, fielen sie jedoch um \$ 1 Mrd. Versteckte Kapitalexperte werden von diesen Statistiken allerdings nicht in vollem Umfang erfaßt.

Schwierigkeiten  
bei Umstellung  
des Handels in-  
nerhalb der GUS  
auf kommerzielle  
Basis

Es erwies sich als sehr schwierig, den Handel zwischen Rußland und den anderen Staaten auf eine normale kommerzielle Basis zu stellen, denn während der Planwirtschaft hatte Rußland die anderen Staaten zu einem Bruchteil der Weltmarktpreise mit Energie beliefert und von ihnen Fertigerzeugnisse importiert, die auf dem Weltmarkt nicht konkurrenzfähig waren. Trotz kräftiger Erhöhungen des Rubelpreises für Energieexporte und einer beträchtlichen Verringerung des Angebots blieben die Preise 1992 weit unter Weltmarktniveau; laut einer Schätzung der russischen Regierung beliefen sich die impliziten Handelssubventionen damals auf 13% des russischen BIP. Außerdem setzte Rußland seine umfangreichen Transferzahlungen an die anderen Republiken fort.

Umfangreiche  
russische  
Subventionen

Das reine Ausmaß dieser Unterstützung war ein Hauptgrund für das Zögern der meisten anderen ehemaligen Republiken, die Rubelzone zu verlassen. Sowohl in Rußland als auch in den übrigen Republiken stockte die Stabilisierungspolitik, weil in diesem Punkt keine Einigung erzielt werden konnte – wenn gleich dies bei weitem nicht der einzige Grund war. 1993 ergriff Rußland jedoch

wichtige Maßnahmen zur Verringerung dieser Subventionen. Die Ölpreise wurden – in Dollar gerechnet – erhöht, und die russischen Behörden verschärften die Bedingungen für die Gewährung neuer Kredite; die zwischenstaatliche Finanzierung über die Konten der russischen Zentralbank kam praktisch völlig zum Erliegen. Obwohl es nicht gelang, sich auf die Rahmenbestimmungen für eine wirkungsvolle zwischenstaatliche Koordinierung der Geldpolitik zu einigen, hielten die meisten Länder nach wie vor am Rubel fest; Mitte 1993 hatten nur die baltischen Staaten, die Ukraine und Kirgisistan die Rubelzone verlassen. Der kritische Moment kam im Juli 1993, als die vor 1993 gedruckten Rubelnoten für ungültig erklärt wurden, denn 1993 gedruckte Rubelnoten waren nur in Rußland, nicht aber in den anderen Republiken ausgegeben worden. Erneute Versuche, die Rubelzone als Währungsunion zu erhalten, mißlangen, und Ende 1993 hatten alle anderen Republiken (mit Ausnahme Tadschikistans) ihre eigenen gesetzlichen Zahlungsmittel eingeführt. Die russische Zentralbank begann daraufhin, Wechselkurse zwischen dem Rubel und allen neuen nationalen Währungen zu notieren, in die bestehende Sortenabschläge der Märkte beim Tausch der Währungen dieser Region gegen Rubel einbezogen wurden. Zusammen belasten die Auswirkungen der deutlichen Verringerung der impliziten Handels-subsidien und der Einstellung der meisten offiziellen Transferzahlungen Rußlands die übrigen Staaten der GUS jetzt schwer; nach einer Schätzung des IWF beläuft sich der Verlust für diese Länder insgesamt auf 15% des BIP. Wegen der engen Beziehungen zwischen Rußland und einer Reihe der übrigen Staaten hat jedoch die Suche nach neuen Formen der wirtschaftlichen und sonstigen Zusammenarbeit begonnen.

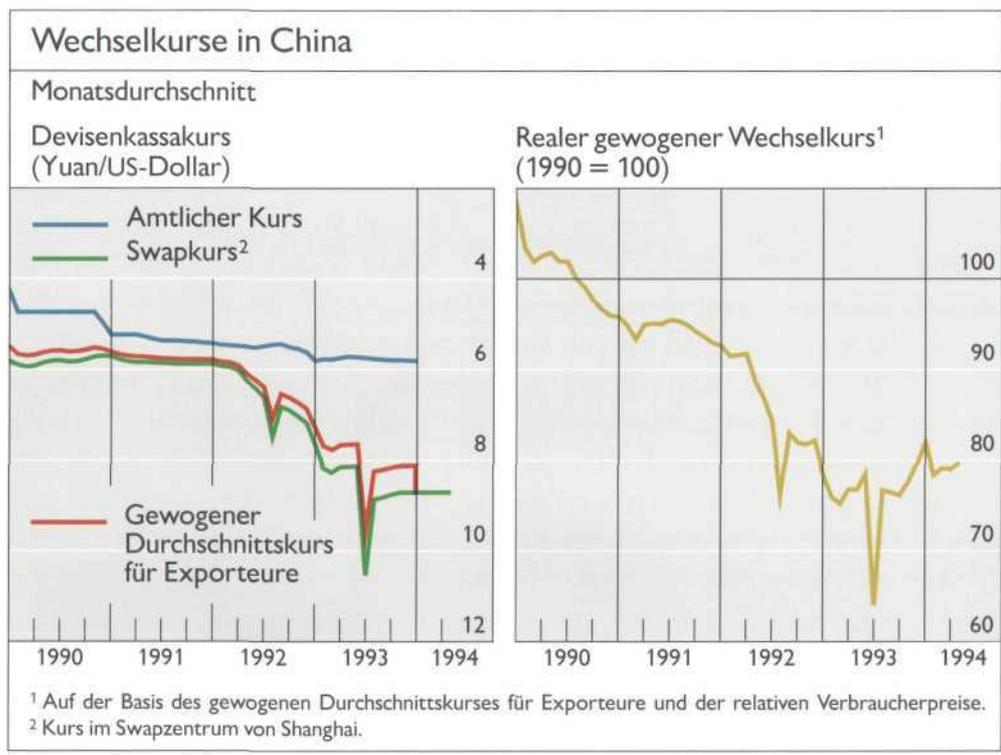
## China

Eine Veränderung mit weitreichenden Konsequenzen für die wirtschaftlichen Außenbeziehungen Chinas war die Abschaffung des Systems multipler Wechselkurse zum Januar 1994. Bei diesem System existierte der amtliche Wechselkurs neben den stärker marktbezogenen Kursen der verschiedenen „Devisenanpassungszentren“ (Foreign Exchange Adjustment Centres) in ganz China. Zwischen diesen sogenannten „Swapzentren“ gab es keine vollkommene Arbitrage. Da der Handel in den Zentren staatlichen Kontrollen unterworfen war – so war z. B. der Zugang auf bestimmte Teilnehmer begrenzt –, bestanden auch Schwarzmärkte, deren Bedeutung jeweils vom Ausmaß der offiziellen Markteingriffe abhing.

Dieses System diente der Exportförderung, da die meisten Devisenerlöse zu den günstigeren Swapkursen verkauft werden konnten; nur 20% der Devisenerlöse der Unternehmen mußten zum amtlichen Kurs umgetauscht werden. Der Staat behielt sich allerdings das Recht vor, weitere 30% zu einem speziellen Swapkurs zu erwerben – was praktisch bedeutete, daß er ein Vorkaufsrecht für 50% der Exporterlöse hatte, die er für die Bezahlung von offiziellen oder im Plan vorgesehenen Importen (z. B. von bestimmten Agrarerzeugnissen oder Importen für staatseigene Unternehmen) oder für die Aufstockung der Währungsreserven verwenden konnte. Nicht im Plan vorgesehene Importe mußten zu den teureren Swapkursen bezahlt werden. Dieses System verstärkte

Vereinheitlichung  
des  
Wechselkurs-  
systems

Früheres Neben-  
einander von  
amtlichem  
Kurs und  
Swapkurs ...



... führte zu Verzerrungen

die möglichen Auswirkungen einer Erhöhung der nicht im Plan vorgesehenen Importe auf die Swapkurse: Wenn der Staat seinen gesamten Anteil in Höhe von 50% der Exporterlöse in Anspruch nahm, löste ein gleich hoher Anstieg der Exporte und der nicht im Plan vorgesehenen Importe einen Abwärtsdruck auf die Swapkurse aus. Gleichzeitig konnten die Währungsreserven steigen. Dieses System führte möglicherweise auch dazu, daß nicht alle Exporte gemeldet wurden: Die statistisch erfaßten Exporte liegen unter den von den Industrieländern gemeldeten Importen aus China.

Inflation und zunehmende außenwirtschaftliche Ungleichgewichte ...

Ende 1991 hatte sich die Lücke zwischen dem amtlichen Kurs und den Swapkursen durch eine beträchtliche Abwertung des amtlichen Kurses, eine sehr viel niedrigere Inflationsrate und einen hohen Leistungsbilanzüberschuß auf weniger als 10% verringert. Doch die Hoffnung auf eine mögliche Vereinheitlichung des Wechselkurssystems wurde in der Folge durch ein Wiederaufleben der Inflation zunichte gemacht. Überdies förderten deutliche Senkungen der Importzölle im Verlauf des Jahres 1993 den Importboom (wenngleich diese Zölle – insbesondere für Verbrauchsgüter – an internationalen Maßstäben gemessen immer noch sehr hoch sind) und trugen im vergangenen Jahr nach offiziellen chinesischen Angaben zu einer Verschlechterung der Handelsbilanz um \$ 14 Mrd. bei.

... verursachten starke Spannungen im System

Diese Entwicklungen setzten das Wechselkursgefüge starken Spannungen aus. Mehrfache Versuche der Behörden im Verlauf des Jahres, durch Interventionen, aber auch durch verwaltungstechnische Maßnahmen eine Untergrenze für die sinkenden Kurse festzulegen, lenkten die Transaktionen auf die Schwarzmärkte um und erwiesen sich letztendlich als unhaltbar. Der Swapkurs sank deutlich, bevor er sich erholte und sich in den letzten Monaten des Jahres bei etwa Yuan 8,7 je US-Dollar stabilisierte (s. die obenstehende Grafik). Ende des

Jahres schaffte die Regierung den amtlichen Wechselkurs ab, so daß ein einziger kontrollierter und administrierter schwankender Wechselkurs übrigblieb. In den ersten Monaten des Jahres 1994 festigte sich der Kurs auf dem vor der Änderung auf den Swapmärkten vorherrschenden Niveau und lag damit etwa ein Drittel unterhalb des früheren amtlichen Kurses. Obwohl die Behörden beabsichtigen, die Swapzentren durch einen einzigen Interbankdevisenmarkt zu ersetzen, müssen ausländische Unternehmen ihre Devisentransaktionen nach wie vor über die Swapzentren abwickeln.

Diese Veränderungen werden bedeutende Auswirkungen auf den chinesischen Außenhandel haben. Der starke Anstieg der Kosten offizieller Importe in Inlandswährung wird die staatseigenen Unternehmen, die bereits hohe Verluste verzeichnen, noch mehr unter Druck setzen. Andererseits kommt die Vereinheitlichung des Wechselkurssystems denjenigen ausländischen Investoren zugute, die ihre Mittel zum amtlichen Kurs tauschen mußten, ihre Gewinne aber nur zu einem Swapkurs repatriieren durften. Wenn man die Verbraucherpreisindizes als richtiges und umfassendes Maß für die Inflation ansehen darf, wertete sich der Wechselkurs für die Exporteure in realer gewogener Betrachtung von 1990 bis Ende 1993 um mehr als 20% ab (s. die vorstehende Grafik). Eine derart deutliche Abwertung ist nicht ungewöhnlich für ein Land, das eine umfassende Handelsliberalisierung vornimmt. Dennoch macht die beträchtliche Stimulierung der Exporte wirkungsvolle Maßnahmen zur Begrenzung des Anstiegs der Inlandsnachfrage um so dringlicher. Es ist daher zu begrüßen, daß kürzlich eingeleitete Schritte zur Begrenzung der Kreditgewährung die von der Abwertung der Währung ausgehende Dämpfung der Importnachfrage verstärkten und damit zu einem erneuten Anstieg der Währungsreserven beitrugen.

Auswirkungen der Vereinheitlichung des Wechselkurssystems

## Die jungen Industrieländer Asiens

Das extrem rasche Wachstum Chinas gab anderen asiatischen Volkswirtschaften starke Impulse. Weitere Ursachen für den Boom in Asien sind u. a. die allgemeine Dynamik der Inlandsnachfrage und die hohe Elastizität des Arbeitskräfteangebots.

Die kräftige Inlandsnachfrage Asiens in letzter Zeit hat ihren Ursprung in der früheren Phase raschen und oftmals exportgestützten Wirtschaftswachstums, die zu beträchtlichen binnenwirtschaftlichen Spannungen geführt hatte. Insbesondere bewirkte ein großer Arbeitskräftemangel in Südkorea und Taiwan einen deutlichen Anstieg der Reallöhne und der Verbrauchsausgaben. Das fieberhafte Wachstum schlug sich auch in ernstzunehmenden Infrastrukturingpässen im Verkehrs- und Nachrichtenwesen nieder, wodurch ein Bedarf an umfassenden öffentlichen Investitionsprogrammen entstand.

Dynamik der Inlandsnachfrage

Aufgrund der höheren Reallöhne in den Ländern, in denen die Industrialisierung zuerst stattfand, investierten die Unternehmen stark in angrenzenden Niedriglohnländern und sicherten sich damit das elastische Arbeitskräfteangebot, das ihnen in ihrem eigenen Land nicht mehr zur Verfügung stand. Die Direktinvestitionen innerhalb Asiens beschleunigten auf diese Weise die Integration der Niedriglohnländer in die Weltwirtschaft und belebten deren Importnachfrage, und zwar nicht nur nach Investitionsgütern, sondern auch nach

Ausländische Direktinvestitionen innerhalb Asiens

den hochwertigen Zwischenprodukten, die bei der heimischen Produktion Verwendung finden.

Umgestaltung  
des Handels

Da die Unternehmen aus den jungen Industrieländern ihre arbeitsintensive Produktion in andere asiatische Länder verlagerten, sank das Gewicht dieser Länder am Weltmarkt, und der Anteil höherwertiger Erzeugnisse an ihren Exporten stieg. Die jüngste Aufwertung des Yen förderte diesen wirtschaftlichen Wandel und stärkte die Position der südkoreanischen und taiwanischen Exporteure im Vergleich zu ihren japanischen Konkurrenten deutlich. Beispielsweise nahmen die südkoreanischen Exporte arbeitsintensiver Produkte unter dem Druck einer raschen Kapazitätsausweitung in anderen asiatischen Ländern mit sehr viel geringeren Löhnen ab; die Exporte von Kraftfahrzeugen, Computern usw. – wo der Hauptkonkurrent Japan ist – stiegen hingegen stark an. Die Belebung der Exporte war der Hauptgrund dafür, daß Südkorea zum ersten Mal seit 1989 einen Leistungsbilanzüberschuß verzeichnete. Sie brachte eine beträchtliche Zunahme der Importe aus Japan mit sich, von dessen Lieferungen von Ausrüstungsgütern und elektronischen Bauteilen das Land stark abhängig ist; das Handelsdefizit gegenüber Japan blieb daher unverändert. Die Exporte Taiwans, die durch die jüngste Abwertung des Taiwan-Dollars stimuliert wurden, entwickelten sich ähnlich. Der Handelsbilanzüberschuß verringerte sich jedoch infolge einer starken Ausweitung der Importe. In Singapur begrenzte ein Boom der Exporte von Computern und damit im Zusammenhang stehenden Erzeugnissen – nicht nur in die USA – die Verschlechterung der Leistungsbilanz.

Südkorea

Taiwan

### Übrige Entwicklungsländer

In Lateinamerika  
und Asien  
außenwirtschaftliche  
Ungleichgewichte  
infolge ...

Das Leistungsbilanzdefizit der Entwicklungsländer (ohne die jungen Industrieländer Asiens) weitete sich im vergangenen Jahr auf \$ 91 Mrd. aus. Es entspricht damit rund 12% ihrer Gesamtexporte von Gütern und Dienstleistungen, während es 1992 nicht einmal 10% ausmachte. Die Verschlechterung war in Lateinamerika am stärksten ausgeprägt; dort betrug das Defizit mehr als 23% der Exporte und erreichte damit seinen höchsten Stand seit dem Ausbruch der Schuldenkrise 1982. Der wichtigste Faktor in Asien waren die Verschlechterung des chinesischen Saldos um \$ 16 Mrd. und der damit verbundene Umschwung von einem Überschuß in ein Defizit. In den übrigen asiatischen Ländern verringerte sich das Leistungsbilanzdefizit im vergangenen Jahr.

... dynamischer  
Inlandsnachfrage ...

Die außenwirtschaftlichen Defizite beider Kontinente hatten zwei Ursachen gemein: eine rasche Zunahme der Inlandsnachfrage und einen beträchtlichen Anstieg der privaten Kapitalzuflüsse. In den vergangenen drei Jahren war die Inlandsnachfrage in beiden Regionen stärker als andernorts. Die Grafik auf S. 84 zeigt, welche Rolle konjunkturelle Faktoren bei den Veränderungen der realen Handelsbilanz in einer Reihe von Entwicklungsländern gespielt haben. Außerdem milderten beträchtliche Kapitalzuflüsse (s. Kapitel VII) die finanziellen Engpässe, die das Importwachstum in Lateinamerika in den achtziger Jahren begrenzt hatten, und in Asien förderten sie eine rasche Industrialisierung. Überdies setzte die in mehreren Ländern vorgenommene Liberalisierung des Außenhandels eine aufgestaute Importnachfrage frei.

... und verstärkter  
Kapitalzuflüsse

Ein entscheidender Unterschied ist jedoch, daß die lateinamerikanischen Exporte sehr viel weniger rasch zunahmen als die asiatischen. Real betrachtet waren die Exporte Lateinamerikas 1993 etwa 20% höher als 1990, während das Importvolumen um 50% stieg. In Asien war der Zuwachs der Ex- und Importe mit jeweils rund 40% hingegen ausgeglichener.

Die Außenhandelsergebnisse vieler lateinamerikanischer Länder wurden durch die ausgeprägte reale Aufwertung ihrer Währungen seit 1990 beeinträchtigt; dies gilt insbesondere für Argentinien, Kolumbien, Mexiko und Peru, wo sich die Handelsbilanz in den vergangenen Jahren deutlich verschlechterte. In Chile hingegen stützte der Erhalt der Wettbewerbsfähigkeit das reale Exportwachstum; das dort aufgetretene Handelsbilanzdefizit war weitgehend auf eine Verschlechterung der Terms of Trade zurückzuführen. Brasilien stellte in den vergangenen Jahren einen Sonderfall dar: Infolge einer recht starken realen Abwertung der Währung verzeichnete es im letzten Jahr nach wie vor einen hohen Außenhandelsüberschuß, wenngleich die Leistungsbilanz keinen Überschuß mehr aufwies.

In Asien waren die realen gewogenen Wechselkurse in den vergangenen Jahren relativ stabil. In Indonesien, Malaysia und Thailand begünstigte die Wahrung der Wettbewerbsvorteile, die sich aus der Abwertung des Dollars Mitte der achtziger Jahre ergeben hatten, das weitere Wachstum der Exporte. Aber eine sehr starke, auf Investitionen gestützte Ausweitung der Importe hatte in allen drei Ländern beträchtliche Leistungsbilanzdefizite zur Folge.

Indien ist jetzt stärker in den Welthandel integriert. Vor drei Jahren ergriffen die Behörden angesichts eines Leistungsbilanzdefizits von über 3% des BIP, Kapitalflucht, einer wachsenden Auslandsverschuldung und erschöpfter Wäh-

Lateinamerika:  
Wettbewerbsfähigkeit und  
Außenhandelsergebnisse

In Asien investitions-  
gestütztes  
Importwachstum

Reformen in  
Indien

Leistungsbilanzsalden der Entwicklungsländer									
Land/Ländergruppe	Leistungsbilanzsaldo			darunter					
				Handelsbilanzsaldo			Kapitalertragsbilanzsaldo		
	1991	1992	1993 <sup>1</sup>	1991	1992	1993 <sup>1</sup>	1991	1992	1993 <sup>1</sup>
Milliarden US-Dollar									
Entwicklungsländer <sup>2</sup>	-92,0	-72,8	-90,9	19,0	- 2,9	-11,4	-47,4	-49,3	-55,0
Afrika	- 4,9	- 7,4	- 7,9	8,7	3,3	2,4	-17,6	-17,1	-16,9
China	13,3	6,4	- 9,6	8,7	5,2	- 9,1	0,8	0,2	- 0,3
Übriges Asien <sup>2</sup>	-21,5	-20,2	-15,4	-12,2	- 9,9	- 4,0	-13,0	-12,6	-14,5
darunter: Indien <sup>3</sup>	- 2,1	- 4,9	- 0,5	- 2,1	- 4,1	- 0,5	- 3,7	3,6	3,4
Indonesien	- 4,1	- 3,7	- 1,9	4,8	6,0	8,8	- 5,5	- 6,0	- 6,1
Malaysia	- 4,2	- 1,6	- 2,1	0,5	3,4	3,4	- 2,4	- 2,9	- 3,1
Thailand	- 7,4	- 6,1	- 6,5	- 6,0	- 4,2	- 4,3	- 2,0	- 2,3	- 2,7
Naher Osten	-60,4	-17,6	-18,6	7,9	10,7	14,6	14,4	10,8	8,3
Lateinamerika	-16,6	-31,2	-36,8	13,0	- 3,9	- 8,6	-29,2	-28,0	-28,9
darunter: Argentinien	- 2,8	- 8,4	- 7,6	4,4	- 1,5	- 2,5	- 5,6	- 4,6	- 3,9
Brasilien	- 1,4	6,3	- 0,6	10,6	15,5	13,1	- 9,7	- 8,1	- 9,0
Chile	0,1	- 0,6	- 2,1	1,6	0,7	- 1,0	- 1,8	- 1,9	- 1,5
Mexiko	-13,8	-22,8	-20,5	-11,3	-20,7	-18,8	- 7,1	- 7,5	- 8,5

<sup>1</sup> Teilweise geschätzt. <sup>2</sup> Ohne die jungen Industrieländer Asiens. <sup>3</sup> Haushaltsjahr beginnt im April.

rungsreserven Maßnahmen zur Straffung der Finanz- und Geldpolitik und zur Verringerung der staatlichen Interventionen (einschl. einer Erleichterung der Genehmigung ausländischer Investitionen) und stärkten die Wettbewerbsfähigkeit durch eine Abwertung um etwa 19% gegenüber dem US-Dollar. Eine zweite Runde von Reformen konzentrierte sich 1992 und 1993 auf eine Umgestaltung der Finanzmärkte und eine Liberalisierung des Außenhandels; dies beinhaltete auch eine Lockerung der Importbeschränkungen. Außerdem wurde das gespaltene Wechselkurssystem Anfang 1993 vereinheitlicht (was in der Praxis einer Abwertung gleichkam), und die Rupie wurde im Handelsverkehr konvertierbar. Diese Reformen führten zu einer deutlichen Verbesserung der indischen Leistungsbilanz: Das Außenhandelsdefizit, das auf dem Gipfel der Krise im Haushaltsjahr 1990/91 fast \$ 7 Mrd. betragen hatte, wurde bis 1993/94 praktisch beseitigt. In Dollar gerechnet stiegen die Exporte im vergangenen Jahr um 20%. Die Kapitalzuflüsse verstärkten sich, führten zu einem Aufwertungsdruck auf die Währung und erschwerten die Geldpolitik.

Starke  
Abwertung des  
CFA-Franc

Nachdem der CFA-Franc seit 1948 zu einer festen Parität gegenüber dem französischen Franc gehandelt worden war, wurde er im Januar 1994 um 50% abgewertet und der Komoren-Franc gleichzeitig um 33%, was diesen Ländern die Gelegenheit bot, ihre Wettbewerbsfähigkeit wiederherzustellen und ihre Volkswirtschaft einem Gleichgewicht näher zu bringen. Der starke Rückgang der in Dollar gerechneten Rohstoffpreise Mitte der achtziger Jahre, dem ein Anstieg des französischen Franc gegenüber dem Dollar Ende der achtziger Jahre gefolgt war, hatte dazu geführt, daß die Exportsektoren dieser Länder extrem an Wettbewerbsfähigkeit verloren hatten, und er ermöglichte ein Importniveau, das die Exporterlöse nicht tragen konnten. Umfangreiche Unterstützung des Auslands ist vorgesehen, um den Schock abzufedern, der mit der Anpassung an einen realistischeren Wechselkurs verbunden ist.

## Direktinvestitionen

Kapitalexporte  
der Industrieländer  
konjunkturell beeinflusst

Die getätigten Direktinvestitionen spiegelten Unterschiede in der konjunkturellen Lage der investierenden Länder wider. Während sich die betreffenden Kapitalabflüsse aus den USA und Großbritannien stark ausweiteten, verringerten sich jene aus den übrigen Industrieländern beträchtlich. Zusammengekommen stiegen die Kapitalabflüsse aus den USA und Großbritannien um mehr als \$ 22 Mrd. und machten die Hälfte des gesamten Kapitalexports aus den Industrieländern aus. Die Kapitalabflüsse aus Kontinentaleuropa verringerten sich in einer ähnlichen Größenordnung, wobei Belgien und Frankreich die stärksten Rückgänge zu verzeichnen hatten.

Japanische  
Investitionen  
rückläufig

Die japanischen Auslandsinvestitionen sanken erneut. Der offensichtlich sehr magere Ertrag früherer Investitionen hat möglicherweise weitere Investitionen gehemmt: Nach der Zahlungsbilanzstatistik betrug der Bestand an ausländischen Direktinvestitionen in den vergangenen Jahren insgesamt \$ 250 Mrd., während sich die gesamten Kapitalerträge im Durchschnitt auf nur \$ 8 Mrd. jährlich beliefen. Trotz der wirtschaftlichen Erholung in den USA erlitten die japanischen Auslandsniederlassungen in den USA im Jahr 1993 weitere Verluste. Gemäß Schätzungen des MITI fielen die Erträge japanischer Investitionen in den

asiatischen Ländern durchgängig sehr viel höher aus; die Kursbefestigung des Yen belebte die Investitionen in asiatischen Niedriglohnländern zusätzlich, insbesondere in China.

Konjunkturelle Faktoren führten ebenfalls zu einem starken Anstieg der Investitionen in den USA, aber die Zuflüsse blieben weit unter dem hohen Volumen, das Ende der achtziger Jahre erreicht wurde. Bei einer Abnahme der Kapitalzuflüsse nach Europa beliefen sich die Bruttozuflüsse in die Industrieländer auf etwa \$ 100 Mrd. Die wichtigste Entwicklung 1993 war der Boom der ausländischen Direktinvestitionen in den Entwicklungsländern. Vorläufige Schätzungen lassen auf Gesamtzuflüsse in Höhe von rund \$ 75 Mrd. schließen; damit sind die ausländischen Direktinvestitionen für die Entwicklungsländer die größte Einzelquelle für Finanzmittel aus dem Ausland.

Hierfür sind mehrere Gründe verantwortlich. Die deutlich größere Rolle der asiatischen Länder im internationalen Handel – einschließlich des innerasiatischen Handels – ist ein wichtiger Faktor. Im vergangenen Jahr flossen mehr als \$ 45 Mrd. in die asiatischen Entwicklungsländer. Die Zahlungsbilanzstatistiken lassen auf eine Zunahme der ausländischen Direktinvestitionen in China um \$ 14 Mrd. auf rund \$ 25 Mrd. schließen. Zwar werden diese Zahlen durch die „Umleitung“ chinesischen Kapitals über Hongkong (zwecks Ausnutzung der dort gewährten steuerlichen und sonstigen Vorteile für ausländische Investoren) aufgebläht, doch kann es kaum Zweifel daran geben, daß der chinesische Wirtschaftsaufschwung die ausländische Investitionstätigkeit erheblich förderte. Die

Boom der Direktinvestitionen in den Entwicklungsländern infolge ...

... wachsenden Anteils von Asien am Welt-handel ...

Weltweite Direktinvestitionen							
	1976–80	1981–85	1986–90	1990	1991	1992	1993*
	Milliarden US-Dollar, Jahresdurchschnitt						
Abflüsse insgesamt	39,5	43,0	162,8	217,4	184,5	173,5	173,4
Industrieländer	38,7	41,3	154,0	203,5	173,3	158,9	152,5
<i>darunter: USA</i>	16,9	8,4	25,1	27,1	29,1	34,8	50,2
<i>Japan</i>	2,3	5,1	32,1	48,0	30,7	17,2	13,7
<i>Großbritannien</i>	7,8	9,2	28,1	19,4	16,0	18,5	25,4
<i>Übriges Europa</i>	9,8	14,6	59,4	102,8	90,1	85,1	54,2
Entwicklungsländer	0,8	1,7	8,9	14,0	11,2	14,5	20,8
<i>darunter: Asien</i>	0,1	1,1	7,8	12,5	9,3	12,9	19,0
<i>Lateinamerika</i>	0,2	0,2	0,6	1,0	1,2	0,3	0,5
Zuflüsse insgesamt	31,8	52,6	147,6	193,9	152,5	140,3	175,7
Industrieländer	25,3	34,9	124,1	161,0	111,0	85,9	101,5
<i>darunter: USA</i>	9,0	19,1	53,1	48,0	24,0	2,4	31,5
<i>Japan</i>	0,1	0,3	0,3	1,8	1,4	2,7	0,1
<i>Großbritannien</i>	5,6	4,3	21,7	32,5	16,2	16,8	14,5
<i>Übriges Europa</i>	8,7	9,9	38,8	63,6	57,5	54,1	50,7
Entwicklungsländer	6,5	17,7	23,5	32,8	41,6	54,4	74,2
<i>darunter: Asien</i>	2,1	4,9	13,7	20,2	23,3	32,7	47,5
<i>Osteuropa</i>	0,0	0,0	0,2	0,6	2,5	3,4	5,0
<i>Lateinamerika</i>	3,7	4,7	5,8	6,8	11,3	13,8	17,5

\* Teilweise geschätzt.

Direktinvestitionen in Malaysia und Indonesien verringerten sich, nachdem sie jahrelang auf einem hohen Niveau gelegen hatten; die Genehmigungen für Investitionen sanken im vergangenen Jahr beträchtlich, da diese Länder Konkurrenz von China erhielten. Südkorea, Taiwan und höchstwahrscheinlich auch Hongkong tätigen seit einigen Jahren in erheblichem Maße Nettodirektinvestitionen, insbesondere in anderen asiatischen Ländern. China wurde ebenfalls zu einem wichtigen Investor; seine Investitionen in Hongkong beliefen sich Ende letzten Jahres schätzungsweise auf insgesamt \$ 13 Mrd.

... regionaler  
Handels-  
abkommen ...

Ein zweiter Faktor ist, daß regionale Handelsabkommen die Attraktivität einer Reihe von Ländern als Standort für exportorientierte Industrieunternehmen erhöhten. Das Abkommen über die NAFTA – das die Beschränkungen für ausländische Direktinvestitionen reduziert – hatte wahrscheinlich diesen Effekt auf Mexiko. Die Assoziierungsabkommen der EU mit den osteuropäischen Ländern könnten ähnliche Auswirkungen haben. Auch etliche andere Länder bauten ihre Beschränkungen für ausländische Direktinvestitionen ab. In Chile beispielsweise erhielten Investitionen starken Auftrieb, da ausländischen Investoren erlaubt wurde, die Rohstoffvorkommen des Landes auszubeuten.

... und  
Privatisierung

Ein letzter Faktor schließlich waren Privatisierungen. Von besonderer Bedeutung waren sie in Osteuropa: Einer Schätzung zufolge stammten die Privatisierungserlöse mehr als zur Hälfte aus dem Ausland. Wichtig war die Privatisierung im vergangenen Jahr auch in Lateinamerika, insbesondere in Argentinien, das über ein Drittel aller Direktinvestitionen in dieser Region erhielt. Bei den asiatischen Kapitalflüssen spielte sie dagegen eine untergeordnete Rolle. Wie in Kapitel VII erörtert, stellen Investitionen in Verbindung mit Privatisierungen einen Wechsel des Eigentumsrechts an bestehenden Vermögenswerten dar und sind an sich keine neuen Anlageinvestitionen.

## V. Internationale Finanzmärkte

### Schwerpunkte

Da das traditionelle bilanzwirksame Geschäft der Banken wegen der Besorgnis über die Bonität der Kreditnehmer sowie einer Reihe anderer konjunktureller und langfristiger Faktoren gedämpft war, wurde im vergangenen Jahr erneut ein großer Teil der gesamten internationalen Finanzierungen über die Wertpapiermärkte abgewickelt. Sowohl der Brutto- als auch der Nettoabsatz von Wertpapieren erreichten neue Höchststände, wobei die sinkenden Zinssätze und die zunehmende Beliebtheit von mittelfristigen Euronotes (EMTN), Globalanleihen und maßgeschneiderten, mit derivativen Instrumenten verknüpften Titeln als Antriebskräfte wirkten. Das Wachstum der internationalen Bankforderungen blieb deutlich unter dem Durchschnitt der Jahre 1987–90 und wurde durch beträchtliche eigene Wertpapierkäufe der Banken gestützt, so daß sich die beiden Marktsegmente außergewöhnlich stark überschnitten. Wegen der anhaltenden Volatilität der Zinssätze und Wechselkurse wurde gleichzeitig der Kreis der Anwender von – an Börsen oder außerbörslich gehandelten – derivativen Instrumenten größer. Die labilen Verhältnisse an den Finanzmärkten dürften auch einer der Gründe für das in gewissem Rahmen neu erwachte Interesse an Gold gewesen sein.

Die weltweite Verflechtung der Märkte verstärkte sich im letzten Jahr weiter, und die Unterschiede zwischen Bankkrediten und Wertpapieremissionen, nationalen und internationalen Begehungen, Kassamarktinstrumenten und Derivaten sowie zwischen verschiedenen Kategorien von derivativen Instrumenten verwischten sich noch mehr. Diese wachsende Integration stimulierte die grenzüberschreitenden Kapitalströme. So löste das Eingehen neuer Positionen auf den Devisen-, Wertpapier- und Derivatmärkten erhebliche Mittelströme zwischen den Banken an den europäischen Finanzplätzen aus. Überdies weiteten die Banken ihre Handelstätigkeit und die damit verbundenen Dienstleistungen aus und erzielten daraus einen wachsenden Teil ihrer Einkünfte. Die Wertpapiermärkte erhielten zusätzliche Liquidität durch die häufigere Verwendung von Globalanleihen, die gleichzeitig am Inlandsmarkt und an ausländischen Märkten aufgelegt wurden, während EMTN-Programme mit der Wahlmöglichkeit zwischen verschiedenen Währungen eine Flexibilität boten, die auf rein inländischer Ebene nicht möglich gewesen wäre. Die immer stärkere Verbreitung von maßgeschneiderten Produkten, wie beispielsweise „strukturierten“ Anleihen, deren ursprüngliches Risiko-/Ertragsprofil durch die Verknüpfung mit derivativen Instrumenten verändert wird, ließ neue Geschäfte entstehen und förderte die Integration der verschiedenen Marktsegmente zusätzlich. Schließlich trugen die immer häufigeren Verknüpfungen zwischen derivativen Instrumenten – Futures, Optionen und Swaps – zur Erhöhung der Handelsumsätze

und der Liquidität bei, wenn auch die Auswirkungen dieser Entwicklung auf die zugrundeliegenden Kassamärkte schwer einzuschätzen sind.

In zahlreichen Ländern wurden Maßnahmen ergriffen, um Wettbewerbsverzerrungen zu beseitigen und die internationale Finanzierung der Defizite des öffentlichen Sektors zu erleichtern. Staaten boten große, liquide Emissionen an, förderten die Verwendung ihrer jeweiligen Landeswährung für Euroanleihen bzw. EMTN-Programme und unterstützten die Verbreitung von derivativen Kontrakten auf Staatstitel. Diese Maßnahmen trugen zur Expansion der Märkte bei, da sie Kapital anlockten, das auf der Suche nach liquiden Sekundärmärkten war. Dank reichlicher Liquidität, beträchtlichen Auslandsanlagen und Rückflüssen von Tilgungs- und Zinszahlungen konnten öffentliche Anleihen in großem Umfang untergebracht, die sich erholende Kreditnachfrage der Unternehmen in einigen Ländern befriedigt und neue Anleihen von Entwicklungsländern begeben werden.

Die allgemeine Zins- und Wechselkursentwicklung wurde auf verschiedene Art spürbar. Im Bankensektor wurde die Abkehr der Kreditnehmer von der traditionellen Kreditfinanzierung zugunsten von Wertpapierbehebungen durch neue Geschäfte im Zusammenhang mit Devisentransaktionen und der Kreditvergabe gegen Wertpapiere mehr als wettgemacht. Was das Wertpapiergeschäft betrifft, so hatten die Turbulenzen an den Devisenmärkten offenbar keine

Nettofinanzierung an den internationalen Märkten (Schätzung)							
Komponenten der internationalen Nettofinanzierung	Veränderung <sup>1</sup>						Stand Ende 1993 <sup>2</sup>
	1988	1989	1990	1991	1992	1993 <sup>2</sup>	
Milliarden US-Dollar							
Auslandsforderungen der berichtenden Banken <sup>3</sup>	436,1	684,9	608,3	- 54,7	189,9	274,7	6 464,9
Inlandsforderungen in Fremdwährung <i>abzüglich Wiederanlagen zwischen Banken</i>	74,8	122,2	106,0	- 48,7	-25,7	-13,4	1 127,3
A = internationale Ausleihungen der Banken netto <sup>4</sup>	250,9	397,1	249,3	-183,3	-30,8	96,3	3 812,3
B = Euro-Note-Plazierungen netto	260,0	410,0	465,0	80,0	195,0	165,0	3 780,0
Bruttoabsatz internationaler Anleihen <i>abzüglich Tilgungen und Rückkäufe</i>	19,9	8,0	33,0	34,9	40,4	72,7	255,8
C = Nettoabsatz internationaler Anleihen	221,6	264,7	239,8	319,7	342,2	466,4	
	82,5	89,6	107,7	149,3	222,9	282,6	
	139,1	175,0	132,1	170,5	119,3	183,8	1 849,8
D = A + B + C = internationale Finanzierung insgesamt <i>abzüglich Doppelzählungen<sup>5</sup></i>	419,0	593,1	630,1	285,4	354,7	421,5	5 885,7
E = internationale Finanzierung (netto) insgesamt	69,0	78,1	80,1	40,4	74,7	121,5	705,7
	350,0	515,0	550,0	245,0	280,0	300,0	5 180,0

Anmerkung: Per Ende September 1990 wurden erstmals die Positionen der Banken in den fünf ostdeutschen Bundesländern einbezogen, wodurch sich die Auslandsforderungen der berichtenden Banken um rund \$ 20 Mrd. erhöhten. Gleichzeitig wurden die Positionen gegenüber der ehemaligen Deutschen Demokratischen Republik Deutschland zugeordnet.

<sup>1</sup> Bankkredite und (ab 1990) Euro-Note-Plazierungen: Veränderung der Bestände zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende; Anleihefinanzierungen: Transaktionen zum Wechselkurs des Ankündigungsdatums. <sup>2</sup> Vorläufig. <sup>3</sup> 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. <sup>4</sup> Ohne geschätzte Wiederanlagen zwischen den berichtenden Banken. <sup>5</sup> Von den berichtenden Banken übernommene internationale Anleihen, soweit in der Bankenstatistik als Forderungen gegenüber Gebietsfremden ausgewiesen.

wesentlichen Auswirkungen auf die Währungszusammensetzung der Emissionen, außer vielleicht bei der ECU. Bei den Derivaten schließlich wurde die Expansion der börsengehandelten und der außerbörslichen zinssatzbezogenen Instrumente durch Erwartungen eines allgemeinen Zinsrückgangs gefördert. Dagegen führte die Krise im EWS-Wechselkursmechanismus zu keinem nennenswerten Anstieg bei den börsengehandelten währungsbezogenen Derivaten, da die Marktteilnehmer für Absicherungsgeschäfte und das Eingehen von Positionen weiterhin die traditionellen Kassa- und Terminmärkte in Anspruch nahmen.

## Das internationale Bankgeschäft

Die internationalen Bankkredite verzeichneten im Jahr 1993 mit \$ 261 Mrd. (4% brutto bzw. \$ 165 Mrd. (5%) netto nur ein mäßiges Wachstum, verglichen mit der zweiten Hälfte der achtziger Jahre. Zur Refinanzierung nahmen die berichtenden Banken in sehr starkem Ausmaß die an den Inlandsmärkten verfügbare

Mäßiges  
Wachstum der  
Bankkredite ...

Hauptmerkmale des internationalen Bankgeschäfts					
Verwendung und Herkunft der internationalen Bankkredite	Veränderung, wechselkursbereinigt				Stand Ende 1993*
	1990	1991	1992	1993*	
Milliarden US-Dollar					
A = Forderungen an Länder außerhalb des Berichtsgebiets <i>darunter: an Nichtbanken</i>	-11,9 - 9,6	8,1 - 0,7	66,2 18,2	17,2 5,3	829,3 417,5
B = Forderungen an Schuldner im Berichtsgebiet 1) Forderungen an Nichtbanken 2) Bankeigene Verwendung für Inlandskredite 3) Wiederanlage zwischen Banken	680,8 284,4 147,1 249,3	-103,9 100,8 - 21,3 - 183,3	95,6 90,5 35,9 - 30,8	227,1 118,6 12,1 96,3	6 629,6 1 982,2 835,2 3 812,3
C = Nicht zurechenbar	45,4	- 7,6	2,4	17,0	133,4
D = A + B + C = Internationale Bankforderungen (brutto) insgesamt	714,3	-103,3	164,2	261,3	7 592,3
E = D - B 3) = Internationale Bankkredite (netto) (geschätzt)	465,0	80,0	195,0	165,0	3 780,0
A = Verbindlichkeiten gegenüber Ländern außerhalb des Berichtsgebiets <i>darunter: gegenüber Nichtbanken</i>	92,0 37,6	- 12,3 - 12,2	13,7 - 9,0	-15,4 -20,8	706,7 291,9
B = Verbindlichkeiten gegenüber Gläubigern im Berichtsgebiet 1) Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken 2) Bankeigene Bereitstellung inländischer Mittel 3) Wiederanlage zwischen Banken	626,4 175,7 165,3 285,4	-201,7 16,5 20,3 -238,5	100,8 101,8 54,7 -55,6	81,2 51,8 97,9 -68,4	6 131,4 1 294,9 1 331,2 3 505,3
C = Nicht zurechenbar	32,0	55,5	24,9	30,8	447,2
D = A + B + C = Internationale Bankverbindlichkeiten (brutto) insgesamt	750,4	-158,5	139,4	96,6	7 285,3
* Vorläufig.					

... aber kein Mangel an Kreditmitteln

Kreditvergabe weiterhin selektiv

Gegensätzliche Geschäftsentwicklung an einzelnen Finanzplätzen ...

Liquidität in Anspruch, um den geringeren Zufluß von Auslandseinlagen von Nichtbanken in den Industrieländern und den Abzug von Einlagen aus anderen Regionen auszugleichen. Zwar mag die Bonitätsrückstufung etlicher international tätiger Banken deren Attraktivität für Einleger beeinträchtigt haben, doch gab es keine Anzeichen für einen Mangel an Kreditmitteln. Die Bedingungen am Markt für Konsortialkredite, wo ein großer Teil der angekündigten Fazilitäten (\$ 221 Mrd.) Anschlußfinanzierungen oder vorsorgliche Kreditlinien darstellte, deuten sogar auf das Gegenteil hin. Der Wettbewerb um erste Adressen verstärkte sich, wodurch die Zinsmargen und Gebühren für diese Kreditnehmer sanken, und der Markt öffnete sich für neue Kunden. Trotz der reichlich vorhandenen Liquidität blieb die Kreditvergabe jedoch selektiv, was sich in einer stärkeren Kostendifferenzierung für die verschiedenen Kategorien von Kreditnehmern zeigt.

#### Geschäft nach Finanzplätzen und Nationalität der berichtenden Banken

Wie schon 1992 bestand ein markanter Gegensatz zwischen dem expandierenden Geschäft in Europa und einer rückläufigen Entwicklung in den USA und Japan. Der Rückgang der Forderungen in diesen beiden Ländern war darauf zurückzuführen, daß die japanischen Banken ihre internationalen Positionen weiter reduzierten. Während der Positionsabbau dieser Banken 1991/92 weitgehend einen echten Rückzug aus dem internationalen Interbankenmarkt darstellte, war er im vergangenen Jahr der Verringerung der Auslandspositionen zwischen verbundenen Niederlassungen zuzuschreiben. Am stärksten betroffen waren der japanische Offshore-Markt in Tokio und die Internationale Bankenfreizone in New York. Der Rückgang der Auslandsforderungen der

Auslandsgeschäft der Banken an einzelnen Finanzplätzen										
Sitzland der berichtenden Banken	Forderungen					Verbindlichkeiten				
	Veränderung, wechsellkursbereinigt				Stand Ende 1993*	Veränderung, wechsellkursbereinigt				Stand Ende 1993*
	1990	1991	1992	1993*		1990	1991	1992	1993*	
Milliarden US-Dollar										
Alle Länder	608,3	-54,7	189,9	274,7	6 464,9	646,8	-130,7	110,2	32,7	6 266,1
Großbritannien	86,1	-51,9	87,7	50,8	1 052,7	104,6	- 43,7	65,5	36,5	1 134,1
Japan	72,6	-35,9	-57,9	- 6,6	918,6	47,0	-127,9	-128,8	-38,8	688,4
USA	-28,2	6,8	-24,7	-17,1	542,7	-2,5	1,2	38,2	27,1	715,4
Frankreich	64,6	-14,5	75,0	64,9	514,6	88,1	18,7	23,6	11,4	492,0
Deutschland	72,5	10,2	6,1	95,1	446,0	46,8	12,3	50,4	43,1	301,4
Schweiz	45,8	- 6,5	6,0	-12,3	358,6	42,8	0,1	3,8	- 9,7	287,2
Niederlande	21,8	7,3	6,1	4,1	172,8	20,1	3,2	17,9	3,7	155,3
Spanien	9,4	8,3	25,4	55,6	116,9	17,9	9,9	14,8	9,1	87,7
Italien	2,4	4,5	4,2	13,6	113,5	6,7	25,0	31,4	-19,8	214,1
Karibische Zentren	65,8	4,0	-18,4	8,7	599,5	78,9	1,8	- 11,5	- 1,6	589,5
Asiatische Zentren	117,5	- 5,3	21,7	- 0,5	868,2	101,2	- 20,3	17,6	- 2,8	840,4
Übrige Länder	77,9	18,4	58,6	18,5	760,8	95,2	- 11,0	- 12,5	-25,4	760,5

\* Vorläufig.

Internationale Forderungen nach Nationalität der berichtenden Banken <sup>1</sup>										
Herkunftsland der berichtenden Banken	Forderungen insgesamt					darunter: an nichtverbundene Schuldner <sup>2</sup>				
	Veränderung zu jeweiligen Dollarkursen				Stand Ende 1993 <sup>3</sup>	Veränderung zu jeweiligen Dollarkursen				Stand Ende 1993 <sup>3</sup>
	1990	1991	1992	1993 <sup>3</sup>		1990	1991	1992	1993 <sup>3</sup>	
Milliarden US-Dollar										
Alle Länder	845,1	-104,7	- 77,1	217,7	6 260,0	590,2	- 59,0	- 16,9	202,2	4 546,4
Japan	152,9	-190,0	-256,3	5,5	1 683,4	81,4	-129,0	-142,1	29,8	1 105,7
Deutschland	163,9	29,6	44,6	103,2	786,6	127,0	15,0	25,8	57,5	595,3
USA	-15,4	- 2,3	7,5	37,0	693,4	-25,5	19,8	27,6	36,8	349,9
Frankreich	122,3	- 10,5	89,4	33,2	688,4	83,0	- 21,1	79,1	34,5	560,1
Schweiz	34,8	14,2	- 3,1	-10,2	386,6	23,8	8,9	- 9,8	4,4	278,7
Italien	73,5	21,7	9,5	-32,0	374,5	64,6	14,7	- 2,6	-29,0	322,6
Großbritannien	25,2	- 12,4	16,1	38,4	332,2	25,3	- 10,5	18,6	31,0	285,1
Niederlande	42,2	15,8	5,2	8,5	212,9	31,2	15,6	0,9	- 2,5	166,6
Nordische Länder <sup>4</sup>	71,8	- 3,2	- 50,0	-38,1	187,5	56,5	- 8,6	- 50,2	-28,0	136,3
Übrige Länder	174,0	32,5	59,9	72,3	914,4	123,0	36,3	35,7	67,7	746,2

<sup>1</sup> Auslandsforderungen in allen Währungen zuzüglich Inlandsforderungen in Fremdwährung der Banken in folgenden Ländern: Belgien, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Großbritannien, Irland, Italien, Japan, Kanada, Luxemburg, Niederlande, Norwegen (erst seit 1992), Österreich, Schweden, Schweiz, Spanien und USA (nur Auslandsforderungen in US-Dollar); Angaben über die US-Banken enthalten auch die Auslandsforderungen der Filialen von US-Banken auf den Bahamas, den Kaimaninseln, in Panama, Hongkong und Singapur. <sup>2</sup> Nichtverbundene Banken, Nichtbanken und Währungsbehörden. <sup>3</sup> Vorläufig. <sup>4</sup> Dänemark, Finnland, Norwegen (erst seit 1992) und Schweden.

Tochtergesellschaften japanischer Banken in den USA war sogar stärker als der Rückgang der Auslandsforderungen der Banken in den USA insgesamt.

Faßt man die internationalen Forderungen der einzelnen Nationalitätengruppen von Banken für alle berichtenden Länder zusammen, so verwandelt sich der für japanische Banken gemeldete geringfügige Anstieg zu jeweiligen Dollarkursen nach Ausklammerung der Wechselkurseffekte in einen Rückgang von rund \$ 50 Mrd., nach einer Verringerung um insgesamt \$ 400 Mrd. (oder 20%) in den beiden Jahren zuvor. Hingegen erhielt das internationale Geschäft der US-Banken Auftrieb durch eine Verbesserung ihrer Bonität, die in einer Reihe von Höherstufungen durch die Rating-Agenturen zum Ausdruck kam, sowie durch ihre starke Stellung im Emissionsgeschäft und im Handel. Insbesondere das Geschäft der Londoner Tochtergesellschaften und die direkte Kreditvergabe an Nichtbanken expandierten.

Das internationale Geschäft der europäischen Banken war von Land zu Land sehr unterschiedlich. Während die meisten EU-Banken ihre internationalen Forderungen erheblich ausweiteten, reduzierten die Banken aus einigen anderen Ländern ihre Marktpräsenz drastisch. Die nordischen Banken waren nach wie vor durch Problemkredite belastet und verzeichneten, wie auch die italienischen Banken, nach den Währungsturbulenzen von 1992 Tilgungen von Fremdwährungskrediten durch Gebietsansässige. Bei den Schweizer Banken war der Rückgang ausschließlich einer Abnahme des traditionellen Treuhandgeschäfts zuzuschreiben, während die direkte Kreditvergabe an den Nichtbankensektor sehr lebhaft war. Selbst bei den Banken, deren Auslandsgeschäft zunahm, zeigte sich tendenziell ein Abbau der Kontoguthaben zwischen verbundenen Nieder-

... und bei Banken unterschiedlicher Nationalität

lassungen, deren Anteil an den gesamten gemeldeten internationalen Forderungen um einen weiteren Prozentpunkt auf 27% sank.

#### Entwicklung nach Währungen

In Europa große Devisenströme infolge der EWS-Krise ...

Die Anfang und Mitte 1993 erneut auftretenden Spannungen im EWS-Wechselkursmechanismus führten dazu, daß die Banken in Frankreich, Spanien, Italien und Dänemark in beträchtlichem Ausmaß Auslandskredite in Landeswährung vergaben, um die Nachfrage nach den betreffenden Währungen für Absicherungsgeschäfte oder für spekulative Zwecke zu befriedigen. Da die Mittel oft über die Euromärkte geleitet wurden, ehe sie ihren endgültigen Empfänger erreichten, vervielfachten sich die erfaßten Transaktionen. Während die Abflüsse in Frankreich mehr oder weniger gleich groß waren wie 1992, erreichten sie in den drei anderen Ländern ein Rekordvolumen.

... florierender Wertpapiergeschäfte und Steueränderungen im Inland

Überdies war das florierende Wertpapiergeschäft in Europa mit großen Mittelströmen bei den Banken verbunden. Insbesondere führten die Käufe deutscher Anleihen durch Ausländer zu einer entsprechenden Ausfuhr von DM-Mitteln durch die Banken in Deutschland. Diese Exporte konzentrierten sich weitgehend auf das vierte Quartal, als die Ankündigung einer Änderung der Quellensteuer auf Zinseinkünfte deutsche Anleger veranlaßte, ihre Anteile an ausländischen Investmentfonds teilweise zu liquidieren. Das Ausbleiben dieser Mittel veranlaßte wiederum die Banken am Euromarkt, sich bei Banken in Deutschland zu refinanzieren. Ferner war gegen Jahresende keine Rückführung der Mittel erkennbar, die während des Höhepunkts der Spannungen im EWS-Wechselkursmechanismus über die Kreditinstitute in Frankreich, Spanien und Italien netto exportiert worden waren; das läßt darauf schließen, daß noch andere Faktoren eine Rolle spielten. Möglicherweise diente die Kreditaufnahme zum Teil der Absicherung von bestehenden Haussepositionen, und die Wertpapierhändler finanzierten – solange die langfristigen Zinssätze sanken – ihre

Währung	Landeswährung				Stand Ende 1993 <sup>2</sup>	Fremdwährung				Stand Ende 1993 <sup>2</sup>
	Veränderung, wechselkursbereinigt					Veränderung, wechselkursbereinigt				
	1990	1991	1992	1993 <sup>2</sup>		1990	1991	1992	1993 <sup>2</sup>	
Milliarden US-Dollar										
Alle Währungen	48,7	20,8	7,3	186,0	1 728,1	376,3	-74,2	179,3	80,5	3 269,2
US-Dollar	-23,4	1,6	-18,4	-13,0	482,5	162,9	-78,0	78,5	3,9	1 723,4
D-Mark	29,6	- 6,4	-16,0	75,5	265,3	36,9	-10,5	75,6	36,2	497,6
ECU						21,3	15,8	12,3	5,7	162,0
Yen	19,9	20,8	-28,5	- 4,0	486,5	22,8	-43,6	-43,8	-18,8	143,7
Französischer Franc	8,9	5,5	49,5	41,3	145,0	28,9	14,0	6,9	20,2	117,8
Schweizer Franken	10,4	- 8,2	- 8,5	- 0,4	86,2	9,0	1,1	4,2	-18,0	113,8
Pfund Sterling	9,0	-10,0	24,0	15,0	99,3	25,1	-18,7	12,9	- 8,3	98,2
Italienische Lira	- 7,4	3,3	2,8	17,7	25,9	27,0	20,1	8,5	30,0	94,1
Peseta	0,2	1,7	10,6	36,2	45,2	..	..	..	..	..
Sonstige	1,5	12,6	- 8,1	17,8	92,3	42,5	25,7	24,2	29,7	318,6

<sup>1</sup> Nur Banken in den berichtenden Industrieländern. <sup>2</sup> Vorläufig.

Wertpapierkäufe mit kurzfristigen Bankkrediten. Zur Zeit ist noch kein direkter statistischer Beweis möglich, doch gibt es deutliche Anhaltspunkte dafür, daß die Bankkreditvergabe gegen Wertpapiere als Instrument des Liquiditätsmanagements in Europa rasch an Bedeutung gewinnt.

#### Das Geschäft mit Nichtbanken im Berichtsgebiet

Auf der Passivseite wurde das Auslandsgeschäft der Banken mit Nichtbanken im Berichtsgebiet im Berichtszeitraum in erster Linie durch die neuen Einlagen von deutschen Anlegern in Höhe von \$ 12,5 Mrd. geprägt. Der Hauptgrund war wahrscheinlich die Umgehung der im Januar 1993 eingeführten deutschen Quellensteuer, obwohl es nicht möglich ist, den vollen Umfang dieser Mittelströme

Erhebliche  
DM-Exporte  
deutscher  
Nichtbanken

Geschäft der Banken mit Nichtbanken in den Ländern der Zehnergruppe										
(Wohn-)Sitzland der Nichtbank- kunden	Veränderung, wechsellkursbereinigt								Stand Ende 1993	
	Auslandspositionen <sup>1</sup>				Nachrichtlich: Inländische Bankkredite und Geldmenge <sup>2</sup>				Auslands- posi- tionen <sup>1,3</sup>	Nachricht- lich: Inländische Bank- kredite und Geld- menge <sup>2</sup>
	1990	1991	1992	1993 <sup>3</sup>	1990	1991	1992	1993		
Milliarden US-Dollar										
Forderungen insgesamt	193,0	84,2	112,2	141,8	823,6	593,0	702,5	632,5	1 183,0	17 173,5
Japan	63,7	44,1	12,3	13,4	351,5	133,7	147,0	42,8	283,3	5 803,1
USA	50,1	5,6	29,7	38,1	- 12,5	13,0	111,1	194,6	344,1	4 652,0
Deutschland	2,5	9,5	35,0	34,7	141,7	174,9	191,5	199,0	150,2	2 213,2
Frankreich	5,6	2,2	6,6	12,0	153,9	85,0	84,7	65,9	46,4	1 615,1
Großbritannien	10,8	5,6	1,7	36,2	62,6	41,8	37,7	35,4	94,5	946,6
Italien	23,3	8,0	9,2	7,1	51,0	64,2	70,1	11,1	84,6	496,9
Schweiz	4,5	- 1,3	1,8	- 0,4	22,5	17,1	11,3	17,3	23,7	411,4
Kanada	8,3	3,4	3,1	3,5	21,8	30,8	23,6	47,7	43,0	340,0
Niederlande	15,8	4,7	- 1,9	1,4	17,4	13,3	12,4	9,5	56,3	314,5
Belgien	3,4	0,9	- 0,4	1,0	14,0	8,2	18,1	13,7 <sup>4</sup>	28,6	296,6 <sup>5</sup>
Schweden	4,9	1,5	15,2	- 5,2	- 0,4	10,9	- 5,1	- 4,6	28,3	83,9
Verbindlichkeiten insgesamt	108,5	4,0	45,3	28,4	659,0	412,8	273,1	433,3	766,6	13 448,1
Japan	- 2,0	- 5,7	- 0,2	- 2,8	241,4	90,9	- 4,4	102,9	18,3	4 708,5
USA	22,1	- 12,1	- 9,2	- 3,6	58,8	56,4	6,3	46,1	252,5	4 244,3
Deutschland	28,8	11,7	30,8	12,5	67,8	79,4	104,6	145,7	165,5	1 098,9
Frankreich	12,3	- 0,1	6,9	- 1,6	78,3	23,2	50,0	- 14,7	43,0	892,6
Großbritannien	14,3	3,9	- 2,1	8,0	89,9	47,8	30,9	44,8	69,7	811,5
Italien	7,3	3,2	5,4	0,4	58,3	67,0	25,4	37,5	36,9	574,8
Schweiz	10,6	1,3	1,6	- 2,2	8,1	8,0	6,7	17,8	53,6	283,4
Kanada	6,2	- 3,6	- 1,7	- 1,5	23,2	14,5	19,3	8,8	11,0	310,3
Niederlande	1,6	4,7	8,9	12,6	14,8	11,9	15,0	17,8	71,0	241,4
Belgien	7,5	0,0	5,8	5,4	7,0	9,1	18,7	23,4	40,7	196,9
Schweden	- 0,1	0,6	- 0,8	1,4	11,5	4,6	0,5	3,2	4,4	85,5

<sup>1</sup> In den Angaben für Belgien sind auch die Positionen gegenüber Luxemburg enthalten. <sup>2</sup> Japan: M2 + CD; Großbritannien: M4; übrige Länder: M3. <sup>3</sup> Vorläufig. <sup>4</sup> Januar bis September 1993. <sup>5</sup> Ende September 1993.

abzuschätzen, da noch die Daten aus Luxemburg fehlen. Gleichzeitig erhielten die Banken in Deutschland von Nichtbanken aus den Niederlanden Einlagen in Höhe von \$ 9,6 Mrd.; es handelte sich dabei vermutlich um die Wiederanlage von Mitteln, die von Finanzierungsgesellschaften aus diesem Land mittels Wertpapieremissionen aufgenommen worden waren. Die einzige andere bedeutende Gruppe von Nichtbankeinlegern umfaßte Anleger in Großbritannien und in Belgien/Luxemburg, worin die Rolle dieser Länder am Euromarkt für Bankkredite und Wertpapiere zum Ausdruck kommt. In den übrigen Ländern der Zehnergruppe war die Stagnation der Auslandseinlagen von Nichtbanken entweder einer Schwäche des Inlandsmarktes zuzuschreiben (z. B. in Japan oder Frankreich) oder einer Abkehr von Eurodollareinlagen hin zu anderen Anlageformen (in den USA wegen der steilen Renditenstrukturkurve).

Auf der Aktivseite war eine beträchtliche Zunahme der Auslandsforderungen gegenüber Nichtbanken in den USA, Großbritannien und Deutschland zu verzeichnen. Mit Ausnahme der Geschäfte mit Kreditnehmern in Großbritannien, die durch die Rolle Londons als Eurowährungsmarkt aufgebläht werden, lauteten die neuen Kredite ganz überwiegend auf die Währung der Kreditnehmer und machten einen erheblichen Anteil des Wachstums der entsprechenden inländischen Kreditaggregate aus. Der Anstieg der Bankforderungen war weitgehend den eigenen Wertpapierkäufen der Banken zuzuschreiben sowie – vor allem im Falle der USA – einer verbesserten Situation bei den nicht der Anschlußfinanzierung dienenden Konsortialkrediten. Zur Expansion trugen auch kreislaufartige Transaktionen kurzfristiger Mittel über den Euromarkt bei, die durchgeführt wurden, um nationale Vorschriften oder Steuern zu umgehen.

Expandierende Auslandsforderungen wegen eigener Wertpapierkäufe der Banken

#### *Das Geschäft mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets*

Da sich die Banken mit der Kreditvergabe an eine Reihe von Ländern nach wie vor zurückhielten und gleichzeitig die Kreditnehmer leichteren Zugang zu den Anleihe- und Aktienmärkten fanden, war das Kreditgeschäft der Banken mit den Ländern außerhalb des Berichtsgebiets insgesamt gedämpft. Die Verlagerung zu anderen Finanzierungsformen war in Lateinamerika am ausgeprägtesten, aber auch in Asien zu beobachten. Dagegen war der Rückgang des Kreditengagements in Osteuropa und dem Nahen Osten hauptsächlich der vorsichtigen Haltung der Banken zuzuschreiben. Bei den Ländern des Nahen Ostens waren überdies Einlagenabzüge in großem Umfang zu verzeichnen, die auf die geringen Öleinnahmen und hohen Leistungsbilanz- und Haushaltsdefizite der OPEC-Länder sowie im Falle Irans auf Schwierigkeiten beim Schuldendienst zurückzuführen waren.

Gedämpfte Kreditvergabe an Länder außerhalb des Berichtsgebiets ...

Die asiatischen Länder waren im vergangenen Jahr erneut die wichtigste Gruppe von Kreditnehmern bei den berichtenden Banken, da sie allgemein als kreditwürdig galten und ihre Wirtschaft sich sehr gut entwickelte. Die Bankfinanzierungen wurden weiterhin meistens im Interbankverkehr abgewickelt, wobei hohe inländische Zinssätze dem Kreditgeschäft der berichtenden Banken mit Malaysia, Thailand und, in geringerem Ausmaß, Taiwan Auftrieb gaben. Dagegen tätigte Indien Nettorückzahlungen, und die Kreditvergabe an Südkorea verlangsamte sich, da starke Zuflüsse in anderen Bereichen der Kapitalverkehrsbilanz in beiden Ländern die Tilgung staatlicher Schulden erleichterten. In

... aber Interbankgeschäft mit Asien nach wie vor bedeutend ...

Geschäft der Banken mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets								
Position der Banken gegenüber	Veränderung, wechsellkursbereinigt						Stand Ende 1993 <sup>1</sup>	
	Forderungen			Verbindlichkeiten			Forde- rungen	Verbind- lichkeiten
	1991	1992	1993 <sup>1</sup>	1991	1992	1993 <sup>1</sup>		
Milliarden US-Dollar								
Länder außerhalb des Berichtsgebiets insgesamt	8,1	66,2	17,2	-12,3	13,7	-15,4	829,3	706,7
Entwickelte Länder	0,4	7,0	3,1	- 3,5	11,2	7,3	156,6	118,1
Osteuropa	-1,5	3,9	-4,1	1,3	9,7	2,4	88,2	32,4
darunter: Ehemalige Sowjetunion	1,3	5,9	-1,8	0,3	5,8	2,3	55,1	16,3
Entwicklungsländer <sup>2</sup>	9,2	55,3	18,2	-10,1	-7,3	-25,0	584,5	556,2
Lateinamerika <sup>3</sup>	-0,8	14,8	5,9	- 2,3	-2,1	- 4,1	230,6	135,9
China	5,7	6,2	5,5	6,2	1,8	0,5	48,2	49,6
Übriges Asien	16,6	19,4	14,6	- 1,9	-3,1	- 0,7	189,9	141,0
Afrika	-3,6	-1,2	-2,2	0,2	2,6	0,4	39,8	36,5
Naher Osten	-8,7	16,1	-5,6	-12,4	-6,5	-21,1	76,0	193,2

<sup>1</sup> Vorläufig. <sup>2</sup> Einschl. OPEC-Länder. <sup>3</sup> Einschl. jener Länder im karibischen Raum, die nicht als Offshore-Bankenplatz gelten.

Indonesien war die Lockerung der Geldpolitik eine der Ursachen für den Rückgang der Interbankzuflüsse. Trotz Bemühungen der Behörden, das Tempo des Wirtschaftswachstums zu mäßigen, waren die Neukredite an China nur unwesentlich niedriger als im Rekordjahr 1992. Mit Ausnahme Malaysias, das einen bedeutenden Anstieg seiner Einlagen (\$ 6,9 Mrd.) verzeichnete, stand den asiatischen Ländern vergebenen internationalen Bankkrediten keine nennenswerte Erhöhung der Einlagen dieser Länder bei den berichtenden Banken gegenüber. Neben der Verwendung der Mittel zur Rückzahlung staatlicher Schulden und zur Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten können hierfür drei mögliche Erklärungen genannt werden. Die erste ist die größere Attraktivität von Finanzanlagen in der Region selbst, zu der nationale Deregulierungsmaßnahmen beigetragen haben. Die zweite, die teilweise mit der ersten zusammenhängt, ist die Entwicklung lokaler und regionaler Finanzplätze, durch die sich die Nachfrage nach Geldanlagen über das internationale Bankensystem verringert hat. Die dritte ist die Währungsreservepolitik mancher Länder, wobei eine Änderung der Anlagestrategie ein möglicher Grund für die Einlagenabzüge einiger Länder ist.

In Lateinamerika wurde das Kreditgeschäft durch die Verlagerung zur Kreditaufnahme mittels Wertpapierbehebungen und durch die anhaltende Zurückhaltung der berichtenden Banken bei der Kreditvergabe – außer im Falle von kurzfristigen Handelskrediten – gebremst, was zu einer weiteren Zunahme des Anteils der Fristigkeiten bis zu einem Jahr führte (auf durchschnittlich über 50% bis Ende Juni 1993, dem letzten Datum, für das eine solche Aufschlüsselung verfügbar ist). Gleichzeitig repatriierten private Investoren in diesen Ländern weiter Mittel, die sie bei den berichtenden Banken angelegt hatten. Diese Rückführungen überstiegen (außer im Falle Chiles und Mexikos) in der Regel die Neuanlage von Fremdwährungsmitteln bei den Banken. Die Forderungen an

... ebenso wie kurzfristige Kredite an Lateinamerika

Mexiko (\$ 3,8 Mrd.) und Brasilien (\$ 2,4 Mrd.) erhöhten sich beträchtlich; diese Zunahme ist aber ausschließlich auf kurzfristige Interbanklinien sowie – im Fall Brasiliens – auf neue Zinsrückstände zurückzuführen (Brasilien unterzeichnete im April 1994 eine Umschuldungsvereinbarung mit seinen Gläubigerbanken). Dagegen verringerten sich die Forderungen der Banken an Argentinien infolge der im Dezember 1992 unterzeichneten Vereinbarung zur Schuldenreduzierung um \$ 1,4 Mrd.

In Osteuropa konnten Ungarn und die Tschechische Republik dank beträchtlicher Direktinvestitionen und Portfolioanlagen einen Teil ihrer Schulden bei den internationalen Banken zurückzahlen. Das Kreditengagement der Banken gegenüber anderen osteuropäischen Ländern wurde durch Abschreibungen reduziert, wengleich dieser Effekt durch größere Zinsrückstände Polens und der ehemaligen Sowjetunion sowie neue staatlich garantierte Kredite an Rußland teilweise wieder ausgeglichen wurde. Die Rückführung von Auslandseinlagen polnischer Nichtbanken leistete einen Beitrag zur Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits in Polen. Dagegen stockten Einleger aus der ehemaligen Sowjetunion ihre Auslandsaktiva auf.

Rekordkreditvergabe an die Türkei

Was die übrigen Länder außerhalb des Berichtsgebiets betrifft, so tilgten australische und südafrikanische Schuldner 1993 Bankkredite, während die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber türkischen Schuldern um \$ 5 Mrd. anstiegen. Obwohl die Türkei im vergangenen Jahr in erheblichem Umfang Euroanleihen emittierte, förderte die Diskrepanz zwischen dem inländischen Zinsniveau und dem Ausmaß der Währungsabwertung den Zustrom kurzfristiger Bankmittel, bis sich die Abwertung im März dieses Jahres beschleunigte. Der Anstieg der Forderungen gegenüber Portugal entsprach nur der Hälfte der Neueinlagen in Höhe von \$ 5 Mrd., die bei den berichtenden Banken eingingen. Nachdem Anfang 1993 die noch verbliebenen Kapitalverkehrskontrollen aufgehoben worden waren, äußerte sich der erneute Druck auf den Escudo im vergangenen Jahr vor allem in Kapitalabflüssen im Interbankverkehr.

## Der Wertpapiermarkt

### *Der Markt für kurz- und mittelfristige Notes*

Umfangreiche Mittelbereitstellung mit Euro-Note-Programmen

Mit Neuankündigungen in Höhe von \$ 117 Mrd. während des Jahres stieg der Gesamtbetrag der bis Ende 1993 aufgelegten Euro-Note-Programme auf über \$ 780 Mrd. Gleichzeitig erreichten die Inanspruchnahmen bestehender Fazilitäten im Jahr 1993 den Rekordbetrag von \$ 73 Mrd. Sie waren damit fast doppelt so hoch wie 1992, so daß der Notes-Umlauf Ende des Jahres \$ 256 Mrd. betrug. Der Nettoabsatz entfiel ausschließlich auf mittelfristige Euronotes (EMTN), von denen 60% auf andere Währungen als den US-Dollar lauteten. Dagegen verzeichnete der Markt für kurzfristige Notes einschließlich Euro-Commercial Paper (ECP) erstmals Nettotilgungen. Die kräftige Zunahme der EMTN führte dazu, daß der Umlauf dieser Instrumente jenen der ECP Ende 1993 um über 80% überstieg.

EMTN-Umlauf übersteigt ECP-Umlauf

Am Markt für kurzfristige Euronotes verringerte sich der Umlauf, während sich das Volumen der Neuankündigungen etwas vergrößerte, was mit vorsorglichen Vereinbarungen und der Erweiterung bestehender Programme durch eine

## Emissionstätigkeit an den inländischen und internationalen Märkten für kurz- und mittelfristige Notes

Marktsegment/ Währung	Nettoabsatz <sup>1</sup>								Umlauf Ende 1993	
	Inländisch <sup>2</sup>				International <sup>3</sup>				Inlän- disch <sup>2</sup>	Inter- national <sup>3</sup>
	1990	1991	1992	1993	1990	1991	1992	1993		
Milliarden US-Dollar										
Kurzfristige Notes <sup>4</sup>	96,1	-43,1	18,8	-11,4	18,9	16,5	12,1	-5,4	782,6	109,2
US-Dollar	35,9	-29,7	17,0	8,6	10,6	10,2	14,6	-7,3	553,8	86,8
Yen	20,1	-26,9	-1,6	-10,3	0,5	-0,3	-0,2	-0,4	98,8	0,2
Französischer Franc	12,0	5,3	-3,5	-7,6	0,0	0,0	0,2	-0,3	38,5	0,0
Peseta	16,7	2,2	5,4	-4,7	0,0	0,1	0,2	-0,3	18,9	0,0
Kanadischer Dollar	-0,2	0,0	-2,4	1,2	0,0	0,1	0,1	0,4	17,3	0,5
Pfund Sterling	0,6	-0,2	0,2	2,3	1,4	0,3	0,0	2,5	8,0	4,2
D-Mark	0,0	5,4	5,1	-2,7	0,0	1,2	2,5	-0,7	6,8	2,8
Übrige <sup>5</sup>	11,1	0,7	-1,4	1,7	6,4	5,0	-5,4	0,6	40,6	14,7
Mittelfristige Notes	24,7	43,6	93,7	62,9	14,2	18,4	28,3	78,1	296,7	146,6
US-Dollar	24,0	42,4	34,4	33,6	6,4	7,0	11,2	31,1	210,4	63,9
Französischer Franc	0,0	0,0	55,9	22,3	0,0	0,2	0,5	2,4	74,5	3,0
Pfund Sterling	0,7	1,2	3,4	7,0	0,4	1,4	2,8	6,2	11,8	10,2
Übrige <sup>5</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	7,4	9,9	13,8	38,4	0,0	69,6

<sup>1</sup> Veränderung des Umlaufs zu konstanten Wechselkursen. <sup>2</sup> Emissionen Gebietsansässiger und Gebietsfremder in Landeswährung am Inlandmarkt; nur OECD-Länder ohne Island und Türkei. <sup>3</sup> Emissionen Gebietsansässiger und Gebietsfremder in Fremdwährung. <sup>4</sup> Daten zu inländischen Emissionen: nur Commercial Paper; Daten zu internationalen Emissionen: Euro-Commercial Paper und sonstige kurzfristige Euronotes. <sup>5</sup> Einschl. ECU.

Quellen: Euroclear; nationale Stellen; BIZ.

Reihe von erstklassigen Kreditnehmern zu erklären sein dürfte. Der Rückgang des Umlaufs war weitgehend auf eine Abkehr der internationalen Banken von der Emission von Einlagenzertifikaten zugunsten längerfristiger Finanzierungen, insbesondere zinsvariabler Notes (FRN), zurückzuführen.

Das Geschäft am EMTN-Markt wurde durch die Präferenz der Anleger für längerfristige Titel, die Erweiterung der zur Wahl stehenden Währungen und Fristigkeiten sowie die Entwicklung von besonderen Ausstattungsmerkmalen stimuliert. Insbesondere war eine Verlagerung von den Plazierungen ohne Übernahmeverpflichtung zu den Emissionen mit Übernahmeverpflichtung festzustellen, was die Aufbringung beträchtlicher Mittel in kurzer Zeit erleichtert. Eine Reihe von Emissionen – in den letzten Quartalen laut einigen Marktinformationen mehr als die Hälfte – waren mit derivativen Instrumenten verknüpft („strukturiert“), so daß die Emittenten und die Anleger das ursprüngliche Risiko-/Ertragsprofil entsprechend ihren eigenen Erwartungen und Präferenzen verändern konnten. Die Lockerung von Emissionsvorschriften in mehreren OECD-Ländern förderte die Expansion des Marktes ebenfalls. Seit Juli 1993 können japanische Firmen den EMTN-Markt direkt in Anspruch nehmen, und die Antrags- und Meldevorschriften wurden vereinfacht. Auch in anderen Ländern wurden verschiedene deregulierende Maßnahmen ergriffen (in Frankreich, Italien und der Schweiz) oder vorgeschlagen (in Großbritannien), um die Verwendung von Landeswährungen in EMTN-Programmen zu erleichtern.

Wachsende Beliebtheit von Emissionen mit Übernahmeverpflichtung ...

... „strukturierten“ Notes ...

... und Multiwährungs-Notes

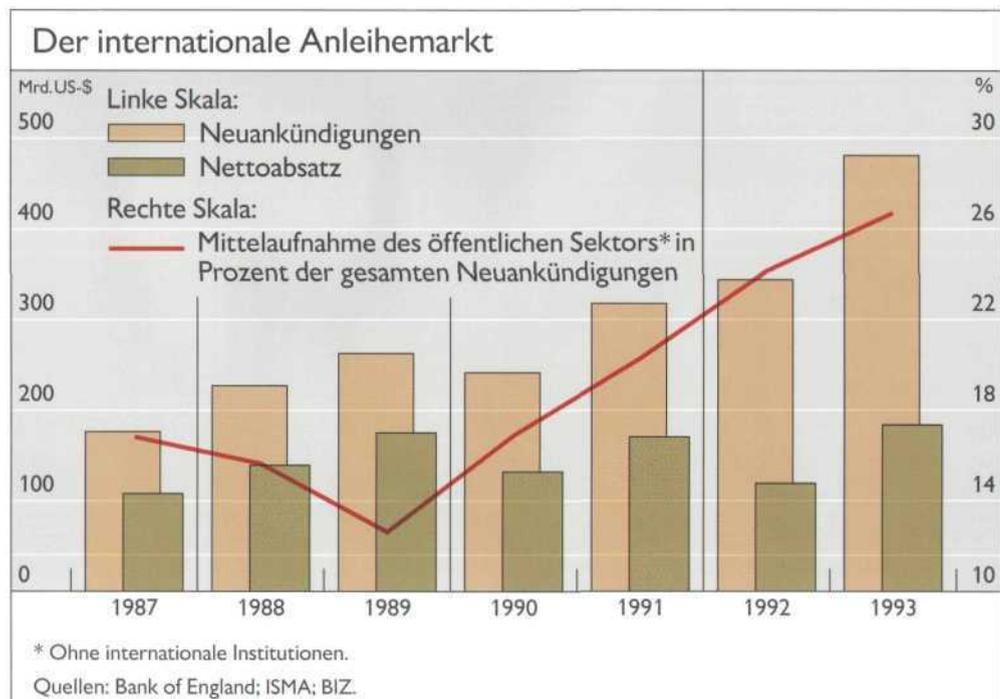
Multiwährungs-Notes sind in den EMTN-Programmen die Regel geworden, wodurch sich deren Wettbewerbsfähigkeit gegenüber anderen Finanzierungsformen erhöhte. Im vergangenen Jahr entfielen 30% des gesamten Wachstums des internationalen Anleihen- und Notes-Umlaufs auf EMTN, und dies entsprach mehr als dem Doppelten der auf Dollar lautenden neuen mittelfristigen Notes in den USA. Seit ihrer Einführung im Jahr 1986 haben sich die EMTN von einem Finanzierungsinstrument, das die Fristigkeitslücke zwischen kurzfristigen Euronotes und Euroanleihen schließen soll, zu einem allgemein verbreiteten Instrument entwickelt, das ein hohes Maß an Flexibilität (hinsichtlich Währung, Fristigkeit, Umfang und Ausgestaltung) zu sehr wettbewerbsfähigen Bedingungen bietet (da die Mittel auf der Grundlage der ursprünglichen rechtlichen Vorkehrungen und derselben Dokumentation in Anspruch genommen werden können). Besorgnis ist allerdings hinsichtlich der Liquidität der strukturierten Titel geäußert worden, die im Rahmen solcher Fazilitäten begeben werden. Um dieser Besorgnis Rechnung zu tragen, unternahm die Weltbank kürzlich einen entscheidenden Schritt mit der Einführung eines globalen Multiwährungs-Notes-Programms, das eine ständige Rücknahmeverpflichtung einschließt.

Flexibilität aber möglicherweise auf Kosten der Liquidität

#### Der internationale Anleihemarkt

Rekordhöhe bei Brutto- und Nettoabsatz internationaler Anleihen

Die Neuankündigungen am internationalen Anleihemarkt schnellten auf den Rekordbetrag von \$ 481 Mrd., was einem Anstieg von 40% gegenüber 1992 entspricht. Die Mittelnachfrage wurde gefördert durch sinkende Anleihenrenditen, große und weiter wachsende Haushaltsdefizite in vielen OECD-Ländern und die in mehreren Ländern bestehende Notwendigkeit einer Aufstockung der Währungsreserven. Die Nachfrage der Finanzinstitute nach Finanzmitteln für Firmenkunden sowie die beträchtlichen Mittelaufnahmen von Entwicklungsländern trugen ebenfalls zum Boom des Bruttoabsatzes bei. Nach Abzug der



Tilgungen und Rückkäufe lag der Nettoabsatz mit \$ 184 Mrd. geringfügig über dem bisherigen Höchststand von 1989. Diese Expansion ergab sich trotz der stärkeren Konkurrenz durch andere Märkte (z. B. inländische Wertpapieremissionen und EMTN).

Der Markt war geprägt von einem zunehmenden Gegensatz zwischen großen, liquiden Emissionen und maßgeschneiderten Produkten. Einerseits gewannen die Globalanleihen – Namensschuldverschreibungen, die gleichzeitig an inländischen und internationalen Märkten aufgelegt werden – an Bedeutung. Sie wiesen während des Jahres einen Absatz von insgesamt \$ 29 Mrd. und Ende 1993 einen Umlauf von \$ 59 Mrd. auf. Die Globalanleihen umfassen jetzt eine breite Palette von Währungen (seit dem letzten Jahr erstmals auch die D-Mark), Fristigkeiten (bis zu 40 Jahren), Emissionsvolumina und Schuldnerkategorien. Andererseits war eine starke Ausbreitung von etwas weniger liquiden maßgeschneiderten oder „Nischen“-Produkten zu beobachten. Ein Beispiel dafür ist die Entwicklung des „Drachen“-Anleihemarktes für Emissionen in Asien, mit dem die finanziellen Ressourcen der rasch wachsenden asiatischen Volkswirtschaften genutzt werden sollen. Ein anderes Beispiel ist die zunehmende Anzahl von strukturierten Instrumenten wie FRN mit Zinsobergrenzen („Caps“) oder Zinsober- und Zinsuntergrenzen („Collars“). Gemeinsam mit der Erwartung, daß die Zinssätze im Dollarsektor nach dem Sommer anziehen würden, und der starken Mittelnachfrage von Finanzinstituten gab diese Entwicklung den FRN-Emissionen im vergangenen Jahr starken Auftrieb. Ein Zuwachs war ferner bei den Euro-Wandelanleihen von asiatischen Emittenten außerhalb Japans festzustellen, womit diese auf die kräftige Entwicklung der lokalen Aktienmärkte reagierten.

Zunehmender Gegensatz zwischen großen liquiden Begehungen und maßgeschneiderten Produkten

Art und Währungsstruktur internationaler Anleiheemissionen									
Marktsegment/Währung	Neuankündigungen*				Nettoabsatz*				Umlauf Ende 1993
	1990	1991	1992	1993	1990	1991	1992	1993	
Milliarden US-Dollar									
Emissionen insgesamt	241,7	317,6	343,8	481,1	132,1	170,5	119,3	183,8	1 849,8
Klassische festverzinsliche Emissionen	166,2	256,2	276,7	373,1	80,8	142,0	115,3	193,7	1 389,9
darunter: US-Dollar	52,2	75,0	90,9	113,1	16,0	27,9	41,2	63,8	455,1
Yen	30,2	39,1	39,6	49,2	24,8	20,7	3,6	14,3	233,6
D-Mark	7,3	12,2	29,2	50,2	1,3	4,8	17,1	27,0	142,0
Zinsvariable Notes	42,5	19,0	42,9	68,5	28,2	3,5	23,7	44,7	263,3
darunter: US-Dollar	15,0	4,4	25,1	43,0	7,6	-5,1	14,8	31,7	157,1
Pfund Sterling	10,8	7,6	5,4	8,6	6,9	4,6	3,0	3,5	44,3
D-Mark	8,2	2,8	3,5	3,9	7,3	2,7	1,9	2,7	25,2
Eigenkapitalbezogene Emissionen	33,1	42,4	24,2	39,6	23,1	25,0	-19,8	-54,6	196,7
darunter: US-Dollar	19,5	24,9	12,9	19,5	15,9	15,1	-20,0	-54,8	110,0
Schweizer Franken	8,2	7,0	5,3	9,8	4,1	2,3	- 2,8	- 3,6	43,8
D-Mark	1,9	4,7	2,1	2,3	0,7	3,7	1,5	- 2,0	16,9

\* Transaktionen zu jeweiligen Wechselkursen.  
Quellen: Bank of England; ISMA; BIZ.

Geschäft gefördert durch Deregulierung ...

Die weitere Deregulierung der Emission von inländischen Anleihen und Eurobonds wirkte sich auch auf das Geschäft am internationalen Anleihemarkt aus. In Japan kündigte das Finanzministerium eine Reihe von Maßnahmen an. So dürfen die ausländischen Töchter japanischer Banken nun Euro-Yen-Anleihen selbst übernehmen; ferner wurden die Rating-Anforderungen für Emissionen auf dem Inlandsmarkt sowie weitere Beschränkungen für inländische japanische Emissionen gelockert und die Anmeldefristen für Euro-Yen-Emissionen japanischer Unternehmen verkürzt, und die Wartefrist von 90 Tagen beim Erwerb von Euro-Yen-Anleihen ausländischer Staaten und internationaler Organisationen durch japanische Anleger wurde mit Wirkung vom 1. Januar 1994 abgeschafft. Die schweizerischen Behörden lockerten ebenfalls die Vorschriften für ausländische Emissionen in Schweizer Franken. Seit dem 1. April 1993 verlangen sie nur noch, daß der Konsortialführer seinen Sitz in der Schweiz oder in Liechtenstein hat, und sie schafften die Stempelsteuer ab. Im Juni ließen die italienischen Behörden ausländische Banken als Konsortialführer zu und stellten sie beim Handel mit Euro-Lira-Papieren den italienischen Banken gleich. Später wurden auch die Beschränkungen bei Euro-Lira-Emissionen gelockert. Am Markt für Anleihen in französischen Francs trat am 1. Januar 1994 nach einer Reihe von anderen Deregulierungsmaßnahmen die Abschaffung der Mehrwertsteuer auf die Emissionsgebühren in Kraft.

... und Finanzierungsbedarf der öffentlichen Hand

Was die Marktstruktur anbelangt, so verstärkte der wachsende Finanzierungsbedarf der öffentlichen Hand die Notwendigkeit, die inländischen Primär- und Sekundärmärkte für Schuldtitel effizienter zu gestalten. Bei dieser Umstrukturierung kamen vorwiegend Techniken zum Einsatz, die ursprünglich in den USA entwickelt worden waren. An den Märkten für inländische Staatstitel beispielsweise nahm die Bedeutung der quantitativen Zuteilungen im Zuge einer Verlagerung zu Tendersverfahren bzw. Zeichnungen durch Primärhändler ab. An den Sekundärmärkten wurde die Liquidität durch verschiedene Maßnahmen erhöht: Entwicklung standardisierter öffentlicher Emissionen, Rationalisierung und Vereinfachung des staatlichen Schuldenmanagements, Begebung von größeren Volumina innerhalb bestimmter Fristigkeitsbänder und von neuen Tranchen, die mit umlaufenden Titeln fungibel sind, und schließlich Etablierung von Primärhändlern, die sich verpflichten, für bestimmte Staatstitel jederzeit An- und Verkaufskurse zu stellen. Ferner waren die Behörden bestrebt, die Effizienz der Märkte durch klarere Gestaltung oder Vereinfachung der Emissionsverfahren, Abschaffung von steuerlichen Hemmnissen (insbesondere im Zusammenhang mit Quellensteuern) und Harmonisierung der Abwicklungsverfahren zu verbessern.

Wachsende weltweite Integration der Wertpapiermärkte

Nicht zuletzt infolge dieser größeren Homogenität der nationalen Märkte für Schuldtitel setzte sich die weltweite Integration der Wertpapiermärkte fort. Die Mittelaufnahme, die Anlage und der Handel fanden in immer stärkerem Ausmaß marktübergreifend statt. Dies zeigte sich am großen Umfang der staatlichen Schuldtitel, die von ausländischen Anlegern erworben wurden, und an der wachsenden Zahl von inländischen Emittenten, die sich dem internationalen Markt zuwandten, um entweder ausländische Finanzierungsquellen direkt zu beanspruchen oder Arbitrage zwischen inländischen und internationalen Emissionskonditionen zu betreiben. Das im vergangenen Jahr beobachtete kräftige Wachstum am Euromarkt in den Währungssegmenten der D-Mark, des

französischen Franc, der italienischen Lira und der spanischen Peseta ist in diesem Zusammenhang zu sehen. Gleichzeitig wuchs der über die internationalen Clearinghäuser abgewickelte Handel mit inländischen Titeln, vor allem auch mit Staatstiteln; diese Transaktionen machten den größten Teil des Zuwachses von 65% im Sekundärmarkt aus, den Euroclear und Cedel im vergangenen Jahr meldeten.

Die jüngste Krise im EWS-Wechselkursmechanismus hatte offenbar nur begrenzte Auswirkungen auf die Primärmärkte. Dabei schufen allerdings starke Kapitalzuflüsse auf den deutschen Markt günstige Bedingungen für die Mittelaufnahme im jüngst liberalisierten Euro-DM-Segment. Ferner wurde der wachsende Druck auf den französischen Franc im Frühsommer als Ursache dafür angesehen, daß die Neubegebungen in dieser Währung im dritten Quartal um 30% gegenüber dem Vorquartal abnahmen, wobei allerdings auch die erfolgreiche Emission einer großen inländischen Staatsanleihe im Juli die Anleger vom Euromarkt weggelockt haben dürfte. Nach der Erweiterung der Bandbreiten des Wechselkursmechanismus im August verringerte sich die Renditedifferenz zwischen Staatstiteln in französischen Francs und in D-Mark, und die Emissionen in französischen Francs erholten sich wieder. Abgesehen von zeitweiligen Spannungen an den Devisenmärkten gab der allgemeine Rückgang der langfristigen Zinssätze der Begebung aller Arten von festverzinslichen Wertpapieren Auftrieb, wobei die Anleger bei ihren Entscheidungen die Aussichten auf Kursgewinne offensichtlich höher einschätzten als die Währungsrisiken.

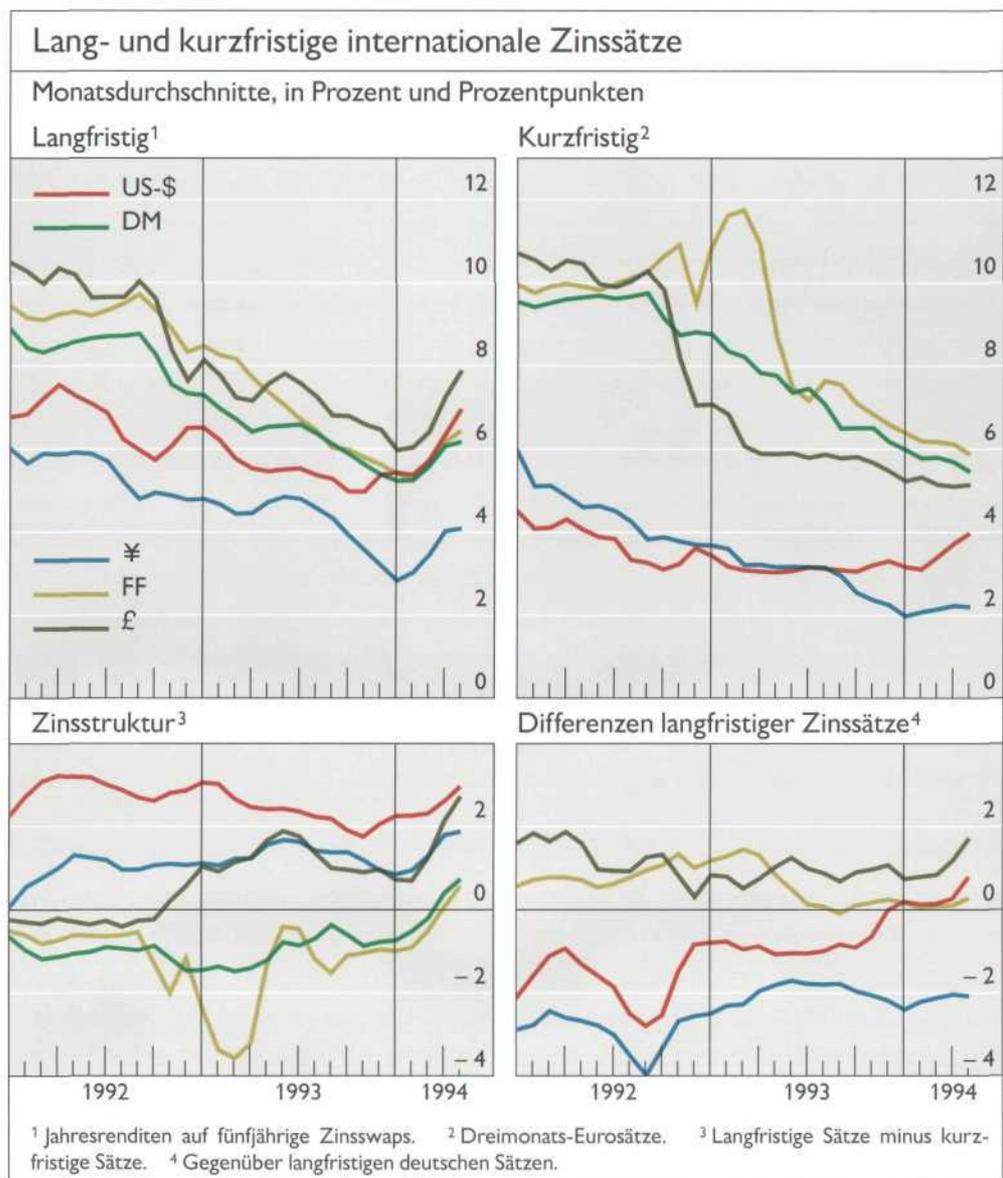
Am sichtbarsten wirkten sich die Spannungen im EWS-Wechselkursmechanismus im ECU-Segment der Anleihemärkte aus. Dort überstiegen seit dem

Auswirkungen der EWS-Krise auf Primärmärkte begrenzt

Zinserwägungen vorherrschend

Emissionstätigkeit an den inländischen und internationalen Anleihemärkten										
Währung	Nettoabsatz <sup>1</sup>								Umlauf Ende 1993	
	Inländisch <sup>2</sup>				International <sup>3</sup>				Inländisch <sup>2</sup>	International <sup>3</sup>
	1990	1991	1992	1993	1990	1991	1992	1993		
Milliarden US-Dollar										
Alle Währungen	985,7	1 185,9	1 202,2	1 370,9	132,1	170,5	119,3	183,8	15 561,7	1 849,8
US-Dollar	462,8	557,1	573,6	529,6	39,5	37,9	36,0	40,7	7 301,8	722,2
Yen	120,5	141,5	141,6	175,3	26,8	20,6	5,9	20,5	3 397,0	252,0
D-Mark	167,0	126,1	188,4	217,9	9,2	11,2	20,5	27,6	1 353,3	184,1
Italienische Lira	68,3	119,4	69,9	108,2	6,0	9,3	6,2	9,6	738,2	29,5
Französischer Franc	38,5	31,6	35,8	56,0	7,8	15,9	21,8	34,1	546,1	92,4
Pfund Sterling	-19,7	24,0	37,4	77,0	16,1	20,6	11,2	27,2	328,0	146,3
Kanadischer Dollar	22,8	27,5	24,9	26,6	1,6	14,1	7,4	20,4	327,2	80,5
Schweizer Franken	18,7	16,3	10,3	-0,3	7,4	5,4	-6,7	-2,8	179,6	149,9
Holländischer Gulden	11,7	13,9	14,6	16,1	-0,3	0,9	4,7	6,0	173,9	32,9
Peseta	4,1	26,0	12,4	51,5	1,6	3,0	1,6	3,9	143,3	10,6
ECU	14,7	6,9	4,1	3,6	11,2	26,2	10,3	-4,2	52,5	90,0
Übrige	76,4	95,6	89,2	109,4	5,1	5,4	0,4	0,7	1 020,8	59,5

<sup>1</sup> Inländische Anleihen: Veränderung des Umlaufs zu konstanten Wechselkursen; internationale Anleihen: Transaktionen zu jeweiligen Wechselkursen. <sup>2</sup> Nur Emissionen Gebietsansässiger in Landeswährung am Inlandmarkt; nur OECD-Länder ohne Island und Türkei. <sup>3</sup> Emissionen Gebietsansässiger an ausländischen Märkten und in Fremdwährung am Inlandmarkt.  
Quellen: Bank of England; ISMA; nationale Stellen; BIZ.



Am ECU-Markt weiterhin sinkender Umlauf

dritten Quartal 1992 die Tilgungen praktisch ständig die Neubehabungen, und der Handel an den Sekundär- und Futuresmärkten ging erheblich zurück. Ende 1993 betrug der Umlauf an Euroanleihen und Euronotes in ECU insgesamt \$ 98 Mrd., was einem Rückgang um 27% gegenüber dem Höchststand vom September 1992 entspricht. Das sinkende Anlegerinteresse hat aber offenbar weder Störungen am Markt verursacht, noch hat es die Absorbierung eines anhaltenden, wenn auch gedämpften Stroms von Neuemissionen supranationaler und staatlicher europäischer Schuldner verhindert. Der Abstand zwischen der tatsächlichen ECU-Rendite und der Rendite der einzelnen Korbwährungen war im Sommer 1992 positiv geworden, wurde jedoch Anfang 1993 wieder negativ und kehrte sich danach nur kurz nochmals um. Mit dem Nachlassen der Währungsturbulenzen trugen in jüngster Zeit zwei Entwicklungen zu besseren Bedingungen am ECU-Markt bei. Am 1. September führte die Bank of England eine neue ECU-Clearingfazilität mit gleichtägiger Abwicklung für ECU-Titel ein, um die Liquidität des Marktes zu verbessern und das Entstehen eines Marktes

für ECU-Pensionsgeschäfte zu fördern. Gegen Jahresende kündigten zudem mehrere Staaten ihre Absicht an, ihre ECU-Emissionstätigkeit 1994 auszuweiten.

Mit dem Beschluß der Federal Reserve vom 4. Februar 1994, den US-Tagesgeldsatz anzuheben, trat weltweit ein abrupter Umschwung des Marktklimas ein. Dadurch brach das bis dahin lebhafteste Geschäft am Primärmarkt für internationale Anleihen plötzlich ein. Während die Neuankündigungen im Januar den Monatsdurchschnitt von 1993 noch um 74% überstiegen hatten, fielen sie im Februar und März um 17% unter diesen Durchschnitt. Innerhalb des Marktes war eine teilweise Verlagerung von festverzinslichen zu FRN-Emissionen zu beobachten.

Da gleichzeitig verstärkt Wertpapiere auf den Sekundärmärkten abgegeben wurden, steigerte sich der Umsatz der internationalen Clearinghäuser auf neue Höchststände. Wegen der Auflösung bzw. Anpassung großer offener Positionen angesichts der neuen Zinskonstellation erreichten die Geschäfte mit Zinsfutures und -optionen ebenfalls neue Rekordwerte. Erhebliche Kursverluste waren insbesondere bei einigen strukturierten FRN (vor allem bei jenen mit einer Zinsuntergrenze, denn diese wurde wertlos, als die Zinssätze anstiegen) sowie bei lateinamerikanischen Anleihen zu verzeichnen, was Fragen zur Liquidität des Marktes und zur Preisgestaltung aufwarf.

#### *Kategorie und Sitzland der Emittenten internationaler Wertpapiere*

Wie schon 1992 waren Staaten und staatliche Stellen die wichtigsten Emittenten an den internationalen Wertpapiermärkten; insgesamt entfielen auf sie 37% des Umlaufzuwachses. Am aktivsten waren Kreditnehmer aus Kanada, Schweden, Italien, Dänemark und Finnland. Zusammen mit der Plazierung inländischer Emissionen bei Gebietsfremden und Maßnahmen zur Verbesserung der Marktfähigkeit ist die zunehmende Inanspruchnahme der internationalen Märkte durch öffentliche Schuldner Teil einer Gesamtstrategie zur Vergrößerung der Absorptionsbasis ihrer Schuldtitel, zur Verminderung der Finanzierungskosten und zur Erhöhung der Flexibilität des Schuldenmanagements. Besonders erwähnenswert ist diesbezüglich die Entwicklung von großen einzelnen Globalanleihen und Euroanleiheemissionen, EMTN-Programmen mit Bezugsmöglichkeit in mehreren Währungen sowie des Handels mit inländischen Staatstiteln über die internationalen Clearinghäuser.

Was den Privatsektor angeht, so war die treibende Kraft am Markt die Inanspruchnahme von Euro-Note-Fazilitäten, da dem außergewöhnlich großen Bruttoabsatz von Anleihen der Unternehmen (ohne Finanzinstitute) fast ebenso hohe Tilgungen gegenüberstanden. Insbesondere beim Hochschnellen der Neu-begebungen internationaler Anleihen durch japanische Unternehmen auf \$ 54 Mrd. ist zu berücksichtigen, daß gleichzeitig (meist eigenkapitalbezogene) Euroanleihen in Höhe von \$ 93 Mrd. fällig wurden. Ein deutlicher Anstieg des Brutto- wie des Nettoabsatzes wurde dagegen von Schuldner aus Frankreich, Deutschland, den Niederlanden, den USA, Schweden und Kanada verzeichnet. Im Falle der USA und Kanadas zeigt sich darin eine Erholung der Nachfrage des Unternehmenssektors, im Falle der anderen Länder ein hoher Finanzierungsbedarf von Banken und anderen Finanzinstituten. Bei den französischen Schuldner

Anfang 1994  
abrupter  
Umschwung des  
Marktklimas ...

... und große  
Kursverluste

Zunehmende  
Inanspruch-  
nahme  
der Märkte  
durch staatliche  
Stellen

Anleihetilgungen  
der Wirtschafts-  
unternehmen  
fast so hoch wie  
Neuemissionen

## Emissionstätigkeit an den inländischen und internationalen Wertpapiermärkten<sup>1</sup>

Sitzland	Nettoabsatz <sup>2</sup>								Umlauf Ende 1993	
	Insgesamt				darunter: Privatsektor				Insgesamt	darunter: Privatsektor
	1990	1991	1992	1993	1990	1991	1992	1993		
	Milliarden US-Dollar									
Alle Länder <sup>3</sup>										
Inländisch	1 446,4	1 349,5	1 433,4	1 514,0	565,2	438,0	398,3	379,6	19 354,4	7 093,4
International	166,7	206,8	153,8	252,8	128,6	142,2	82,5	128,6	2 105,7	1 433,9
USA										
Inländisch	594,3	627,1	631,1	605,8	126,3	150,4	135,2	153,8	9 071,0	3 236,6
International	1,3	12,4	14,5	25,3	3,3	12,4	14,6	25,1	210,7	210,5
Japan										
Inländisch	170,6	77,6	156,4	204,6	83,2	40,5	55,3	46,7	3 976,9	1 325,8
International	30,4	39,1	-3,3	-41,2	28,7	36,1	-5,0	-43,8	278,7	261,1
Deutschland										
Inländisch	166,9	150,6	189,1	210,2	92,2	95,4	71,0	74,3	1 376,3	738,6
International	1,8	3,7	9,5	21,1	1,7	3,7	9,4	20,7	44,5	43,8
Italien										
Inländisch	151,2	166,3	137,1	134,6	45,9	48,9	42,9	40,3	1 188,2	300,9
International	7,7	10,8	-2,6	9,3	2,8	5,3	-2,1	-1,7	49,7	17,5
Frankreich										
Inländisch	137,1	73,2	120,7	67,8	109,4	49,3	62,7	3,6	961,2	543,9
International	12,3	22,2	20,0	28,0	12,2	22,4	19,6	24,1	150,8	145,6
Großbritannien										
Inländisch	12,4	20,4	31,4	90,8	25,0	-1,5	1,2	14,7	452,5	134,0
International	28,5	29,7	20,7	21,3	27,9	24,7	13,1	20,5	191,8	174,7
Kanada										
Inländisch	37,3	37,9	34,8	31,5	4,5	0,6	-0,6	4,2	482,0	50,7
International	5,1	16,6	11,0	22,5	-0,2	0,8	-1,7	1,4	154,8	48,8
Schweden										
Inländisch	31,2	53,5	15,8	12,7	20,6	13,7	12,2	8,1	214,6	132,9
International	3,8	-0,8	12,8	31,2	5,6	0,5	8,9	17,5	86,8	49,3
Australien										
Inländisch	14,8	11,6	12,1	5,5	5,3	0,3	0,3	-2,2	127,0	27,3
International	4,6	3,2	-2,2	3,9	5,3	3,1	-1,2	4,2	72,8	56,6
Übrige										
Inländisch	130,6	131,3	104,8	150,5	52,8	40,4	18,1	36,1	1 504,8	602,7
International	71,3	69,8	73,4	131,3	41,0	33,2	26,9	60,6	865,1	426,1

<sup>1</sup> Alle vom privaten und vom öffentlichen Sektor begebenen Anleihen, Notes und sonstigen Schuldtitel. <sup>2</sup> Veränderung des Umlaufs zu konstanten Wechselkursen, außer Daten zu internationalen Anleihen, die auf Transaktionen beruhen. <sup>3</sup> Inländische Märkte: nur OECD-Länder ohne Island und Türkei.

Quellen: Bank of England; ISMA; Euroclear; nationale Stellen; BIZ.

des Privatsektors entfiel der Nettoabsatz zum überwiegenden Teil auf Emissionen in Landeswährung, da die verbliebenen nationalen Beschränkungen Euromarktbegebungen in französischen Francs weiterhin begünstigten.

Angesichts einer gedämpften Mittelnachfrage des Unternehmenssektors in den meisten wichtigen Ländern, großer Tilgungszahlungen und erheblich niedrigerer Renditen bei ersten Adressen versuchten die Anleger, mit Ausleihungen an Kreditnehmer mit niedrigerer Bonität einen höheren Ertrag zu erzielen. So

konnten Kreditnehmer aus den Entwicklungsländern ihren Nettoabsatz am internationalen Markt für Schuldtitel im vergangenen Jahr von \$ 12,5 Mrd. auf \$ 29,2 Mrd. steigern und damit mehr als verdoppeln. Innerhalb dieser Gruppe dominierten erneut lateinamerikanische Emittenten, wobei Mexiko \$ 9,6 Mrd. aufnahm, Argentinien \$ 6,7 Mrd. und Brasilien \$ 5,4 Mrd. Kreditnehmer des öffentlichen Sektors konnten in der Regel günstigere Konditionen erzielen, aber auch mehrere private Emittenten traten erstmals am Markt auf, wobei die Emissionsbedingungen allerdings erheblich differierten und gegen Jahresende bei den Anlegern generell ein Widerstand gegen geringere Zinsmargen im Vergleich zu den Referenzemissionen festzustellen war. Gleichzeitig erhöhten asiatische Kreditnehmer (insbesondere aus Südkorea, China, Thailand und den Philippinen) ihre Emissionstätigkeit, und diese Entwicklung gewann im Verlauf des Jahres eher noch an Dynamik. Bis vor kurzem hatten asiatische Kreditnehmer fast ausschließlich Bankkredite für die Deckung ihres Finanzierungsbedarfs in Anspruch genommen, wobei ihnen ihre hohe Kreditwürdigkeit zugute kam. Die staatlich geförderte Entwicklung von Kapitalmärkten und die fortschreitende Abschaffung von Kapitalverkehrsbeschränkungen erleichterten jedoch die Emission internationaler Wertpapiere, wobei die Unterbringung im Ausland durch günstige wirtschaftliche Aussichten und – im Falle der Wandelanleihen – haussierende Aktienmärkte stimuliert wurde.

Erweiterung des Emittentenkreises durch viele neue Kreditnehmer aus Entwicklungsländern

## Der Markt für derivative Instrumente

Sowohl die organisierten als auch die außerbörslichen Märkte für derivative Instrumente weiteten sich 1993 stark aus. Die Aktivität wurde erneut durch eine Reihe dauerhafter Faktoren gefördert, darunter die Globalisierung der Finanzanlagen, die Ausbreitung neuer Märkte und Produkte, die Erweiterung des Benutzerkreises und die Zunahme der Verbriefung und der strukturierten Wertpapieremissionen. Dazu kamen noch konjunkturelle und sonstige kurzfristige Faktoren wie haussierende Märkte für Aktien und festverzinsliche Anleihen sowie eine hohe Wechselkursvolatilität. Ein abrupter Stimmungswechsel an den Anleihe- und Aktienmärkten im Februar und März dieses Jahres führte an vielen Börsen zu Rekordumsätzen. Die Börsen für derivative Instrumente ließen weiterhin neue Arten und längere Laufzeiten von Kontrakten zu. Zwischen den Börsen in Europa herrschte weiterhin ein scharfer Wettbewerb, und in den USA versuchten die organisierten Börsen, durch Einführung von Instrumenten, die einige Merkmale der außerbörslichen Kontrakte kopierten, außerbörsliche Geschäfte an sich zu ziehen. Dennoch ging auch an den außerbörslichen Märkten das Wachstum ungebremst weiter. Während die Marktteilnehmer weiter an neuen Strukturen und Verfahren arbeiteten, mit denen das Risiko des Ausfalls der Gegenpartei vermindert werden soll, wurden mehrere Studien zu den Risiken an den außerbörslichen Märkten veröffentlicht (s. S. 128).

Rasches Wachstum der organisierten und der außerbörslichen Märkte ...

... mit weiterer Verstärkung von Wettbewerb und Innovation

### *Börsengehandelte Instrumente*

Der Umsatz von Finanzterminkontrakten und Optionen an den organisierten Börsen erhöhte sich auch 1993 in raschem Tempo, und die Anzahl der gehandelten Kontrakte stieg um 22%. Infolge einer weiteren kräftigen Expansion des

Märkte für ausgewählte derivative Instrumente						
Instrument	Nominalbetrag					
	1988	1989	1990	1991	1992	1993
	Milliarden US-Dollar					
Börsengehandelte Instrumente	1 306,0	1 768,3	2 291,7	3 523,4	4 640,5	7 839,3
Zinsfutures	895,4	1 200,6	1 454,1	2 157,1	2 902,2	4 960,4
Zinsoptionen <sup>1</sup>	279,2	387,9	599,5	1 072,6	1 385,4	2 362,4
Währungsfutures	11,6	15,6	16,3	17,8	24,5	29,8
Währungsoptionen <sup>1</sup>	48,0	50,1	56,1	61,2	80,1	81,1
Aktienindexfutures	27,8	41,8	69,7	77,3	80,7	119,2
Aktienindexoptionen <sup>1</sup>	44,0	72,2	96,0	137,4	167,6	286,4
Außerbörsliche Instrumente <sup>2</sup>	..	..	3 450,3	4 449,4	5 345,7	..
Zinsswaps	1 010,2	1 502,6	2 311,5	3 065,1	3 850,8	..
Währungsswaps <sup>3</sup>	319,6	449,1	577,5	807,2	860,4	..
Sonstige swapbezogene Derivate <sup>4</sup>	..	..	561,3	577,2	634,5	..

<sup>1</sup> Calls und Puts. <sup>2</sup> Nur von der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) erhobene Daten; Kontrakte zwischen ISDA-Mitgliedern nur einmal gezählt; ohne Instrumente wie Zinsterminkontrakte, Währungsoptionen, Devisentermingeschäfte sowie aktien- und rohstoffbezogene Derivate. <sup>3</sup> Bereinigt um Meldungen beider Seiten; einschl. Zins-/Währungsswaps. <sup>4</sup> Caps, Collars, Floors, Swaptions.

Quellen: Futures Industry Association; verschiedene Futures- und Optionsbörsen; ISDA; eigene Berechnungen.

Börsenhandel mit Futures und Optionen: Übrige Welt holt gegenüber USA auf

Stärkstes Wachstum bei Zinskontrakten

Währungskontrakte vorwiegend außerbörslich gehandelt

Geschäfts außerhalb der USA (um 34%, verglichen mit 12% in den USA) holten die ausländischen Börsen im Vergleich zu den inländischen auf. Läßt man die Optionen beiseite, übertraf das Handelsvolumen außerhalb der USA jenes in den USA sogar beträchtlich. Besonders rasch war das Wachstum in Europa und einigen nicht zur OECD gehörenden Ländern, vor allem an erst kürzlich eröffneten Börsen. Mit einer Umsatzsteigerung um 29% war der Zuwachs beim Handel mit Zinskontrakten am ausgeprägtesten. Deren Anteil am gesamten Geschäft mit derivativen Finanzinstrumenten stieg daher von 62% auf 66%. Das rasante Wachstum des Handels mit Zinskontrakten in Europa war auf verschiedene Faktoren zurückzuführen, wie die zunehmende Verwendung solcher Instrumente für ein aktives Risikomanagement, die Nachfrage nach verstärkter Liquidität an den inländischen Anleihemärkten und die weiter anhaltende internationale Portfoliodiversifizierung. Überdies schuf sich der Handel mit derivativen Finanzinstrumenten insofern selbst ein eigenes Wachstumspotential, als das Eingehen von Positionen in handelbaren Optionen, Swaps und sonstigen außerbörslichen Instrumenten oft eine Reihe von Absicherungsgeschäften an den zugrundeliegenden Futuresmärkten nach sich zieht.

Der Handel mit Währungsfutures expandierte mit einem Anstieg um 24% rascher als 1992. Der Zuwachs entfiel jedoch zu einem großen Teil auf ein schmales Spektrum von Kontrakten, hauptsächlich in Yen und brasilianischen Cruzeiros. Das Geschäft mit börsengehandelten Währungsoptionen nahm insgesamt nur geringfügig (um 2%) zu. Da sich ein großer Teil der Tätigkeit in währungsbezogenen Derivaten auf außerbörslichen Termin- und Optionsmärkten abspielte, wirkte sich der starke Druck, der auf den europäischen Devisenmärkten nach wie vor herrschte, auf den Handel an den organisierten Börsen kaum aus. Trotzdem wurde bei bestimmten börsengehandelten Kontrakten auf europäische Währungen eine gewisse Zunahme der Aktivität verzeichnet.

An organisierten Börsen gehandelte derivative Finanzinstrumente						
Instrument	Anzahl der gehandelten Kontrakte					Nominal- betrag Ende 1993
	1989	1990	1991	1992	1993	
	Millionen					Milliarden US-Dollar
Zinsfutures	201,0	219,1	230,9	330,1	427,0	4 960,4
Auf kurzfristige Anlagen	70,2	76,0	84,8	130,8	166,8	4 627,0
<i>darunter: Dreimonats-Eurodollarsätze<sup>1</sup></i>	46,8	39,4	41,7	66,9	70,2	2 178,6
<i>Dreimonats-Euro-Yen-Sätze<sup>2</sup></i>	4,7	15,2	16,2	17,4	26,9	1 080,1
<i>Dreimonats-Euro-DM-Sätze<sup>3</sup></i>	1,6	3,1	4,8	12,2	21,3	421,2
Auf langfristige Anlagen	130,8	143,1	146,1	199,3	260,2	333,4
<i>darunter: US-Staatsanleihen<sup>4</sup></i>	72,8	78,2	69,9	71,7	80,7	32,6
<i>Französische Staatsanleihen<sup>5</sup></i>	15,0	16,0	21,1	31,1	36,8	12,6
<i>Japanische Staatsanleihen<sup>6</sup></i>	19,1	16,4	12,9	12,1	15,6	136,0
<i>Deutsche Staatsanleihen<sup>7</sup></i>	5,3	9,6	12,4	18,9	28,1	33,3
Zinsoptionen <sup>8</sup>	39,5	52,0	50,8	64,8	82,9	2 362,4
Währungsfutures	27,5	29,1	29,2	30,7	38,0	29,8
Währungsoptionen <sup>8</sup>	20,7	18,9	22,9	23,4	23,8	81,1
Aktienindexfutures	30,1	39,4	54,6	52,0	60,7	119,2
Aktienindexoptionen <sup>8</sup>	101,7	119,1	121,4	133,9	141,8	286,4
Insgesamt	420,4	477,7	509,8	634,9	774,2	7 839,3
<i>darunter: In den USA</i>	286,2	310,3	300,7	339,4	379,0	4 328,9
<i>In Europa</i>	64,4	83,0	110,5	185,0	255,9	1 819,9
<i>In Japan</i>	45,7	60,6	66,2	51,7	57,8	1 193,6

<sup>1</sup> Gehandelt an der Chicago Mercantile Exchange – International Monetary Market (CME-IMM), der Singapore Mercantile Exchange (SIMEX), der London International Financial Futures Exchange (LIFFE), der Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE) und der Sydney Futures Exchange (SFE). <sup>2</sup> Gehandelt an der TIFFE und der SIMEX. <sup>3</sup> Gehandelt am Marché à Terme International de France (MATIF) und an der LIFFE. <sup>4</sup> 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). <sup>5</sup> Gehandelt am MATIF. <sup>6</sup> Gehandelt an der TSE, der LIFFE und am CBOT. <sup>7</sup> Gehandelt an der LIFFE und der Deutschen Terminbörse (DTB). <sup>8</sup> Calls und Puts.  
Quellen: Futures Industry Association; verschiedene Futures- und Optionsbörsen; eigene Berechnungen.

Beispielsweise stieg der Handel mit Optionen auf den französischen Franc an der Philadelphia Stock Exchange nach der Ausweitung der Bandbreiten im EWS-Wechselkursmechanismus im August auf das Dreifache. Futures und Optionen auf Aktienindizes expandierten um 17% bzw. 6%. In Japan blieb dieses Geschäft hingegen schwach, und der gesamte Umsatz dieser Instrumente ging um 27% zurück.

#### Außerbörsliche Märkte

**Zins- und Währungsswaps.** Im ersten Halbjahr 1993, der letzten Periode, für die Zahlen zu neuen Kontrakten von der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) verfügbar sind, verzeichnete der Kontraktwert der neu abgeschlossenen Swaps im Vergleich zum zweiten Halbjahr 1992 einen Zuwachs von 27% und erreichte den neuen Rekordbetrag von \$ 2 095 Mrd. Davon entfielen \$ 1 938 Mrd. auf Zinsswaps und \$ 157 Mrd. auf Währungsswaps, was einem Anstieg um 29% bzw. 8% gegenüber der Vorperiode entspricht. Das

Kräftige  
Expansion der  
Zinsswaps...

Wachstum des Zinsswapvolumens erholte sich nach einer Verlangsamung im zweiten Halbjahr 1992, während die Währungsswaps nach einem Jahr rückläufiger Entwicklung wieder expandierten.

... vor allem in anderen Währungen als dem US-Dollar

Am Markt für Zinsswaps sank der Anteil des US-Dollar-Geschäfts wegen des überaus lebhaften Wachstums in den anderen Währungssegmenten weiter (von 43% auf 40%). Im umfangreichen Nichtdollargeschäft dürften sich die Zinsunsicherheit in Europa und die weitere Entwicklung von Swaps in Europa und Asien niedergeschlagen haben. Swaps mit Laufzeiten von fünf bis acht Jahren erlebten wieder einen starken Aufschwung, nachdem sie im zweiten Halbjahr 1992 einen Rückgang verzeichnet hatten. Die Erholung am Währungsswapmarkt war vor allem das Ergebnis der Zunahme bei den Kontrakten mit Yen und US-Dollar. Die im ersten Halbjahr 1993 neu abgeschlossenen Kontrakte blieben jedoch unter dem Höchststand der zweiten Jahreshälfte 1991. Der Durchschnittsbetrag der Währungskontrakte stieg erheblich, was darauf hindeutet, daß ein relativ großer Teil mit umfangreichen internationalen Anleihebegebungen zusammenhing, bei denen die Swapbeträge oft höher sind als bei Absicherungsgeschäften.

Erholung bei Währungsswaps

Starker Zuwachs bei swapbezogenen Derivaten

*Andere swapbezogene derivative Instrumente.* Nach einer Stagnation im zweiten Halbjahr 1992 nahm das Geschäft mit swapbezogenen Instrumenten wie Caps, Floors, Collars und Swaptions im ersten Halbjahr 1993 wieder kräftig zu, wobei eine besonders starke Expansion bei den Swaptions festzustellen war. Der Zuwachs hing weitgehend mit den großen Volumina von strukturierten Euroanleihe- und EMTN-Begebungen zusammen. Beispielsweise stiegen strukturierte FRN-Emissionen mit Merkmalen wie Caps oder Collars von \$ 2,8 Mrd. (1992) auf \$ 19,1 Mrd. (1993).

Wachsende Beliebtheit von Optionsscheinen ...

Einen weiteren Hinweis auf den Geschäftsumfang an den außerbörslichen Derivatmärkten bot das Rekordvolumen bei Optionsscheinen für den Bezug von Aktien, festverzinslichen Papieren und Rohstoffen. Gemäß Angaben aus dem privaten Sektor stieg der Gesamtwert der neu begebenen Optionsscheine von \$ 9,8 Mrd. im Jahr 1992 auf \$ 49,1 Mrd. im Jahr darauf. Ein großer Teil davon bezog sich auf europäische Aktien und Anleihen, aber eine erhebliche Zahl von Emissionen wurde auch auf bestimmte Aktien oder auf Aktienkörbe von Unternehmen in Entwicklungsländern begeben. Optionsscheine werden in der Regel

Märkte für ausgewählte außerbörslich gehandelte derivative Instrumente <sup>1</sup>						
Instrument	Neu abgeschlossene Kontrakte					Ausstehende Beträge Ende 1992
	1990	1991	1992 1. Hj.	1992 2. Hj.	1993 1. Hj.	
	Nominalbetrag in Milliarden US-Dollar					
Insgesamt	1 769,3	2 332,9	1 768,0	1 949,0	2 605,0	5 345,7
Zinsswaps	1 264,3	1 621,8	1 318,3	1 504,3	1 938,5	3 850,8
Währungsswaps <sup>2</sup>	212,8	328,4	156,1	145,8	156,8	860,4
Andere swapbezogene Derivate <sup>3</sup>	292,3	382,7	293,6	298,8	509,7	634,5

<sup>1</sup> Nur von der ISDA erhobene Daten; Kontrakte zwischen ISDA-Mitgliedern nur einmal gezählt; ohne Instrumente wie Zinsterminkontrakte, Währungsoptionen, Devisentermingeschäfte sowie aktien- und rohstoffbezogene Derivate. <sup>2</sup> Bereinigt um Meldungen beider Seiten; einschl. Zins-/Währungsswaps. <sup>3</sup> Caps, Collars, Floors, Swaptions.  
Quelle: ISDA.

an Privatanleger verkauft, die keinen Zugang zu organisierten Börsen haben oder in Ländern ansässig sind, wo die Märkte für Aktienderivate noch nicht entwickelt sind. Sie ermöglichen es den Anlegern überdies, maßgeschneiderte Engagements auf bestimmten Aktienmärkten einzugehen, wie es über organisierte Börsen oder mittels entsprechender außerbörslicher Optionen nicht im gleichen Maße möglich wäre. Die lebhaftere Tätigkeit und die wachsende Anzahl von Händlern haben nachweislich die Liquidität verbessert und die Preisaufschläge gegenüber außerbörslichen Optionen verringert.

Im vergangenen Jahr war ferner eine starke Zunahme der Emission von strukturierten Anleihen zu beobachten; damit wurde angesichts rückläufiger Renditen versucht, das gegenwärtige Ertragsniveau zu halten. Beispielsweise wurden Anleihen aufgelegt, die anfänglich einen höheren Zinskupon aufwiesen, die Tilgungszahlungen aber an Finanzindizes wie z. B. Aktienindizes knüpften. Überdies förderten die zunehmenden grenzüberschreitenden Aktienanlagen zusammen mit der sehr großen Unsicherheit an den Devisenmärkten die Entwicklung von Produkten, die es dem Anleger ermöglichen, sich an ausländischen Aktienmärkten zu engagieren, ohne das entsprechende Wechselkursrisiko einzugehen. Die Erweiterung der Bandbreiten im EWS-Wechselkursmechanismus im August löste auch ein größeres Interesse an Produkten wie Optionen auf „Körbe“ von EWS-Währungen aus.

... und von strukturierten Wertpapieren

#### *Sonstige Marktentwicklungen und Grundsatzfragen*

Der Wettbewerb zwischen den Börsen blieb 1993 intensiv. Am deutlichsten war dies in Europa, wo die LIFFE nach wie vor von der zentralen Stellung Londons unter den globalen Kassamärkten profitierte, indem sie weitere mit ausländischen Wertpapieren verknüpfte Instrumente zuließ. Gleichzeitig versuchten mehrere andere europäische Börsen, ihre Wettbewerbsposition gegenüber der LIFFE zu stärken, indem sie Kooperationsvereinbarungen abschlossen und die Palette der angebotenen Produkte erweiterten. Ein Beispiel für das erste Element dieser Strategie ist der Handelsverbund zwischen dem MATIF in Frankreich und der Deutschen Terminbörse (DTB), in dessen Rahmen bestimmte Zinskontrakte jeweils auch an der anderen Börse gehandelt werden. Als Beispiel für das zweite Element sei die Einführung eines DM-Interbankkontrakts durch die DTB genannt, der einige der Merkmale des Euro-DM-Kontrakts der LIFFE aufweist. Nachdem die deutsche Bundesregierung beschlossen hatte, die Emission von längerfristigen Anleihen wiederaufzunehmen, schuf die DTB ferner einen langfristigen Kontrakt auf 15- bis 30jährige Anleihen des Bundes und der Treuhandanstalt.

Wettbewerb zwischen Börsen in Europa

In den USA konzentrierten sich die Börsen darauf, Produkte und Dienstleistungen zu schaffen, die ihre Marktstellung gegenüber den außerbörslichen Märkten verbessern sollten. Die Chicago Board Options Exchange (CBOE) führte sogenannte „Flex-Optionen“ auf Aktienindizes ein, die einige Merkmale der maßgeschneiderten außerbörslichen Instrumente aufweisen, z. B. die Möglichkeit, den Ausübungspreis, die Laufzeit (bis zu fünf Jahren) und die Ausübungsart (amerikanisch oder europäisch) frei zu wählen, während gleichzeitig die Vorteile börsengehandelter Instrumente – geringeres Ausfallrisiko und Preistransparenz – geboten werden. Andere US-Börsen reagierten auf die Inno-

Konkurrenzprodukte der US-Börsen zu außerbörslichen Kontrakten

vation der CBOE mit der Schaffung eigener Kontrakte auf Aktienindizes und US-Schatzpapiere. Solche Kontrakte könnten die Liquidität der Optionsmärkte verbessern, indem sie neuen (bonitätsmäßig niedriger eingestuften) Geschäftspartnern den Zugang erleichtern. Inzwischen führten die Chicago Mercantile Exchange (CME) und die Singapore Mercantile Exchange (SIMEX) Währungskontrakte ein, die außerbörsliche Devisenkassatransaktionen nachbilden sollen. Die „rolling spot“-Kontrakte der CME beispielsweise ermöglichen es Firmen, Kassatransaktionen zu kopieren, aber ohne automatische Abrechnung nach zwei Tagen (wie dies am Kassamarkt der Fall ist) und ohne den Austausch von Bruttobetragen. Da Gewinne und Verluste im Handel innerhalb eines Geschäftstages gegeneinander aufgerechnet werden, dürfte die Abwicklung der Transaktionen über eine Börse die Zahl und das Volumen der Interbanktransaktionen und damit das Erfüllungsrisiko vermindern. Die Leistung von Einschubzahlungen an der Börse dürfte ebenfalls das Ausfallrisiko erheblich reduzieren.

Weitere Maßnahmen der Marktteilnehmer zur Risikominderung ...

Besorgnis über die Zunahme der offenen Positionen an den außerbörslichen Märkten hat die Marktteilnehmer in den letzten Jahren zu verschiedenen Maßnahmen veranlaßt. Dazu gehören: die Ausarbeitung von Rahmenvereinbarungen, in denen auch Nettoabrechnungsbestimmungen enthalten sind; Klauseln, die die Auflösung von Kontrakten für den Fall vorsehen, daß die Gegenpartei bonitätsmäßig zurückgestuft wird, die Engagements eine bestimmte Höhe überschreiten oder sonstige negative Veränderungen in der Finanzlage des Unternehmens eintreten; die Bereitstellung von Sicherheiten für offene außerbörsliche Positionen; die periodische Neubewertung der offenen Positionen zu Marktkursen und die Glattstellung von Positionen; die Absenkung von Kreditlinien für bonitätsmäßig niedriger eingestufte Gegenparteien und die Festlegung von Obergrenzen für das Engagement gegenüber besser eingestuftem Gegenparteien sowie schließlich die Gründung von Tochtergesellschaften für das Derivatgeschäft, die über eine eigene Kapitalbasis verfügen.

... aber anhaltende Besorgnis

Zwar konnten mehrere dieser Maßnahmen zur Minderung des Ausfallrisikos beitragen, doch blieb die Besorgnis über die Auswirkungen von Bestimmungen über die Bereitstellung von Sicherheiten und Vertragsauflösungsklauseln bestehen, da es in Zeiten von Instabilität an den Finanzmärkten sehr schwierig sein kann, den Bedarf an Sicherheiten abzuschätzen bzw. die Sicherheiten tatsächlich einzufordern. Überdies könnte die Einführung oder Verschärfung von Besicherungsanforderungen im Falle einer Bonitätsrückstufung oder einer Krise an den Finanzmärkten die Preisvolatilität der als Sicherheit hinterlegten Finanzaktiva noch verstärken. Und schließlich sind zwar im Derivatgeschäft tätige Tochtergesellschaften mit einem komplexen rechtlichen und operativen Rahmen geschaffen worden, um sie vor dem Risiko des Konkurses der Muttergesellschaft zu schützen, doch bleiben Zweifel bestehen, ob sie generell immun gegen eine „Ansteckungsgefahr“ sind, wie sie in Konglomeraten bei Schwierigkeiten einzelner Teilgesellschaften auftreten kann.

Die Diskussionen über die Errichtung von Clearinghäusern für den außerbörslichen Derivathandel gingen im vergangenen Jahr weiter. Wenn solche Einrichtungen richtig konzipiert sind, könnten sie das Ausfallrisiko bei außerbörslichen derivativen Instrumenten beträchtlich vermindern. Wegen der maßgeschneiderten Transaktionen und mangelnder Einigkeit über die Bewertung

vieler Instrumente bestehen jedoch technische und praktische Hindernisse für die Ausdehnung des Clearinghauskonzepts auf die außerbörslichen Märkte (s. Kapitel VIII). Überdies dürfte für Marktteilnehmer mit hoher Bonität nur ein begrenzter Anreiz vorhanden sein, sich an einem solchen System zu beteiligen. Dennoch hat eine Reihe von Finanzintermediären und Börsen damit begonnen, Clearingdienstleistungen für außerbörsliche Produkte anzubieten. Beispielsweise führte ein Investmenthaus als unabhängiger Agent ein Dienstleistungspaket im Zusammenhang mit Deckungserfordernissen für außerbörsliche Transaktionen ein, in dessen Rahmen es das Risikoengagement der Gegenparteien überwacht, Einschußzahlungen einfordert, periodische Neubewertungen der Sicherheiten vornimmt und als Verwahrstelle für die hinterlegten Vermögenswerte fungiert. Wegen der Sensibilität von Finanzinformationen, die sich auf die Deckungszahlungen beziehen, könnten solche Dienstleistungen für Teilnehmer der zweiten Stufe (wie Pensionskassen und Versicherungen), die nicht in direkten Wettbewerb zu den großen Geschäftsbanken und Investmenthäusern treten, von größtem Nutzen sein. Der Chicago Board of Trade (CBOT) kündigte ferner Pläne an, eine Stelle für die Verwaltung von Sicherheiten für außerbörsliche Geschäfte einzuführen, und wird möglicherweise später sogar ein vollständig entwickeltes Clearinghaussystem für halbstandardisierte Swaps lancieren. Mehrere andere Börsen arbeiten an ähnlichen Projekten.

Im vergangenen Jahr veröffentlichten Zentralbanken, Aufsichtsbehörden, Gesetzgeber und Marktteilnehmer eine Reihe von Untersuchungen über die Derivatmärkte. Auf besonderes Interesse stieß ein im Juli von der Group of Thirty herausgegebener Bericht, der vornehmlich von Marktteilnehmern erstellt worden ist und einen umfassenden Überblick über die Tätigkeit an den Derivatmärkten, ihre Risiken und die Verfahren des entsprechenden Risikomanagements bietet. Er enthält ferner eine Reihe von Empfehlungen hinsichtlich ordnungsgemäßer Geschäftspraktiken für Händler und Endbenutzer, mit denen das Risikomanagement ausgebaut und die Markttransparenz verbessert werden soll. Ferner forderte der Bericht die Aufsichtsbehörden und die Gesetzgeber auf, Nettingverfahren anzuerkennen, rechtliche und aufsichtsrechtliche Unsicherheiten zu beseitigen, steuerliche Verzerrungen bei der Verwendung von derivativen Instrumenten zu beheben und international konsistente Rechnungslegungs- und Meldeverfahren zu entwickeln. Der Bericht kam zu dem Schluß, daß das Wachstum der Derivatmärkte keine Risiken von grundlegend anderer Art mit sich gebracht habe, als an den Finanzmärkten ohnehin schon vorhanden sind. Er argumentierte ferner, daß die Systemrisiken durch das Derivatgeschäft nicht wesentlich erhöht worden seien und aufsichtsrechtliche Bedenken innerhalb der bestehenden Aufsichtsstrukturen erörtert werden könnten. Obwohl der Bericht in Kreisen der Bankenaufsicht weitgehend begrüßt wurde, da er Prinzipien für ein ordentliches Risikomanagement aufstellte, war man sich einig, daß eine umfassendere Analyse der durch die derivativen Instrumente aufgeworfenen Grundsatzfragen nützlich wäre. Diese Fragen gehen über solide Geschäftspraktiken einzelner Firmen hinaus und schließen auch Markttransparenz, Schutz der Kunden sowie Systemprobleme ein.

Beträchtliche Verluste im Derivatvhandels, die einige Anwender aus dem Unternehmenssektor im Verlauf des Jahres erlitten hatten, verstärkten die

Fortsetzung der Diskussionen über Clearinghäuser für den außerbörslichen Handel

Veröffentlichte Untersuchungen fordern ...

... Verbesserung von Risikomanagement und Transparenz

Bedarf nach vertiefter Analyse von Grundsatzfragen

Besorgnis über die Art und Weise, wie diese Instrumente eingesetzt werden. Offenbar waren die Verluste weitgehend das Ergebnis ungeeigneter Absicherungsstrategien, unzulänglicher interner Kontrollen (die betrügerischen oder unbefugten Handel ermöglichten), direkter Spekulation mit dem Ziel, angesichts rückläufiger Renditen von Finanzaktiva die Erträge zu steigern, oder fehlerhafter Einschätzungen der steuerlichen Konsequenzen des Geschäfts mit Derivaten.

Diese Verluste und die andauernde Diskussion über die potentiellen Risiken der Derivatmärkte unterstreichen die Notwendigkeit, geeignetere Maßzahlen für die mit Derivaten tatsächlich verbundenen Risiken und für die Größe der Märkte im Vergleich zu den Kassamärkten zu entwickeln. Der Bericht „Recent Developments in International Interbank Relations“, der sogenannte „Promisel-Report“, der 1992 von einer Arbeitsgruppe der Zentralbanken der Zehnergruppe veröffentlicht wurde, hatte schon eine Verbesserung der Qualität und größere Vollständigkeit der Marktstatistiken über außerbörsliche derivative Instrumente gefordert. Derzeit werden Daten zu den Derivatmärkten von Börsen, verschiedenen Branchenverbänden wie der Futures Industry Association und der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) sowie von nationalen Aufsichtsbehörden (im Rahmen ihrer Aufsichtspflichten) erhoben. Einige Informationen können ferner den veröffentlichten Rechnungsabschlüssen der „Market-maker“ und Anwender entnommen werden. In letzter Zeit konzentrierte sich die Aufmerksamkeit auf den Nominalbetrag der ausstehenden Swaps, wie er von der ISDA gemeldet wird. Die Erhebung der ISDA ist im Bereich der Swaps und swapbezogenen Transaktionen zwar zur Zeit die umfassendste Statistik, doch bilden die darin enthaltenen Daten nur einen Teil der außerbörslichen Markttätigkeit ab. Das außerbörsliche Geschäft ist viel breiter und umfaßt auch Termininstrumente und optionsähnliche Instrumente, die sich auf Währungen, festverzinsliche Wertpapiere und Aktien beziehen, sowie ein breites Spektrum von produktübergreifenden Swaps und strukturierten Wertpapieren. Im Mai 1994 gab der Vorsitzende des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten der Länder der Zehnergruppe bekannt, daß der Ausschuß beschlossene habe, eine weltweite Erhebung der Aktivitäten auf den Derivatmärkten zu initiieren; sie soll in Verbindung mit der alle drei Jahre vorgenommenen Zentralbankerhebung über das Devisenmarktgeschäft durchgeführt werden, die das nächste Mal im April 1995 stattfinden wird.

## Gold

Nachdem mehrere Jahre lang nur geringes Interesse bestanden hatte, sahen die Investoren in Nordamerika und Europa im vergangenen Jahr im Gold wieder ein attraktives Anlagemedium. Rückläufige Zinssätze, die die Opportunitätskosten für die Goldhaltung verringerten, sowie die Volatilität an den Devisen- und Finanzmärkten gaben der Goldnachfrage am Markt Auftrieb. Obwohl die Rezession in Europa die Nachfrage nach Schmuckgold und anderen Golderzeugnissen dämpfte, ergab sich in Nordamerika mit der Beschleunigung des Wirtschaftswachstums eine bescheidene Zunahme des Goldverbrauchs. Alles in allem ging der Verbrauch jedoch gegenüber dem 1992 erreichten Höchststand zurück.

Wiedererwacht  
Anlegerinteresse  
an Gold ...

Herkunft des Goldes (Schätzung)					
Position	1989	1990	1991	1992	1993
	Tonnen				
Goldgewinnung weltweit <sup>1</sup>	2 070	2 135	2 160	2 235	2 280
Südafrika	608	605	601	614	620
USA	266	294	296	329	336
Australien	204	244	236	244	247
Ehemalige Sowjetunion	285	270	252	237	244
Kanada	160	167	177	160	151
China	86	95	110	118	127
Brasilien	101	84	79	77	76
Papua-Neuguinea	34	34	61	71	62
Sonstige	326	342	348	385	417
Nettoangebot aus offiziellen Goldbeständen <sup>2</sup>	180	30	70	305	565
Nettoangebot aus Finanztransaktionen <sup>1,3</sup>	140	235	65	185	135
Insgesamt (= geschätzte nichtmonetäre Verwendung)	2 390	2 400	2 295	2 725	2 980
<i>Nachrichtlich:</i>	<i>Jahresdurchschnitt in US-Dollar je Unze</i>				
<i>Goldpreis</i>					
zu jeweiligen US-Dollars	381	384	362	344	360
zu konstanten US-Dollars <sup>4</sup>	119	114	103	95	97

<sup>1</sup> Gemäß Veröffentlichung der Gold Fields Mineral Services Ltd. (London). <sup>2</sup> Gemäß Meldungen an den IWF. <sup>3</sup> Einschl. Goldausleihungen, Terminverkäufe und Optionsabsicherungen. <sup>4</sup> Deflationiert mit dem Index der US-Verbraucherpreise (1970 = 100).

Auf der Angebotsseite erhöhte sich die Goldgewinnung geringfügig. Besonders erwähnenswert waren aber die ungewöhnlich umfangreichen Verkäufe von Währungsgold; es handelte sich sogar um die größten Nettoverkäufe seit 1979. Ursache dafür waren vor allem die Abrechnung eines Termingeschäfts über 400 Tonnen, das die Niederlande gegen Ende 1992 abgeschlossen hatten, und Rekordverkäufe durch Kanada im Rahmen seines langfristigen Programms zur Reduzierung seiner Währungsgoldbestände.

Wegen der lebhaften Nachfrage für Anlage- und Spekulationszwecke zogen die Preise real erstmals seit sechs Jahren wieder an. Die Notierungen stiegen zum Jahresende auf über \$ 390 und damit 17% über den Stand von Ende 1992. In den ersten vier Monaten von 1994 wurde Gold in einer Bandbreite von \$ 370–395 gehandelt. Die Derivatmärkte spielten am Goldmarkt im vergangenen Jahr eine bedeutende Rolle. Verschiedene an Gold gebundene Finanzinstrumente ermöglichten es den Anlegern, Positionen am Markt einzugehen, ohne die Kosten für das physische Halten des Goldes übernehmen zu müssen. „Hedge funds“ und die eigenen Handelsabteilungen der Edelmetallfirmen sollen verschiedentlich am Markt präsent gewesen sein. Im Frühjahr 1993 verstärkte sich die Preisvolatilität erheblich und blieb bis September groß. Dies veranlaßte wiederum die Händler, die aktives Portfoliomanagement betreiben, dem Goldmarkt größere Aufmerksamkeit zu widmen.

... stößt auf  
großes Angebot  
an Währungs-  
gold ...

... und führt zu  
Anziehen des  
Goldpreises

## VI. Geldpolitik

### Schwerpunkte

Die Geldpolitik der Industrieländer spiegelte im letzten Jahr das Bestreben der Währungsbehörden wider, eine allmähliche Erholung der wirtschaftlichen Aktivität zu ermöglichen und gleichzeitig die Erfolge im Bemühen um Preisstabilität zu wahren und auszubauen.

In den USA wurde im Jahr 1993 die akkommodierende Geldpolitik fortgesetzt; zu Beginn des Jahres 1994 wurde sie jedoch leicht verschärft, um angesichts des sich beschleunigenden Aufschwungs und geringerer Kapazitätsreserven einem Wiederaufleben der Inflation vorzubeugen. In den übrigen Industrieländern fielen die Zinsen weiter. Die Länder, die Ende 1992 bzw. Anfang 1993 den Wechselkurs ihrer Währung freigegeben oder die Währung abgewertet hatten, behielten ihre Strategie der geldpolitischen Lockerung bei. Das Tempo der Zinsermäßigung in Deutschland trug dem langsam nachlassenden Lohn- und Preisdruck Rechnung. In anderen am EWS-Wechselkursmechanismus beteiligten Ländern wurde die Geldpolitik vor allem nach der Erweiterung der Schwankungsmargen im Wechselkursverbund gelockert, als sich die Währungen dieser Länder – nach vorübergehender Abschwächung – gegenüber der D-Mark wieder erholten.

Bei niedrigeren kurzfristigen Zinssätzen wiesen die Preise für Vermögenswerte 1993 eine etwas positivere Entwicklung auf als im Vorjahr. In einigen Ländern kam der Rückgang der Immobilienpreise zum Stillstand, und in anderen verlangsamte er sich, aber in Japan und vielen europäischen Ländern hemmt die Preisschwäche in diesem Sektor weiterhin den wirtschaftlichen Aufschwung. Die Kurse an den Anleihemärkten stiegen fast während des gesamten Jahres, und auch die Aktienkurse zeigten – mit Japan als bemerkenswerter Ausnahme – im allgemeinen eine Aufwärtsbewegung. Anfang 1994 mußten jedoch Preiseinbußen bei den Finanzaktiva hingenommen werden.

Die langsame Reaktion der Wirtschaftsaktivität auf die Senkung der kurzfristigen Zinsen und die Unterschiede zwischen den Ländern in bezug auf Laufzeit und Zinsbasis der Finanzkontrakte, die durch die Turbulenzen am Devisenmarkt hervorgehoben wurden, haben die Aufmerksamkeit verstärkt auf den geldpolitischen Transmissionsprozeß gelenkt und gezeigt, wie wichtig Flexibilität beim Einsatz der Geldpolitik ist.

Unbeschadet dessen legen die Währungsbehörden weiterhin das Hauptgewicht auf die Preisstabilität als eigentliches Ziel der Geldpolitik. Jedoch unterscheiden sich ihre Ansätze zur Erreichung dieses Ziels nunmehr erheblich, insbesondere hinsichtlich der Verwendung von Zwischenzielen und der Veröffentlichung quantifizierter Inflationsvorgaben.

## Geldpolitik und Wirtschaftsaktivität

Im letzten Jahr hatten die Zentralbanken der Industrieländer schwierige Entscheidungen im Hinblick darauf zu treffen, wie weit sie bei der Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung gehen konnten, ohne die Erfolge hinsichtlich der Preisstabilität zu gefährden. Für die Kursbestimmung der Geldpolitik spielte in den USA die anhaltend schwache Kapazitätsauslastung und in Japan der Abschwung die größte Rolle. In den meisten europäischen Ländern hingegen wurde die Geldpolitik in unterschiedlichem Maße durch die Sorge eingeengt, daß eine rasche geldpolitische Lockerung den Inflationsdruck wiederbeleben könnte, und zwar entweder durch ihre direkte Wirkung auf die Erwartungen oder indirekt, d. h. über den Wechselkurs. Die Unterschiede im geldpolitischen Kurs in den Ländern des EWS-Wechselkursmechanismus und den übrigen Ländern waren nicht zuletzt darauf zurückzuführen, daß die Konsequenzen einer Senkung der kurzfristigen Zinssätze nicht überall gleich beurteilt wurden.

### *Indikatoren monetärer Bedingungen im Inland*

Um den Einfluß der Geldpolitik auf die Wirtschaft beurteilen zu können, muß man auf eine Reihe von Indikatoren zurückgreifen. Die kurzfristigen Zinssätze unterliegen am direktesten der Kontrolle der Politik, sie sind aber nicht unbedingt die Variable mit dem größten Einfluß auf das Verhalten der Wirtschaftssubjekte. Die Wirkung der Geldpolitik auf die Wirtschaftsaktivität ist auch abhängig von den langfristigen Zinsen, den Wechselkursen und den Preisen inländischer Vermögenswerte sowie von den (nicht beobachtbaren) Effekten von Politikänderungen auf die Inflationserwartungen.

Kurzfristige  
Zinssätze

Die Spanne zwischen den nominalen kurzfristigen Zinsen und den Anleihenrenditen ist auf unterschiedliche Weise interpretiert worden. Eine aufwärts gerichtete Zinsstrukturkurve weist darauf hin, daß die kurzfristigen Sätze verglichen mit ihrem erwarteten künftigen Durchschnittswert niedrig sind und die Geldpolitik somit vergleichsweise locker ist. Aber es gibt keinen mechanischen Zusammenhang zwischen geldpolitisch bedingten Veränderungen der kurzfristigen Zinsen und dem Verhalten der langfristigen Sätze. Wenn die Senkung der kurzfristigen Zinsen als Teil einer glaubwürdigen, auf das Ziel der Preisstabilität gerichteten Strategie betrachtet wird, kann sie von einem Rückgang der Anleihenrenditen begleitet werden. Wird hinter einer solchen Zinssenkung aber das Bestreben vermutet, dem Wirtschaftswachstum gegenüber der Inflationsbegrenzung größere Priorität einzuräumen, kann sie den gegenteiligen Effekt haben. In den meisten Ländern hängt die Wirkung von Veränderungen geldpolitisch gesteuerter Zinsen auf die Produktion wesentlich vom Verhalten der langfristigen Sätze ab. Dies unterstreicht die Bedeutung der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik für die Reaktion der Anleihemärkte auf geldpolitische Maßnahmen. Im Verlauf des Jahres 1993 bewirkten fallende kurzfristige Zinsen in Europa ebenfalls einen Rückgang der langfristigen Renditen; Anfang 1994 bewegten sich die langfristigen und die kurzfristigen Zinsen jedoch gegenläufig, so daß die Zinsstrukturkurve in den meisten Ländern schließlich wieder aufwärts gerichtet war.

Zinsstruktur

Während das Instrument der Geldpolitik die Kontrolle der kurzfristigen Zinssätze ist, wurden zur Beurteilung des geldpolitischen Kurses weithin

Entwicklung der  
Geldmengen und  
Kreditaggregate

Wachstumsraten monetärer Aggregate herangezogen. Eine wachsende Zahl von Ländern hat jedoch festgestellt, daß die Geldnachfrage nicht ausreichend stabil ist, als daß Wachstumsraten monetärer Aggregate einer kurzfristigen Geldpolitik als zentrale Richtschnur dienen könnten. Der Wandel im Finanzsystem, hervorgerufen sowohl durch Innovationen als auch durch Veränderungen im zinspolitischen Umfeld, hat den Zusammenhang zwischen der Entwicklung der monetären Aggregate und der Höhe der Endnachfrage tendenziell geschwächt. Dennoch wird dem Verhalten des Geld- und Kreditvolumens in vielen Ländern eine – manchmal durchaus wichtige – Rolle als Informationsgröße zuerkannt.

#### *Geldpolitik und monetäre Bedingungen in den größten Volkswirtschaften*

Geldpolitik in  
den USA ...

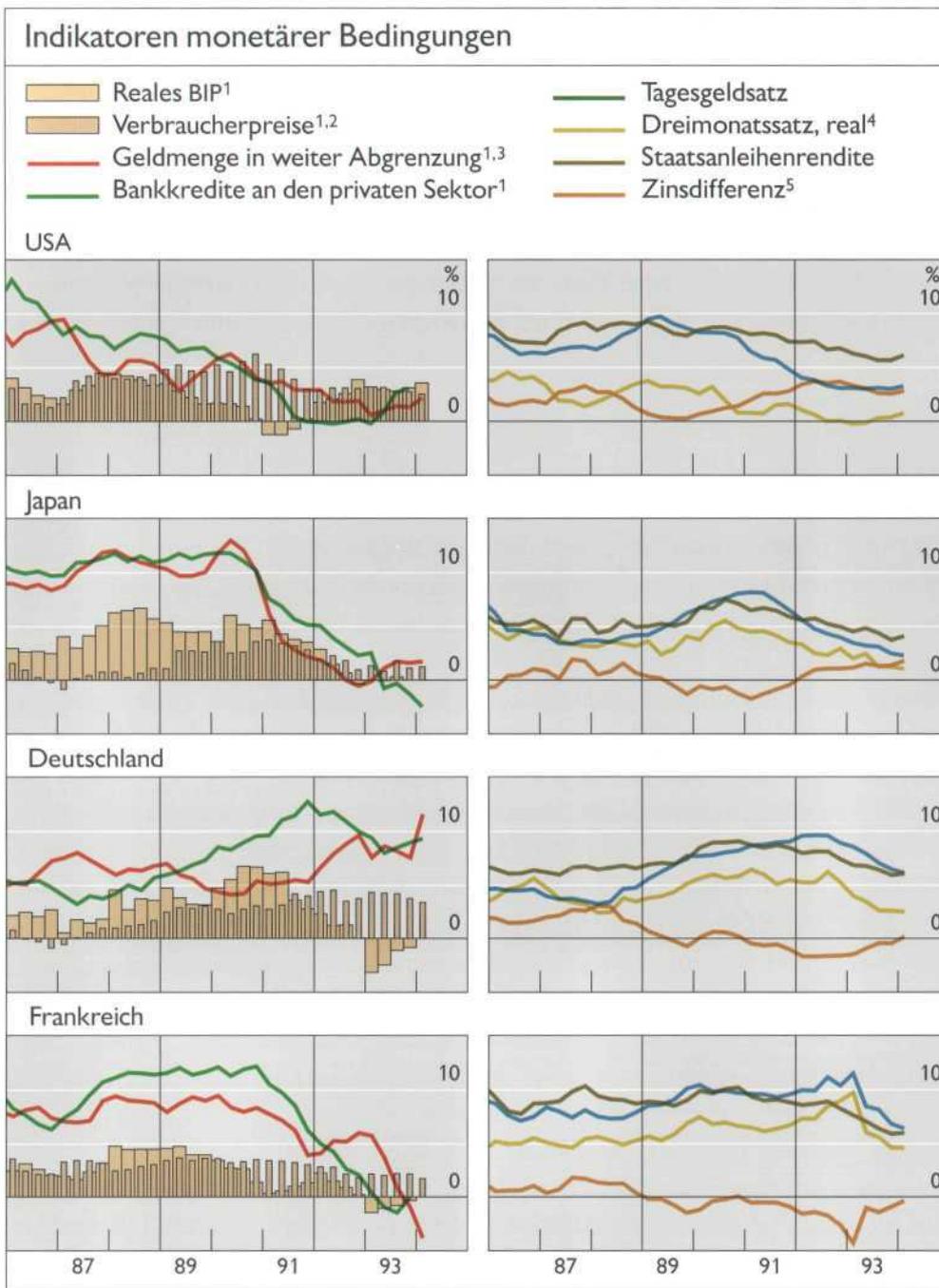
Mit der Ermäßigung der kurzfristigen Zinsen in den USA während der letzten Jahre hatte die Federal Reserve explizit den mit der Schuldenlast der Unternehmen und privaten Haushalte verbundenen ungewöhnlich großen finanziellen Hemmnissen für die Wirtschaftstätigkeit Rechnung getragen. Obgleich die kurzfristigen Zinsen 1993 nicht weiter sanken, erleichterte der Rückgang der Anleihenrenditen in den ersten drei Quartalen des Jahres die Bilanzumstrukturierungen der Unternehmen und privaten Haushalte und trug zu einer Belebung der zinsreagiblen Investitionsausgaben bei, wodurch brachliegende Produktionskapazitäten wieder besser ausgelastet wurden. Die Banken begannen ihre straffen Kreditkonditionen zu lockern, wenngleich ihre Zinsspannen groß blieben. Die Bankausleihungen stiegen nur langsam, aber die Anleihe- und Aktienmärkte wurden in ungewöhnlichem Umfang in Anspruch genommen. Das schwache Wachstum der breit definierten monetären Aggregate, in dem sich zum Teil die beträchtlichen Mittelaufkommen der Renten- und Aktienfonds widerspiegeln, führte zu einem weiteren Anstieg der Umlaufgeschwindigkeit von M<sub>2</sub>. Nach einer ersten Heraufsetzung des Tagesgeldsatzes Anfang 1994 blieben die kurzfristigen Zinssätze in der Nähe der Kerninflationsrate, während die Anleihemärkte deutlich stärker reagierten.

... Japan ...

In Japan wurde der Tagesgeldsatz im Herbst 1993 weiter reduziert, als ein sinkendes Vertrauen der Wirtschaft in die Zukunft und eine Abschwächung der Investitionsausgaben die Wachstumsaussichten noch mehr trübten. Die weiterhin schwache Ausweitung von M<sub>2</sub>+CD und der Rückgang der Bankkreditvergabe an den privaten Sektor spiegelten eine Kürzung der realen Investitionen, Bilanzstrukturanpassungen der Wirtschaftsunternehmen sowie die Reaktion der Banken auf Verluste im Kreditgeschäft wider. Die nominalen kurzfristigen Zinssätze erreichten noch nie dagewesene Tiefstände. Da die Verbraucherpreise jedoch im letzten Jahr kaum stiegen und die Produzentenpreise sogar sanken, lagen die kurzfristigen Zinsen in realer Betrachtung vermutlich etwas höher als in den USA.

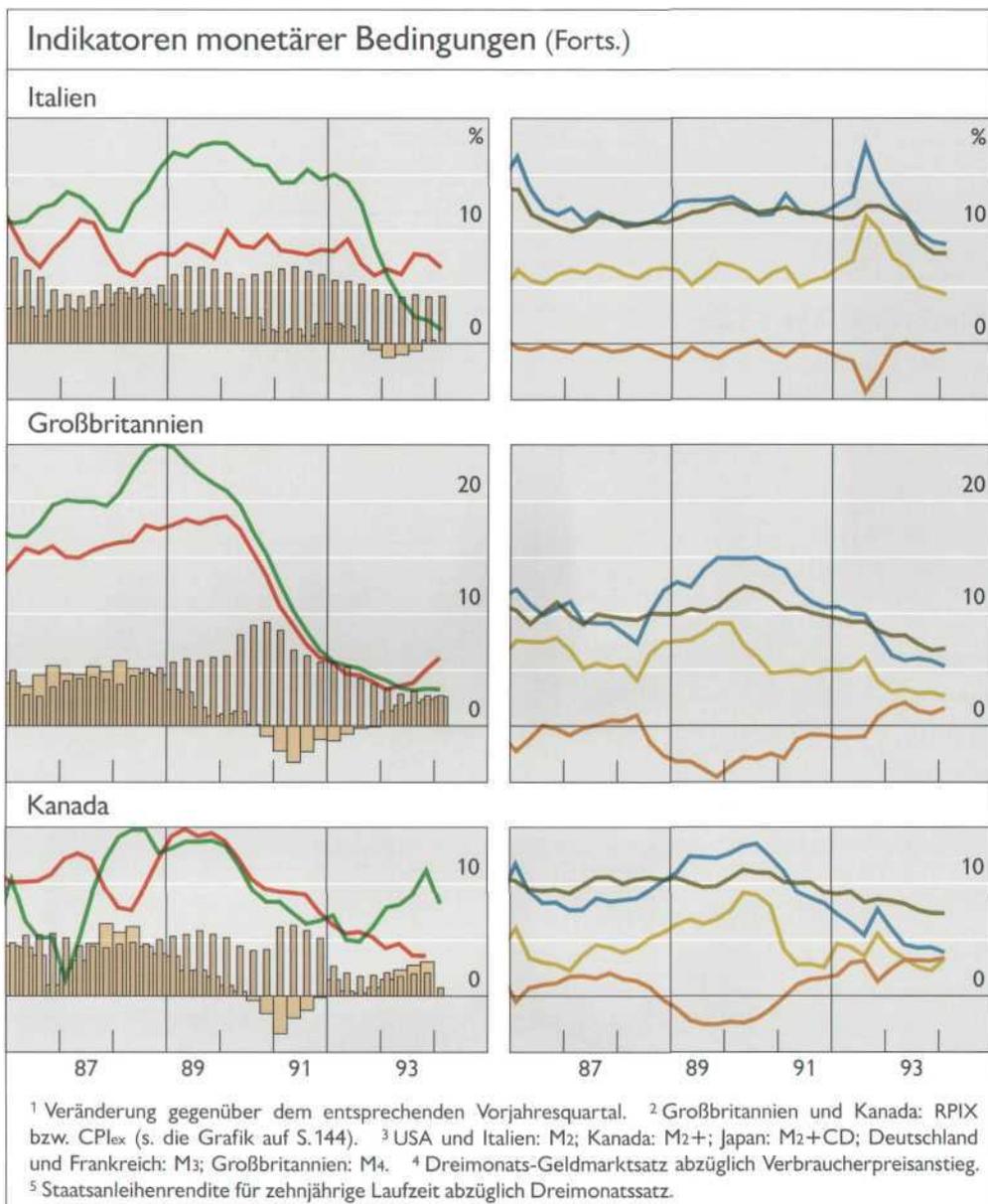
... Deutschland,  
Frankreich,  
Großbritannien,  
Italien ...

In den vier größten europäischen Volkswirtschaften waren die kurzfristigen Zinsen Ende 1992 und Anfang 1993 gemessen an den aktuellen Inflationsraten und den Kapitalmarktrenditen hoch. In Großbritannien und Italien sanken sie real betrachtet nach dem Übergang der Währungen zum Floating. In Großbritannien erstreckte sich der Rückgang etwa auf die ersten sechs Monate nach der Wechselkursfreigabe, wogegen der Zinsrückgang in Italien eher langsam



verlief und sich über das ganze Jahr hinzog. In Deutschland wurden die kurzfristigen Zinssätze schrittweise herabgesetzt, als der Inflationsdruck nachließ, und in Frankreich bildeten sie sich in realer Betrachtung nach der Bandbreitenerweiterung im EWS ebenfalls deutlich zurück. Die Kapitalmarktrenditen in Deutschland, Frankreich und Italien wiesen nach der Jahresmitte 1993 allgemein einen Abwärtstrend auf und lagen bis zum Jahresbeginn 1994 unter den kurzfristigen Notierungen.

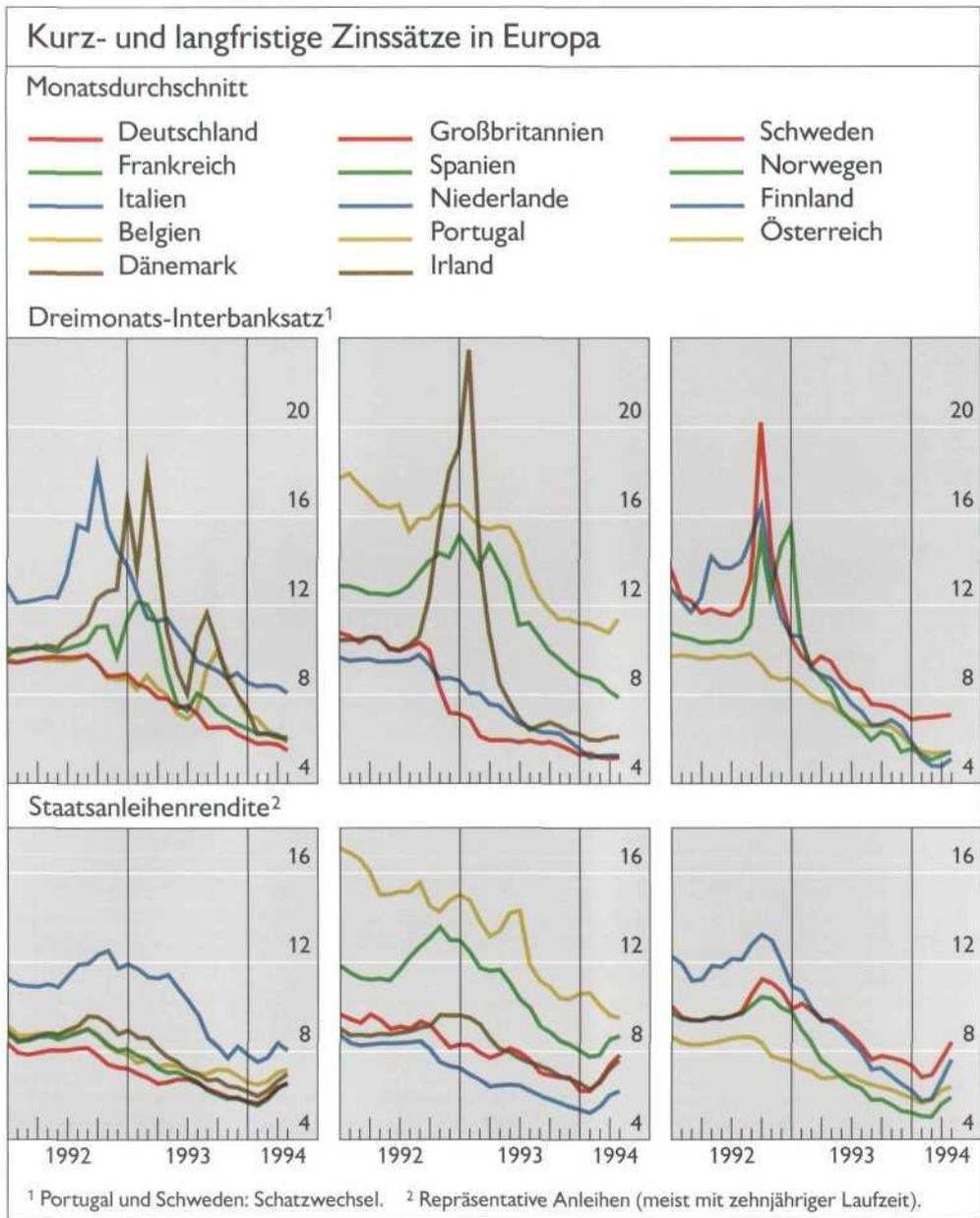
Das Wachstum der Geldmenge M<sub>3</sub> in Deutschland blieb 1993 hoch. Die Nachfrage nach langfristigen Krediten war stark, während sich die nach kurzfristigen deutlich abschwächte. Die Beschleunigung der monetären Expansion Ende 1993 und Anfang 1994 spiegelte zum Teil durch steuerliche Änderungen bedingte Sondereinflüsse wider. Das schnellere Wachstum von M<sub>4</sub> in



Großbritannien war mit einer Erholung der Bankausleihungen an den privaten Sektor verbunden; dagegen blieb die Geld- und Kreditnachfrage der Unternehmen schwach. In Frankreich wiesen M<sub>3</sub> und die Bankkredite einen Rückgang auf, zum einen in Reaktion auf die Konjunkturschwäche, zum anderen aber auch aufgrund von Verschiebungen bei Krediten und bei Einlagen an den Finanzmärkten infolge von Änderungen der steuerlichen Behandlung von Geldmarktfonds. Der starke Anstieg von M<sub>2</sub> in Italien im Jahr 1993 dürfte hauptsächlich auf sinkende Zinsen zurückzuführen sein.

... und Kanada

In Kanada verfolgte die Geldpolitik zwei Ziele, nämlich die monetären Bedingungen angesichts der schwachen Kapazitätsauslastung zu lockern und gleichzeitig dem Abwärtsdruck auf den Wechselkurs zu begegnen, der das festgesetzte Inflationsziel gefährden könnte. Die kurzfristigen Zinsen sanken das gesamte Jahr 1993 hindurch, aber als die Behörden im Frühjahr 1994 den Wertverlust des kanadischen Dollars zu begrenzen versuchten, kletterten sie – trotz seit langem zugunsten Kanadas bestehender Inflationsdifferenzen – wieder deutlich über das



Niveau in den USA. Die Anleihenrenditen waren in Kanada weiterhin höher als in den USA, was offensichtlich auf Risikoprämien im Zusammenhang mit politischen Unsicherheiten und – insbesondere in einigen Provinzen – hohen Budgetdefiziten zurückzuführen war. Obwohl Schuldner und Gläubiger des Unternehmenssektors eine Präferenz für Kapitalmarktinstrumente zeigten, gaben die Zuwachsraten der Bankkredite und der Geldmenge M<sub>2</sub>+ die allmähliche Konjunkturerholung wieder.

*Geldpolitik und monetäre Bedingungen in anderen Industrieländern*

In vielen Ländern wurde die Zinspolitik weiterhin maßgeblich durch die Entwicklungen an den Devisenmärkten bestimmt. In einigen Ländern des EWS-Wechselkursmechanismus führten die Bemühungen um die Verteidigung des Wechselkurses Anfang und Mitte 1993 zu einem deutlichen Anstieg der kurzfristigen Zinsen. Nach der Bandbreitenerweiterung im Wechselkursverbund blieb die Politik vorsichtig; die Zinssenkungen zielten im allgemeinen auf eine

Geldpolitik in den Ländern des EWS-Wechselkursverbunds

Wiederherstellung der vor der Krise geltenden Zinsdifferenzen gegenüber Deutschland. Im Frühjahr 1994 standen die Währungen im Kursband des Wechselkursmechanismus relativ betrachtet wieder ähnlich zueinander wie vor der Bandbreitenerweiterung.

Finnland,  
Norwegen und  
Schweden

Nur in wenigen europäischen Ländern unterschritten die nominalen kurzfristigen Zinssätze 1993 und Anfang 1994 die deutschen Notierungen. Neben Großbritannien zählen dazu Finnland, dessen Währung zunächst abgewertet hatte, sich im letzten Jahr aber real erholte, Norwegen, das die Krone gegenüber der ECU nach einer leichten Abwertung Ende 1992 stabil hielt, und die Niederlande, deren Währung sich weiterhin stark an die D-Mark anlehnte. Die kurzfristigen Zinssätze in Schweden sanken beträchtlich, verharrten aber deutlich über jenen in Deutschland.

Bei der Beurteilung der Entwicklungsrichtung der Geldpolitik und der monetären Bedingungen müssen auch Veränderungen an den Devisenmärkten berücksichtigt werden. Sinkt der Wechselkurs bei unveränderten Zinssätzen, bedeutet dies eine effektive Lockerung der geldpolitischen Konditionen. Durch die Auswirkungen auf den realen Außenbeitrag und den direkten Einfluß steigender Importkosten kann – bei sonst unveränderten Bedingungen – der Inflationsdruck steigen.

Auswirkungen  
von Wechselkursänderungen auf  
monetäre  
Bedingungen

Während der letzten zwei Jahre haben sich die realen Wechselkurse der europäischen Währungen sehr unterschiedlich entwickelt. In Schweden und Finnland sowie in Großbritannien und Italien wurden die monetären Bedingungen

Reale Zinssätze und reale Wechselkurse							
Land	Realer kurzfristiger Zinssatz <sup>1</sup>					Veränderung des realen Wechselkurses <sup>2,4</sup>	
	Stand <sup>2</sup>			Veränderung <sup>3</sup>			
	März			März gegen März des Vorjahres			
	1992	1993	1994	1993	1994	1993	1994
Deutschland	4,9	3,7	2,6	-1,1	-1,1	9,4	0,7
Frankreich	7,2	9,1	4,8	1,9	-4,3	7,7	0,4
Belgien	6,9	5,4	3,9	-1,5	-1,6	2,4	- 2,7
Niederlande	5,7	5,1	2,3	-0,6	-2,8	6,0	0,3
Dänemark	7,5	13,4	4,4	5,9	-8,9	7,6	- 3,7
Irland	6,9	9,1	4,4	2,1	-4,7	- 3,7	- 4,2
Spanien	5,7	10,6	3,2	4,9	-7,5	- 9,6	-16,2
Italien	6,9	7,1	4,2	0,2	-2,9	-21,5	- 4,1
Großbritannien	4,9	2,5	2,7	-2,4	0,2	-14,6	1,4
Schweden	9,3	4,8	5,4	-4,5	0,6	-25,0	- 9,5
Norwegen	7,8	6,3	4,3	-1,6	-2,0	- 0,4	- 3,3
Finnland	9,4	6,2	4,4	-3,2	-1,6	-25,9	1,5
Japan	3,1	2,1	1,1	-1,0	-1,0	21,0	16,8
Kanada	5,1	3,4	4,2	-1,7	0,8	- 5,0	-10,1
Australien	5,9	4,1	3,6	-1,7	-0,6	- 7,3	- 2,7
Schweiz	2,7	1,5	2,6	-1,2	1,1	- 0,1	4,8

<sup>1</sup> Dreimonatssatz abzüglich Verbraucherpreisanstieg der vorangegangenen zwölf Monate (Großbritannien: Einzelhandelspreise ohne Hypothekenzinszahlungen; Kanada: Verbraucherpreise ohne Nahrungsmittel und Energie). <sup>2</sup> Prozent. <sup>3</sup> Prozentpunkte. <sup>4</sup> Gewogener Wechselkurs auf der Basis der Lohnstückkosten.  
Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen.

durch eine Abwertung der Währung im Zeitraum 1992/93 gelockert. In Spanien und Irland wurde die Wirtschaftstätigkeit durch die Realignments im EWS-Wechselkursmechanismus, die einen deutlichen Rückgang der realen Auenwerte bedeuteten, stimuliert. In Belgien veränderte sich der reale effektive Wechselkurs im Berichtszeitraum per saldo kaum, in den Niederlanden und Dänemark stieg er dagegen an.

In den kleineren europäischen Volkswirtschaften waren die Unterschiede in der Entwicklung der realen Wechselkurse im Jahr 1993 von größerer Bedeutung als die der realen Zinssätze. Seit Anfang 1992 sind die Realzinsen in allen europäischen Ländern per saldo gefallen. In Belgien, den Niederlanden, Dänemark und Spanien sanken die kurzfristigen Zinssätze zwischen Jahresbeginn 1992 und Frühjahr 1994 in realer Betrachtung – weitgehend in Übereinstimmung mit dem Rückgang in Deutschland – um etwa 2–3 Prozentpunkte. In Schweden, Norwegen und Finnland sind sie insgesamt etwas stärker gefallen. In beiden Ländergruppen blieben sie aber höher als in Deutschland.

Zwar hat der Rückgang der kurzfristigen Zinsen dazu beigetragen, den Weg für einen Konjunkturaufschwung zu ebnen, aber für die Finanzierung der privaten Haushalte und Wirtschaftsunternehmen spielen in vielen Ländern Kontinentaleuropas – wie weiter unten diskutiert – die langfristigen Zinssätze eine entscheidende Rolle. Interessanterweise fielen die langfristigen Sätze im letzten Jahr in den meisten europäischen Ländern, deren Währungen sich abgewertet hatten, stärker als die Renditen in Deutschland. Tatsächlich verringerten sich die Differenzen sogar gegenüber dem Frühjahr 1992, der Zeit vor der Krise. Hierin kommt ohne Zweifel zum Ausdruck, daß sich das Währungsrisiko im Anschluß an die Abwertung zunächst verringerte und sich die Anzeichen mehrten, daß die Abwertung nur in vergleichsweise mäßigem Umfang auf die Preise durchschlug. Der – wenngleich letztlich erfolglose – starke Widerstand gegen den Druck der Devisenmärkte und die anschließend praktizierte Behutsamkeit bei der Senkung der kurzfristigen Zinssätze dürften die Glaubwürdigkeit der Politik jedoch erhöht haben. Darüber hinaus stärkten in einer Reihe von Abwertungslandern Schritte zur Festigung des institutionellen Rahmens der Geldpolitik – z. B. die Erhöhung der Autonomie der Zentralbank – das Vertrauen der Öffentlichkeit in eine stabilitätsorientierte Politik.

In Australien halfen der Rückgang des realen Wechselkurses bis September 1993 und seine anschließende Erholung, die konjunkturellen Effekte der Preisentwicklung bei den Rohstoffexporten zu dämpfen. Der Tagesgeldsatz wurde konstant gehalten. Die Wirkung der realen Aufwertung des Schweizer Frankens Ende 1993 auf die monetären Bedingungen in der Schweiz wurde durch eine Senkung der kurzfristigen Zinsen teilweise ausgeglichen. In beiden Ländern – deren Währungen bereits seit langem frei schwanken – blieben die realen kurzfristigen Zinssätze höher als in den USA.

Veränderung  
der realen  
kurzfristigen  
Zinssätze

Langfristige  
Zinssätze

Geldpolitik in  
Australien und  
der Schweiz

## Geldpolitik und Inflation

### *Alternative geldpolitische Konzepte*

Viele Jahre lang ging die Geldpolitik in den meisten Industrieländern von der Prämisse aus, daß sowohl Preisstabilität als auch ein befriedigendes gesamtwirt-

Verwendung von  
Zwischenzielen  
in der  
Geldpolitik

schaftliches Ergebnis am besten erreicht werden können, wenn die Geldpolitik an einem Zwischenziel ausgerichtet wird, das als nominaler Anker dient. Die Stabilisierung des Wachstums eines entsprechend gewählten monetären Aggregats (eine angemessene Stabilität der Geldnachfrage vorausgesetzt) oder ein geeignetes Wechselkursziel (bei gegebener befriedigender Wirtschaftslage in einem Ankerland) wurden als bester Weg zur Erreichung der Preisstabilität auf mittel- und langfristige Sicht betrachtet. Langfristige Preisstabilität wiederum galt als das gedeihlichste Umfeld für das Wachstum von Produktion, Investitionen und Beschäftigung. Der Nachteil, daß dadurch die Möglichkeit der Währungsbehörden eingeschränkt wird, auf Störungen mit diskretionären Schritten zu reagieren, wurde geringer eingeschätzt als das Risiko, daß diskretionäre Maßnahmen mißverstanden oder zu sehr von politischen Erwägungen beeinflusst werden könnten. Die Verwendung von Zwischenzielen für eine konsistente Geldpolitik sollte systematische inflatorische Verzerrungen begrenzen und den Aufbau von Glaubwürdigkeit ermöglichen.

Geldpolitische  
Konzepte  
stärker  
diversifiziert

In jüngster Vergangenheit wurden die geldpolitischen Konzepte in verschiedenen Ländern – insbesondere hinsichtlich der Verwendung von Zwischenzielen und Indikatoren – stärker diversifiziert. Es herrscht weithin Übereinstimmung, daß die Geldpolitik zwar kurzfristige Produktionseffekte haben kann, langfristig aber in erster Linie die Preissteigerungsrate beeinflusst, während die Inflation wiederum die effiziente Nutzung der Ressourcen beeinträchtigt. Größere Uneinigkeit besteht hingegen darüber, wie am besten sichergestellt werden kann, daß das Ziel der Preisstabilität beim Einsatz des geldpolitischen Instrumentariums angemessen berücksichtigt wird. Einige Zentralbanken haben ihr diesbezügliches Konzept geändert. In Großbritannien, Kanada, Schweden, Finnland und Neuseeland wurden quantifizierte Inflationsziele beschlossen. In den Niederlanden und Österreich werden als Zwischenziel weiterhin eng begrenzte Wechselkursbindungen verwendet. Die Leitkurse im EWS-Wechselkursmechanismus stehen auch in den Ländern, für die die erweiterten Schwankungsmargen gelten, weiter im Mittelpunkt der Politik. Andere Länder stützen sich auf ein Bündel von Indikatoren, wobei in den USA und Japan in den letzten beiden Jahren weniger Gewicht auf monetäre Aggregate gelegt wurde.

#### *Geldmengenziele*

Geldmengenziele können der Politik einen klaren Fixpunkt bieten und sind hilfreich, um die Verantwortung der währungspolitischen Instanzen für die Preisentwicklung zu unterstreichen. Sie verlieren jedoch an Nutzen, wenn die Veränderungen des gewählten Aggregats nicht in einem genügend engen Zusammenhang mit dem eigentlichen Ziel der Geldpolitik stehen oder mit dem Instrumentarium der Zentralbank nicht ausreichend unter Kontrolle gehalten werden können. In den letzten zwei bis drei Jahren haben sich die Schwierigkeiten der Zentralbanken bei der Verwendung monetärer Aggregate als Ziele und Indikatoren weiter vergrößert, und zwar in den USA und in Japan infolge des rückläufigen Anteils der Banken am Finanzgeschäft und in einigen europäischen Ländern infolge der Auswirkungen der Devisenmarktunruhen auf die monetären Entwicklungen.

Den Zielen und Projektionen für das Wachstum monetärer Aggregate

wird in den USA, Japan und Großbritannien nicht mehr eine so große Bedeutung beigemessen. In Deutschland, der Schweiz, Frankreich, Italien, Spanien und Griechenland werden weiterhin Geldmengenziele verwendet. In der Schweiz beziehen sich die normativen Zuwächse der monetären Basis auf einen Zeitraum von mehreren Jahren, wobei konjunkturbedingte oder andere Abweichungen in einzelnen Jahren akzeptiert werden. Auch in Frankreich gelten die Vorgaben hinsichtlich Geldmenge und Inlandskrediten ab 1994 nur für einen mittelfristigen Zeitraum. In Deutschland steht das Geldmengenziel weiterhin im Mittelpunkt der Geldpolitik, wenngleich die Bundesbank die kurzfristigen Geldmengenentwicklungen seit langem im Lichte anderer Indikatoren flexibel interpretiert. Nachdem sich in Italien und Spanien die Wechselkurszwänge für die Geldpolitik gelockert hatten, wurde normativen Vorgaben für die monetäre Expansion – neben anderen Indikatoren – eine wachsende Rolle als geldpolitische Richtschnur zugewiesen, aber angesichts der Konjunkturschwäche wurden im letzten Jahr Zielüberschreitungen hingenommen. Offensichtlich werden neuerdings monetäre Aggregate im Rahmen der Strategien zur Inflationskontrolle mit sehr viel Flexibilität zur Interpretation monetärer Entwicklungen herangezogen.

Flexible Interpretation der Entwicklung monetärer Aggregate

#### Wechselkursziele

Während bis Mitte 1992 die Fixierung des Wechselkurses in den meisten europäischen Industrieländern noch die Grundlage der Geldpolitik bildete, lassen seither fünf Länder ihre Währungen frei schwanken und setzen andere Strategien der Inflationskontrolle ein. Die Bandbreitenerweiterung im EWS-Wechselkursmechanismus im letzten Jahr führte jedoch nicht dazu, daß die Mitgliedsländer den zusätzlichen Grad an Flexibilität für eine unabhängige Lockerung der Geldpolitik nutzten. Vielmehr wird aus der anschließenden

Wechselkurse weiterhin Anker der Geldpolitik in den Ländern des EWS-Wechselkursverbunds

Veröffentlichte Zielvorgaben für monetäre Aggregate						
Viertes Quartal gegen viertes Quartal des Vorjahres in Prozent <sup>1</sup>						
	USA			Japan	Deutschland	Frankreich
	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>	TDNS	M <sub>2</sub> +CD	M <sub>3</sub>	M <sub>3</sub>
1993 Zielvorgabe <sup>2</sup>	1–5	0–4	4–8	2	4½–6½	4–6½
Ergebnis	1,3	0,5	4,9	1,6	7,4	–1,5
1994 Zielvorgabe <sup>2</sup>	1–5	0–4	4–8	1–2 <sup>3</sup>	4–6	5
	Großbritannien		Italien	Spanien	Schweiz	Griechenland
	M <sub>0</sub>	M <sub>4</sub>	M <sub>2</sub>	ALP	NBG	M <sub>3</sub>
1993 Zielvorgabe <sup>2</sup>	0–4	3–9	5–7	4½–7½	3	9–12
Ergebnis	5,6	5,9	7,8	8,6	2,8	15,2
1994 Zielvorgabe <sup>2</sup>	0–4	3–9	5–7	3–7	1	9–11

Anmerkung: TDNS = gesamte Inlandsverschuldung der nichtfinanziellen Sektoren; M<sub>0</sub> = weit abgegrenzte monetäre Basis; ALP = liquide Mittel in der Hand privater Nichtbanken; NBG = Notenbankgeldmenge.

<sup>1</sup> Spanien und Griechenland: Dezember gegen Dezember des Vorjahres; Ergebnis in Großbritannien: Zwölfmonatszeitraum bis März des folgenden Jahres. <sup>2</sup> Großbritannien und USA (TDNS): angestrebte Bereiche; Japan und (für 1993) Schweiz: nur Projektion. Die Werte für die Schweiz und Frankreich für 1994 sind mittelfristige Vorgaben. Der Wert für Frankreich dient auch als Referenz für das Wachstum der Inlandsverschuldung. <sup>3</sup> Zweites Quartal gegen zweites Quartal des Vorjahres.

Entwicklung ihrer Geldpolitik und ihrer Wechselkurse erkennbar, daß die EWS-Leitkurse weiterhin als mittelfristiger Anker der Geldpolitik dienen.

Es ist seit langem anerkannt, daß eine auf festen Wechselkursen basierende Politik zufriedenstellende Inflationsdaten im Land der Ankerwährung erfordert und Zielkonflikte heraufbeschwören kann, wenn die konjunkturelle Entwicklung auseinanderläuft. In Europa wurde dies jedoch erst nach der deutschen Vereinigung relevant, da Wechselkursziele bis dahin eine positive Rolle bei der Inflationsbekämpfung gespielt und die konjunkturellen Bedingungen einigermaßen übereingestimmt hatten. Nach der deutschen Vereinigung traten die Unterschiede in der konjunkturellen Entwicklung verstärkt in Erscheinung und waren einer der Gründe dafür, daß einige Länder im Jahr 1992 den Wechselkurs ihrer Währung freigaben. Die Bandbreitenerweiterung im EWS 1993 war hingegen eher eine Reaktion auf Probleme mit der Einhaltung enger Wechselkursmargen angesichts umfangreicher grenzüberschreitender Kapitalströme, die durch die Aufhebung der Devisenkontrollen und die zunehmende Institutionalisierung der privaten Ersparnisbildung gefördert wurden.

In den meisten Ländern des EWS-Wechselkursmechanismus sehen die geldpolitischen Instanzen noch immer Vorteile in Wechselkursankern, weil das Ziel gut sichtbar ist und die Unterstützung der Öffentlichkeit hierfür leicht mobilisiert werden kann. Systematische Anpassungen des Wechselkurses zum Ausgleich zyklischer Störungen sind unvereinbar mit seiner Verwendung als disziplinierendes Instrument der Geldpolitik und ökonomischen Integration. Große Ausschläge frei schwankender Wechselkurse wirken sich bisweilen – wie 1993 in Japan – ungünstig auf die Konjunktur aus. Aber wie die jüngsten Erfahrungen gelehrt haben, ist die Wahl einer Wechselkursbindung auch mit Gefahren verbunden, wenn sie bei Anspannungen nicht durchgehalten werden kann.

#### *Diskretionäre Nachfragesteuerung und ein Realzinsansatz*

Diskretionäre  
Ansätze

Ohne verlässliche Zwischenziele müssen die Währungsbehörden einen eher diskretionären Ansatz verfolgen. Dabei stützen sie sich auf eine Anzahl von Indikatoren, anhand derer sie beurteilen, ob die Instrumente angepaßt werden müssen, um die Vereinbarkeit von Wirtschaftswachstum und nichtinflationären Kapazitätsauslastungsgraden zu wahren. Sie berücksichtigen dabei gezielt die Art der Störungen, die die Gesamtnachfrage und die Wirtschaftsaktivität beeinflussen, z. B. die Verknappung des Kreditangebots und die Preisschwäche bei Vermögenswerten, wie sie in den letzten Jahren in den USA und in Japan beobachtet werden konnten. Ein solcher Ansatz stellt jedoch eine zweifache Herausforderung dar, denn zum einen müssen die zeitlichen Wirkungsverzögerungen angemessen berücksichtigt werden, und zum anderen ist überzeugend klarzumachen, warum schon geldpolitische Maßnahmen ergriffen werden, bevor sich die Inflationsentwicklung sichtbar geändert hat.

Kriterien für  
Realzinsen

Um zu beurteilen, ob eine Anpassung der nominalen Zinsen gerechtfertigt werden kann, ist es manchmal von Nutzen, das implizite Niveau der Realzinsen mit dem Wert zu vergleichen, der im Durchschnitt eines Konjunkturzyklus als „normal“ betrachtet werden könnte. Diese Vorgehensweise schlug der Vorsitzende des Federal Reserve Board im Juli 1993 gegenüber dem Kongreß vor.

Dabei geht es um folgendes: Zwar können die realen Zinssätze zur Bekämpfung von Schwächen im Finanzsystem oder Überhitzungen für einen gewissen Zeitraum niedrig oder hoch gehalten werden, aber wenn die Realzinsen über längere Zeit von ihrem Durchschnittswert abweichen, wird dies schließlich zu einer zu heftigen Korrektur führen und somit die Konjunkturschwankungen verstärken.

Es ist natürlich schwierig zu sagen, wo das „neutrale“ Niveau der Realzinsen liegen könnte. In den meisten Industrieländern scheinen die realen Zinsen in den achtziger Jahren höher gewesen zu sein als in den siebziger Jahren, aber Ausmaß und Ursachen der Veränderung bleiben umstritten. Bei der Bewertung langfristiger realer Gleichgewichtszinssätze als regelmäßig verwendete geldpolitische Informationsgröße müßten zyklische und strukturelle Veränderungen berücksichtigt werden, die auf nichtmonetäre Einflüsse zurückgehen, wie erwartete Entwicklungen der öffentlichen Haushalte und der Rentabilität von Investitionen. Auf einem unangemessenen Niveau gehaltene Realzinsen könnten zu einem sich selbst verstärkenden inflationären oder deflationären Prozeß führen.

Der reale Tagesgeldsatz in den USA scheint nur jeweils für kurze Zeit negativ gewesen zu sein. Die wichtigste Ausnahme war Mitte der siebziger Jahre, als die Geldpolitik – darüber ist man sich nunmehr weitgehend einig – übermäßig expansiv war und mit zur anschließenden Inflationsbeschleunigung beitrug. Im letzten Jahr war der reale Tagesgeldsatz in den USA wahrscheinlich negativ, während er in allen anderen Ländern positiv war. Angesichts der Stärke des Wirtschaftsaufschwungs in den USA und in Anbetracht des Fehlens verlässlicher monetärer Aggregate, die eine rechtzeitige Straffung der Geldpolitik gestützt hätten, könnte man durchaus argumentieren, daß die Inflationsgefahr steigt, wenn die von der Geldpolitik beeinflussten Realzinsen zu lange negativ gehalten werden.

#### *Veröffentlichte Inflationsziele und Indikatoren der Inflationserwartungen*

In den vergangenen Jahren haben die Zentralbanken in Kanada und Neuseeland sowie – nach dem Übergang zum Floating ihrer Währungen – Großbritannien, Schweden und Finnland explizite, mittelfristig ausgerichtete Inflationsziele veröffentlicht. In einigen Ländern wurden die Ziele in Absprache mit der Regierung oder von der Regierung allein festgesetzt. Grundsätzlich könnte ein solcher Ansatz den Verantwortlichen einen größeren Spielraum geben, um auf unerwartete Nachfrageentwicklungen im jeweiligen Land zu reagieren, als Wechselkursziele dies vermögen. Das Ziel kann genutzt werden, um der Überzeugung Ausdruck zu verleihen, daß es keinen langfristigen Trade-off zwischen Produktion und Inflation gibt. Gleichzeitig kann beim zeitlichen Horizont für das Inflationsziel die Tatsache berücksichtigt werden, daß ein übermäßig rascher Abbau der Inflation unerwünschte Folgen für die Wirtschaftstätigkeit haben dürfte. Ohne Zwischenziele, die der Politik als Anker hätten dienen können, wurde versucht, den Einsatz der geldpolitischen Instrumente so abzustimmen, daß die Einhaltung des Inflationsziels gesichert ist.

Die Veröffentlichung von Inflationszielen könnte dazu beitragen, die Kontrolle der Inflation als vorrangiges Anliegen der Geldpolitik stärker in den Blickpunkt zu stellen, auch wenn gleichzeitig ein Zwischenziel verkündet wird. In

Veröffentlichung  
mittelfristiger  
Inflationsziele

Veröffentlichte Inflationsziele <sup>1</sup>						
	Groß- britannien	Kanada	Schweden	Neusee- land	Finnland	Frankreich
	Dezember gegen Dezember des Vorjahres in Prozent					
1993 Zielvorgabe <sup>2</sup>	1–4	1½–3½	–	0–2	–	–
Ergebnis	2,7	1,7	4,1	1,4	1,6	2,1
Langfristige Zielvorgabe <sup>2</sup>	<2	1–3	1–3	0–2	2	<2

<sup>1</sup> Zielgröße in Großbritannien: Einzelhandelspreise ohne Hypothekenzinszahlungen; übrige Länder: Verbraucherpreise. <sup>2</sup> Die für Großbritannien für 1993 ausgewiesene Zielvorgabe bezieht sich auf den Rest der gegenwärtigen Legislaturperiode. Die langfristige Zielvorgabe für Kanada gilt bis 1998, die Vorgaben für Schweden und Finnland gelten ab 1995.

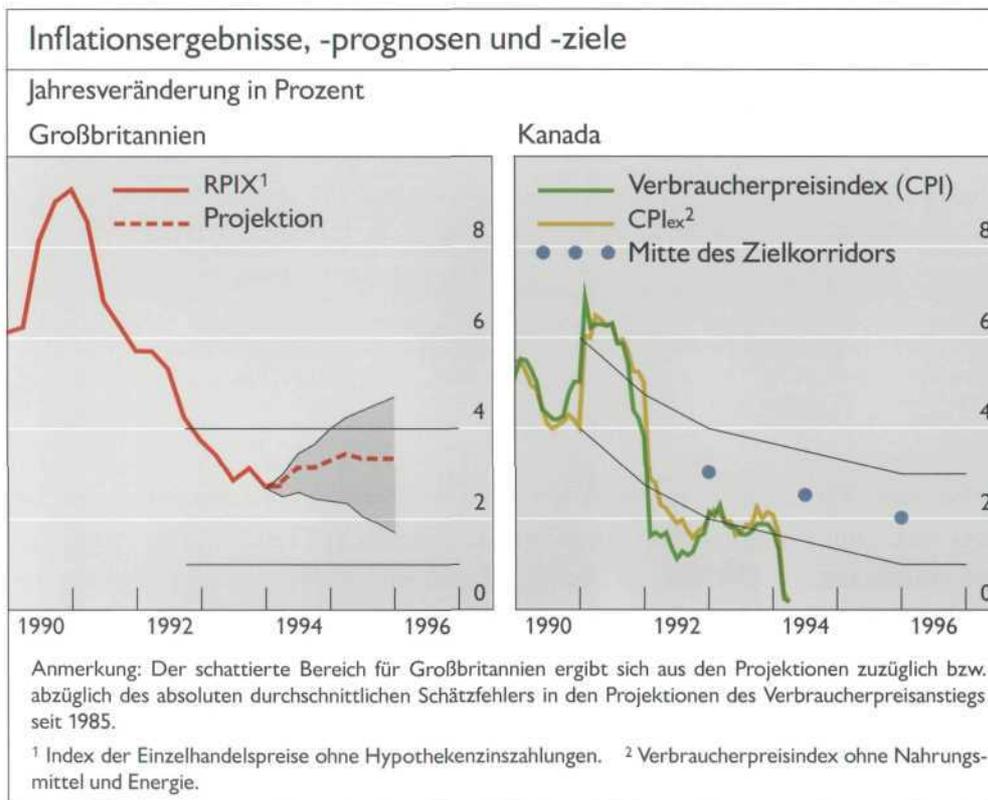
Frankreich wurde im Januar 1994 ein quantifiziertes Ziel für die Preisstabilität zusammen mit mittelfristigen Vorgaben für inländische Geld- und Kreditaggregate publiziert. In Deutschland stellt die bei der Zielfestsetzung des Jahreswachstums der Geldmenge M<sub>3</sub> berücksichtigte tolerierbare Inflationsrate von 2% im Jahresdurchschnitt einen Anhaltspunkt für ein Inflationsziel dar.

Die genaue zahlenmäßige Festlegung eines Inflationsziels dürfte eine engere Selbstbindung der Geldpolitik bedeuten und – falls sie den Druck auf die Zentralbank reduziert, Feinsteuermassnahmen zu ergreifen – zu einer Stärkung der Glaubwürdigkeit beitragen. Die Glaubwürdigkeit des Ziels dürfte durch institutionelle Veränderungen erhöht werden, die die Unabhängigkeit der Zentralbank garantieren oder auf anderem Wege die Geldpolitik von politischem Druck abschirmen.

Zu den mit Inflationszielen verbundenen technischen Fragen gehören das zu verwendende Maß für die Inflation und die Wahl eines Zielpunkts oder -korridors. In der Praxis haben die meisten Währungsbehörden, hauptsächlich wegen seines allgemeinen Bekanntheitsgrads und seines Einflusses auf die Lohnverhandlungen, den Verbraucherpreisindex gewählt. In Kanada, Neuseeland und Schweden werden Steuererhöhungen und andere spezifizierte Schocks gesondert berücksichtigt. In Großbritannien ist die Hypothekenzinskomponente der Wohnkosten, die im wesentlichen von der Geldpolitik beeinflusste Zinssätze widerspiegelt, in dem als Zielgröße verwendeten Preisindex nicht enthalten. Ein Korridor ist zwar weniger genau als ein Punktziel, mag aber gerade deshalb glaubwürdiger erscheinen. Inflationsziele größer als null tragen sowohl Meßfehlern und Verzerrungen von Preisindizes Rechnung als auch den praktischen Problemen, die aus allgemein fallenden Preisen erwachsen würden. In den Ländern, die ein Inflationsziel veröffentlicht haben, lag die Mitte oder der obere Rand des Zielkorridors im allgemeinen bei 2%.

Angesichts der langen Wirkungsverzögerungen zwischen dem Ergreifen geldpolitischer Maßnahmen und einer Veränderung der Inflationsrate müssen die Zentralbanken über Mittel und Wege verfügen, die eine rechtzeitige und angemessene Anpassung ihres Instrumentariums sicherstellen. Wenn Zwischenziele fehlen, muß sich dieser Ansatz zum Teil möglicherweise auf Prognosen über den Zusammenhang von Instrumenteneinsatz, Nachfragedruck und Inflation stützen oder sich schwerpunktmäßig auf einen einzigen Indikator verlassen, wie z. B. im Falle Neuseelands auf den Wechselkurs.

Technische  
Fragen in  
Verbindung mit  
Inflationszielen



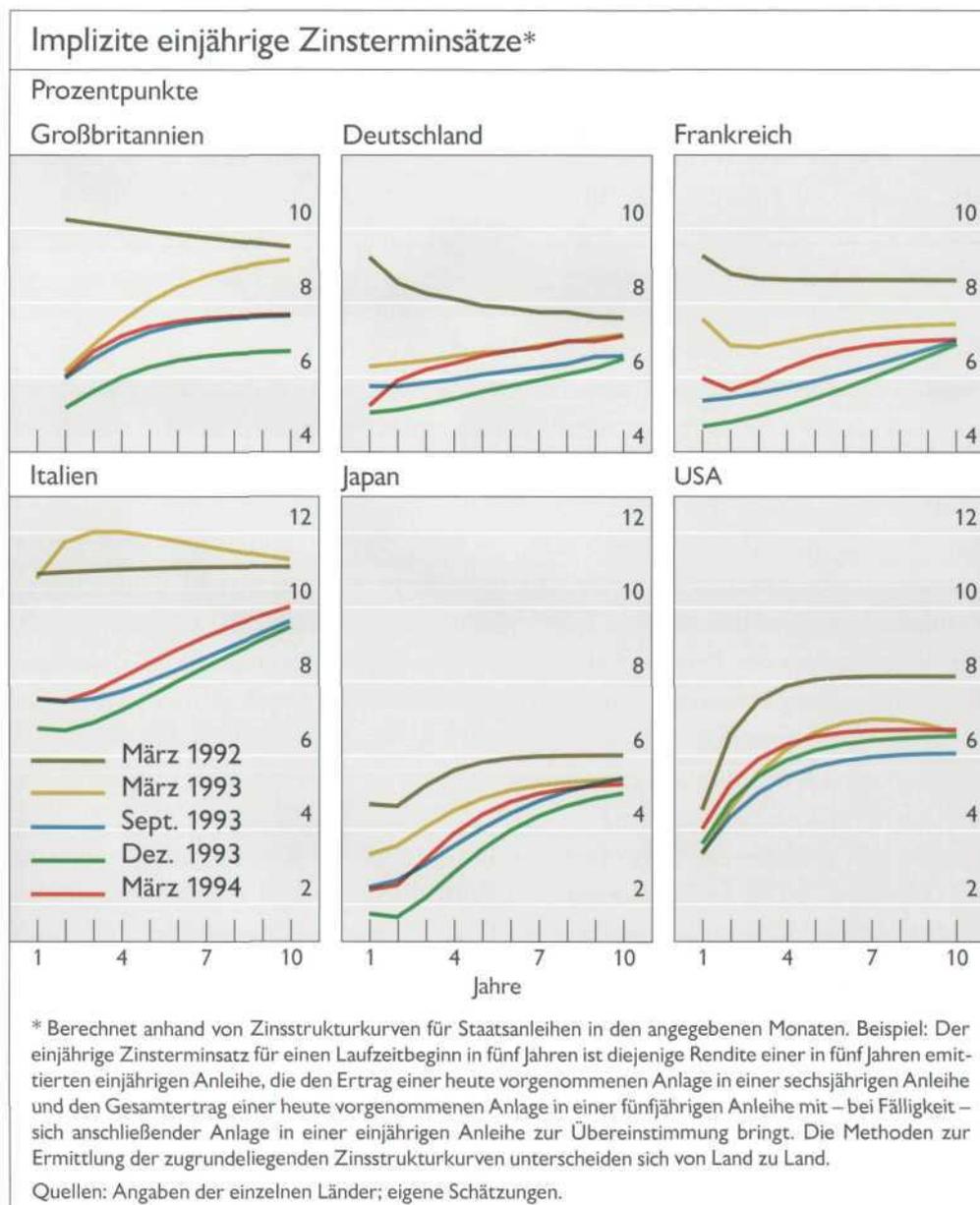
In Kanada und Neuseeland sanken die gemessenen Inflationsraten 1992 auf den unteren Rand des Zielkorridors. Dabei spielten die anhaltende Rezession auf den wichtigsten Exportmärkten eine Rolle sowie – im Falle Kanadas – die Auswirkungen struktureller Änderungen, die die Wirtschaftsaktivität unerwartet stark beeinträchtigten. In Großbritannien, Schweden und Finnland bestand ein Hauptziel darin, zu vermeiden, daß die Inflationsrate in Reaktion auf die Währungsabwertung über das Zielband hinausschoß. Großbritannien, das als erstes dieser drei Länder ein Inflationsziel gewählt hatte, scheint bisher vergleichsweise erfolgreich gewesen zu sein, denn bis Anfang 1994 war die Inflation auf die Mitte des Zielkorridors gesunken. Allgemein ist es aber noch zu früh, um darüber zu urteilen, wie wirksam Inflationszielstrategien zur Begrenzung einer Inflationsbeschleunigung bei einem Wirtschaftsaufschwung sind.

Großbritannien und Schweden bemühen sich vorrangig um eine Verbesserung der Transparenz ihrer Geldpolitik sowie darum, den Marktteilnehmern die Unterscheidung zwischen vorübergehenden und dauerhaften Einflüssen auf die Inflation zu erleichtern. Eine bedeutende Rolle spielen dabei die von der Zentralbank herausgegebenen Inflationsberichte. Diese beinhalten Inflationsprognosen der Zentralbank vor dem Hintergrund der aktuellen Politik, die auf Einschätzungen der Entwicklung der Lohnkosten, des Wechselkurses und der Preise für Vermögenswerte sowie voraussichtlicher Änderungen des Nachfrage-drucks basieren. Prognosen der Inflation in ein oder zwei Jahren können einen Anhaltspunkt dafür liefern, ob Änderungen des geldpolitischen Kurses erforderlich sind, um das Ziel zu erreichen.

Vorhersagen von privater Seite werden ebenfalls genutzt, um rechtzeitige Hinweise auf eine eventuelle Zunahme der Inflationserwartungen zu erhalten.

Inflations-  
ergebnisse  
und -ziele

Meinungsumfragen und Entwicklungen der in der Laufzeitstruktur der Zinssätze enthaltenen Zinsterminsätze wird starke Beachtung geschenkt. Solche Terminsätze können nützlich sein, sie sind aber nicht immer leicht zu interpretieren. Sinkende Zinsterminsätze für die nahe Zukunft, wie sie von Anfang 1992 bis Ende 1993 in vielen europäischen Ländern beobachtet wurden, spiegeln vermutlich Erwartungen wider, wie die Geldpolitik auf konjunkturelle Entwicklungen reagieren wird. Spürbar nachgebende Zinsterminsätze für die fernere Zukunft jedoch, wie sie im gleichen Zeitraum in Großbritannien vorkamen, deuten auf einen Rückgang der langfristigen Inflationserwartungen hin. Dafür spricht auch, daß sich die Inflationserwartungskomponente, die durch einen Vergleich mit Zinsterminsätzen für preisindizierte Staatspapiere für die fernere Zukunft errechnet wurde, von etwa 6% auf rund 3½% reduziert hat. Geringe Rückgänge der nominalen Zinsterminsätze für die fernere Zukunft wurden im letzten Jahr in Italien beobachtet, ebenso in Japan, Deutschland und Frankreich,



wo die Inflationsaussichten seit einiger Zeit offensichtlich als relativ günstig betrachtet werden. Der erneute Anstieg der Zinsterminnotierungen in allen Ländern Anfang 1994 ist schwierig zu interpretieren, aber er könnte darauf hinweisen, daß die vorangegangenen Rückbildungen nicht allein sinkenden Inflationserwartungen zuzuschreiben waren.

## Geldpolitik und Preise für Vermögenswerte

In den vergangenen Jahren fanden die ökonomischen Auswirkungen des Immobilienpreisverfalls – im Anschluß an den Boom Ende der achtziger Jahre – besondere Berücksichtigung bei der Gestaltung der Geldpolitik in den USA, Japan und vielen der europäischen Länder, deren Wechselkurse freigegeben wurden. In verschiedenen Ländern erhöhten starke Rückgänge der nominalen und realen Immobilienpreise über mehrere Jahre die Schuldenlast, führten zur Überschuldung privater Haushalte und veranlaßten Bilanzstrukturanpassungen im privaten Sektor. Ferner hatten sie zur Folge, daß Banken und andere Finanzinstitute ihre Kreditangebotsbedingungen verschärften. Im letzten Jahr zeichnete sich im langgestreckten Preiszyklus beim Wohneigentum die Wende ab, als die Immobilienpreise in den USA, Großbritannien, Kanada und Australien wieder anzogen. In Schweden ging die Zeit fallender Immobilienpreise zu Ende. In Japan und einigen kontinentaleuropäischen Ländern hingegen, wo die Immobilienpreise ihren Höhepunkt erst später erreichten, scheint sich der Rückgang im letzten Jahr fortgesetzt zu haben.

Die Übersteigerung der gewerblichen Bautätigkeit infolge des vorangegangenen Anstiegs der Immobilienpreise hatte in Großbritannien und einigen nordischen Ländern besonders schwere Nachwirkungen und drückt in mehreren anderen Ländern noch immer auf die Preise gewerblicher Bauten. Anzeichen für eine Wiederbelebung der gewerblichen Bautätigkeit gab es im letzten Jahr in einigen der Länder, die den Immobilienpreiszyklus angeführt hatten, u. a. in Kanada und den USA. In Großbritannien stieg der Preisindex für gewerbliche Bauten in den Städten nominal und real; hingegen wurden in Deutschland, Frankreich und insbesondere in Spanien und Italien weitere Rückgänge beobachtet. In Japan, wo der Preisverfall bei den Vermögenswerten zu einer Belastung für die Bankbilanzen wurde, verstärkten die Behörden ihre Bemühungen, Anreize für eine Umstrukturierung zu schaffen. Mit Hilfe fiskalpolitischer Maßnahmen zur Unterstützung des Bausektors wurde versucht, den Rückgang der Immobilienpreise zu bremsen.

In den USA erwies sich der seit mehreren Jahren anhaltende Anstieg der Aktienkurse 1993 als bemerkenswert robust. Er könnte als ein Weg betrachtet werden, über den die lockere Geldpolitik den Konjunkturaufschwung unterstützte. Die weitverbreitete Erholung der Aktienkurse in Europa nach ihrem Tief im September 1992 dauerte 1993 an, wobei der Anstieg im allgemeinen in jenen Ländern am ausgeprägtesten war, in denen die monetären Bedingungen durch eine Abwertung der Währung und eine Senkung der Zinsen gelockert wurden. In Schweden, Norwegen, Finnland, Spanien und Italien war der Anstieg erheblich größer als in Deutschland und Frankreich. In Japan blieben die Aktienkurse im letzten Jahr instabil; die Anfang 1993 einsetzenden Kursgewinne gingen

Immobilienpreise  
und Geldpolitik

Anstieg der  
Aktienkurse im  
Jahr 1993

Nominale und inflationsbereinigte Immobilienpreise								
Land/Stadt	Nominale Preise				Inflationsbereinigte Preise			
	1988	1989	1992	1993	1988	1989	1992	1993
Indizes: 1986 = 100								
Preise für Wohnbauten								
USA	114,5	119,9	132,9	135,6	106,1	106,0	103,8	102,9
Japan	134,9	157,8	150,6	143,5	133,8	153,1	134,9	127,0
Großbritannien	146,5	177,1	165,9	161,7	134,1	150,4	117,2	112,5
Kanada	138,3	155,9	158,5	161,0	127,4	136,8	123,8	123,5
Australien	138,8	165,8	182,5	185,8	119,3	132,5	130,4	130,4
Deutschland	100,5	98,5	150,5	149,5	99,0	94,4	130,5	124,6
Frankreich <sup>1</sup>	117,6	129,4	149,9	147,2	110,9	117,9	125,0	120,2
Schweden	133,9	157,4	171,3	153,1	121,5	134,1	118,2	100,9
Norwegen	117,7	109,1	89,2	91,3	101,5	89,9	66,7	66,8
Finnland	152,2	185,8	121,8	112,9	139,1	159,3	91,7	83,2
Preise für gewerbliche Immobilien in größeren Städten								
USA <sup>2</sup>	107,1	107,9	71,9	68,1	99,2	95,4	56,2	51,7
Tokio	165,9	173,9	136,5	111,5	164,6	168,7	122,3	98,7
London	164,6	160,0	69,2	73,3	150,7	135,8	48,9	51,0
Toronto <sup>3</sup>	124,2	136,3	104,2	91,0	114,4	119,6	81,4	69,8
Sydney	177,8	187,3	82,1	73,6	152,9	149,7	58,7	51,7
Frankfurt	140,9	193,4	199,3	182,5	138,8	185,4	172,8	152,1
Paris	117,6	144,2	119,9	104,9	110,9	131,3	99,9	85,6
Mailand	132,7	167,3	201,0	170,2	120,6	143,1	144,4	117,1
Madrid	203,9	292,9	177,0	112,1	184,8	248,6	125,4	75,9
Stockholm	162,2	183,8	94,6	75,7	147,1	156,6	65,2	49,9
Oslo	110,8	93,5	65,5	67,1	95,5	77,1	49,0	49,1
Helsinki	160,8	189,2	121,6	118,2	147,0	162,2	91,6	87,1

<sup>1</sup> Neuer Wohnraum. <sup>2</sup> Nordosten. <sup>3</sup> Preisindex für Büroraum in Ontario.  
Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen; Preise gewerblicher Immobilien: Jones Lang Wootton; verschiedene private Immobilienverbände.

im Herbst infolge der Enttäuschung über die wirtschaftlichen Aussichten und aufgrund der Aufwertung des Yen größtenteils wieder verloren.

Rückgang der  
Renten- und  
Aktienkurse  
Anfang 1994

Nach der eindrucksvollen Entwicklung im Jahr 1993 schwächten sich die Aktienkurse in vielen Industrieländern Anfang 1994 ab, als befürchtet wurde, daß der anhaltende Rückgang der langfristigen Zinssätze bald zu Ende sein würde. Die Wende bei den Aktienkursen wurde von einer deutlichen Zunahme der Volatilität begleitet.

In den USA, wo die Rentenurse bereits im September 1993 zu sinken begonnen hatten, spiegelte der starke Einbruch von Februar bis April 1994 im Anschluß an eine erste Verschärfung der Geldpolitik im gegenwärtigen Konjunkturaufschwung die Sorge über die Gefahr eines zunehmenden Inflationsdrucks vor dem Hintergrund eines unerwartet starken realen Wachstums wider.

Die zügige Reaktion anderer Finanzmärkte auf den Anstieg der Anleihenrenditen in den USA ist schwieriger zu erklären, wenn man berücksichtigt, daß in Japan und vielen europäischen Ländern eindeutige Signale einer konjunkturellen Erholung fehlen. Der gleichzeitige Rückgang der Rentenurse auf vielen

Nominale und inflationsbereinigte Aktienkurse								
Land	Nominale Kurse				Inflationsbereinigte Kurse			
	Juni 1990	Sept. 1992	März 1993	März 1994	Juni 1990	Sept. 1992	März 1993	März 1994
Indizes: erstes Quartal 1987 = 100								
USA	129,0	149,8	161,2	166,1	110,9	118,4	125,3	125,9
Japan	136,2	78,5	77,9	92,6	127,6	69,5	68,9	80,8
Großbritannien	124,1	122,6	150,0	171,6	98,2	88,2	108,0	120,8
Kanada	100,4	93,4	102,1	122,7	86,4	74,7	80,6	96,7
Deutschland	132,0	100,8	111,6	135,9	123,4	87,0	93,7	110,5
Frankreich	132,6	117,4	130,1	142,6	119,9	99,9	108,8	117,6
Italien	108,5	52,5	72,4	94,8	90,4	38,6	52,0	65,4
Spanien	120,9	87,4	99,8	140,2	100,9	63,4	71,2	95,2
Schweden	185,5	98,6	140,8	203,2	148,0	69,2	95,4	135,4
Norwegen	211,1	109,0	150,8	227,0	177,9	86,3	117,4	174,9
Finnland	128,6	52,7	91,0	170,4	106,8	40,6	69,0	128,7

Märkten Anfang 1994, der in gewisser Weise an den weltweiten Börsenkrach vom Oktober 1987 erinnerte, wurde weithin als eine Korrektur der vorangegangenen hohen Kursanstiege angesehen, die mit der kräftigen Ausweitung der Auslandsengagements verbunden gewesen waren.

### Transmissionswege der Geldpolitik

Der geldpolitische Transmissionsmechanismus ist in letzter Zeit zunehmend in den Mittelpunkt des Interesses gerückt. Drei Faktoren haben dazu beigetragen. Erstens scheint das reale Wirtschaftswachstum im gegenwärtigen Aufschwung langsamer auf die expansivere Ausrichtung der Geldpolitik reagiert zu haben als in früheren Fällen. Dies hat zu der Besorgnis geführt, es könne schwieriger geworden sein, die Gesamtnachfrage über niedrigere Zinsen anzuregen. Zweitens haben die Turbulenzen auf den europäischen Devisenmärkten von Mitte 1992 bis Mitte 1993 die Frage aufgeworfen, inwieweit kurzfristige Zinssätze zur Verteidigung von Wechselkursparitäten genutzt werden können, ohne daß dies negative Effekte auf die Wirtschaftstätigkeit hat. Drittens scheinen die einzelnen Länder unterschiedlich auf geldpolitische Anreize zu reagieren. Damit erhebt sich die Frage, ob Divergenzen im Transmissionsmechanismus zwischen den Ländern bestehen und, wenn ja, was das für die internationale Koordination der Geldpolitik bedeutet. Zwar schließen Unterschiede im Transmissionsmechanismus eine geldpolitische Koordination nicht von vornherein aus, doch muß diese dann die bestehenden strukturellen Unterschiede in Rechnung stellen.

Die Geldpolitik wirkt auf mehreren Wegen auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Durch Beeinflussung der Realzinsen hat sie einen direkten Effekt auf Ersparnis und Investitionen der privaten Haushalte und Unternehmen. Darüber hinaus operiert die Geldpolitik über eine Änderung des Cash-flow, indem sie das verfügbare Einkommen des privaten Sektors beeinflusst. Infolge der Deregulierungen im Finanzsystem und des deutlichen Anstiegs der Bruttoverschuldung der Unternehmen und privaten Haushalte in einer Reihe von Ländern

Cash-flow-Effekte der Geldpolitik immer wichtiger

während der achtziger Jahre ist der Einfluß der Geldpolitik auf den Cash-flow in den letzten Jahren immer wichtiger geworden.

Die Auswirkungen einer geldpolitischen Lockerung auf den Cash-flow des privaten Sektors werden durch die Erfahrungen in Großbritannien und den USA illustriert. Durch die expansivere Ausrichtung der Geldpolitik in Großbritannien ab Ende 1990 verringerten sich die Bruttozinszahlungen des nichtfinanziellen privaten Sektors in Relation zum nominalen BIP vom dritten Quartal 1990 bis zum dritten Quartal 1993 um über 40%. In den USA reduzierten sich die Bruttozinszahlungen des privaten Sektors durch die Lockerung der Geldpolitik von 1989 bis 1993 ganz erheblich. Die Zinszahlungen der Wirtschaftsunternehmen in Relation zum nominalen BIP sanken in dieser Zeit um 30%, jene der privaten Haushalte um 18%.

### *Cash-flow-Effekt*

Der Cash-flow-Effekt im Transmissionsmechanismus der Geldpolitik ist auf die Auswirkungen von Nominalzinsänderungen auf die Zinszahlungsströme der Unternehmen und privaten Haushalte zurückzuführen. Ein Anstieg der Zinsen erhöht die nominalen Zinszahlungen und verschlechtert – auch wenn er lediglich eine entsprechende Zunahme der Inflationsrate nachzeichnet – im allgemeinen die Cash-flow-Position der Schuldner. Wenn die Kreditnehmer nicht in der Lage sind, den höheren Schuldendienst entweder aus dem laufenden Einkommen oder durch zusätzliche Mittelaufnahmen zu finanzieren, werden sie ihre Ausgaben für Güter und Dienstleistungen reduzieren.

Cash-flow-Effekt  
abhängig von:

Für die Bedeutung des Cash-flow-Effekts sind drei Faktoren entscheidend: die Nettoverschuldung der einzelnen Unternehmen und privaten Haushalte, die Reagibilität der für Aktiva und Passiva des privaten Sektors geltenden Zinsen auf Veränderungen der kurzfristigen Zinssätze, deren sich die Zentralbanken bedienen, und die Fähigkeit der Unternehmen und privaten Haushalte, ihre Mittelaufnahme zu erhöhen.

– Struktur der  
Verschuldung

Die Größe des Cash-flow-Effekts hängt in hohem Maße von der Struktur der Verschuldung in der Volkswirtschaft ab. Selbst wenn die privaten Haushalte Nettogläubiger verzinslicher Anlagen sind, hat ein Zinsanstieg nicht notwendigerweise einen expansiven Effekt auf die Konsumausgaben. Zum einen werden Soll- und Habenzinsen nach einer Änderung der Geldpolitik nicht unbedingt gleichzeitig angepaßt, zum anderen können sich Gläubiger und Schuldner innerhalb des Sektors der privaten Haushalte asymmetrisch verhalten: Nettoschuldner unterliegen eher Kreditrestriktionen, wohingegen Nettogläubiger eine geringere marginale Konsumneigung in bezug auf Änderungen des verfügbaren Einkommens haben dürften. Da die Reaktion der Unternehmen und privaten Haushalte auf Veränderungen der Schuldendienstlast bei den Nettoschuldnern wahrscheinlich größer ist als bei den Nettogläubigern, dürften die Daten über die Nettozinszahlungen der Unternehmen und privaten Haushalte (die nicht zwischen Zinszahlungen von Nettoschuldnern und Zinseingängen bei Nettogläubigern unterscheiden) den Cash-flow-Effekt unterzeichnen.

– Reagibilität  
der Zinssätze auf  
die Geldpolitik

Der zweite wichtige Faktor, der den Cash-flow-Effekt der Geldpolitik determiniert, ist die Reagibilität der von den Banken und den Kapitalmärkten bestimmten Zinssätze auf Änderungen der von der Zentralbank kontrollierten

Zinsen. Da die Bedeutung des Cash-flow-Effekts vermutlich unverhältnismäßig stark vom Verhalten der Nettoschuldner abhängt, ist besonders wichtig, in welchem Umfang die für den Kreditbestand des nichtfinanziellen Sektors relevanten Zinssätze von der Geldpolitik beeinflusst werden. Die Bedeutung des Cash-flow-Effekts hängt daher stark von der Laufzeitstruktur der Kredite und dem Ausmaß ab, in dem die vertraglich festgesetzten Kreditzinsen angepaßt werden können. Da sich ferner die Reaktion der Bankzinssätze auf die Geldpolitik vom Verhalten der Kapitalmarktsätze unterscheiden kann, ist auch der Anteil der Bankausleihungen an der gesamten Mittelaufnahme für die Bewertung der Cash-flow-Implicationen der Geldpolitik von Relevanz.

Der dritte Faktor, der das Gewicht des Cash-flow-Effekts beeinflusst, ist das Ausmaß, in dem die Unternehmen und privaten Haushalte ihre Kreditaufnahme an Zinserhöhungen anpassen können. Da für den Umfang der Fremdfinanzierung auch entscheidend ist, ob die entsprechenden Zinszahlungen geleistet werden können, dürfte der Cash-flow-Effekt bei denjenigen Haushalten und Unternehmen besonders ausgeprägt sein, die bereits hoch verschuldet sind und/oder nur über ein niedriges Nettovermögen verfügen. Wenn Zinserhöhungen von einem Rückgang der Preise für Vermögenswerte begleitet werden, der die Fähigkeit der Schuldner untergräbt, Sicherheiten zu stellen, sind die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen besonders groß, wie die jüngsten Erfahrungen in Japan, den USA und den nordischen Ländern lehren. Darüber hinaus spielen Veränderungen der Preise für Vermögenswerte, die den Wert des Kreditportefolles der Banken und damit deren Bereitschaft zur weiteren Kreditvergabe beeinflussen, ebenfalls eine wichtige Rolle bei der Bestimmung des Cash-flow-Effekts der Geldpolitik.

– Kredit-  
restriktionen

### *Struktur der Verschuldung*

Weil Daten über die relative Bedeutung der Finanzierungen zu festen bzw. variablen Zinssätzen nur begrenzt verfügbar sind, ist es schwierig zu beurteilen, inwieweit sich die Struktur der privaten Verschuldung diesbezüglich von Land zu Land unterscheidet. Außerdem ist die Unterscheidung der Kreditgewährung nach fester und variabler Verzinsung an sich schon ungenau, da die Konditionen für einige als festverzinslich klassifizierte Kredite möglicherweise gelegentlich angepaßt werden, während der Zinssatz mancher variabel verzinslicher Ausleihungen vielleicht nur selten neu bestimmt wird oder an einen längerfristigen Kapitalmarktsatz gebunden ist, der auf die durch die Zentralbank gesteuerten kurzfristigen Zinssätze nur schwach reagiert. Da die Trennung zwischen lang- und kurzfristigen Krediten je nach Land unterschiedlich definiert ist, sind ferner die Daten international nicht leicht miteinander zu vergleichen. Zudem haben Innovationen an den Kapitalmärkten den Schuldnern und Gläubigern mehr Spielraum gegeben, die Merkmale der ursprünglichen Kreditkontrakten zugrundeliegenden Zahlungsströme durch die Verwendung derivativer Instrumente abzuändern.

Unterschiede in  
Struktur der  
Verschuldung  
schwierig zu  
beurteilen ...

Diese Vorbehalte sollte man bei der Interpretation der Tabelle gegenüber, die einige Schätzungen über die Struktur der Mittelbeschaffung in einer Reihe von Ländern wiedergibt, im Gedächtnis behalten. Die Tabelle läßt auf wesentliche Unterschiede zwischen den Ländern schließen. In Deutschland und

... aber offen-  
sichtlich von  
Bedeutung

Struktur der Verschuldung des nichtfinanziellen privaten Sektors Ende 1992			
Land	Festverzinsliche Verschuldung <sup>1</sup>	Längerfristige Verschuldung <sup>1</sup>	Bankkredite
Deutschland	53% der Bankkredite zu relativ festen Sätzen	69% der Unternehmensverschuldung, 85% der Wohnbaufinanzierung	89% der Unternehmensverschuldung
Frankreich	87% der Bankkredite an private Haushalte, 31% der Bankkredite an Unternehmen	68% der Unternehmensverschuldung <sup>2</sup> , 87% der Verschuldung der privaten Haushalte	82% der Unternehmensverschuldung <sup>2</sup>
Großbritannien	15% der Bankkredite an kleine Unternehmen	67% der Verschuldung großer Unternehmen <sup>2</sup>	63% der Unternehmensverschuldung <sup>2</sup>
Italien		37% der Unternehmensverschuldung <sup>2</sup> , 71% der Verschuldung der privaten Haushalte	68% der Unternehmensverschuldung <sup>2</sup>
Japan	19% der Bankkredite	43% der Bankkredite	74% der Unternehmensverschuldung <sup>2</sup>
Kanada	40% aller Kredite an Privatunternehmen <sup>2</sup>	42% aller Kredite an Privatunternehmen <sup>2</sup>	27% aller Kredite an Privatunternehmen <sup>2</sup>
USA	47% aller Bankkredite	60% der Unternehmensverschuldung <sup>2</sup> , 69% der Verschuldung der privaten Haushalte	30% der Unternehmensverschuldung <sup>2</sup>
<p>Anmerkung: Stand der Verschuldung, ohne Warenkredite und Aktien. Auf der Grundlage der Angaben der einzelnen Länder; Definitionen von Land zu Land unterschiedlich; Daten sind als Schätzungen zu betrachten.</p> <p><sup>1</sup> USA: Hypotheken und Schuldverschreibungen. <sup>2</sup> Nur Kapitalgesellschaften.</p> <p>Quellen: Angaben der einzelnen Zentralbanken; eigene Schätzungen.</p>			

Frankreich ist ein großer Teil der Kredite durch weitgehend feste Zinssätze gekennzeichnet. Dagegen überwiegen in Großbritannien die Ausleihungen zu variablen Sätzen, und auch in Japan, den USA und Kanada sind diese ziemlich verbreitet. Die Unterschiede in der Laufzeitstruktur der Kredite sind weniger ausgeprägt. Außer in Kanada und den USA ist auch das relative Gewicht der Banken als Finanzierungsquelle in den in der Tabelle aufgeführten Ländern weitgehend ähnlich. Wenn die Zinssätze für die gewerblichen Kredite der Banken schneller auf Veränderungen der Geldpolitik reagieren als die Notierungen an den Kapitalmärkten, dürfte die Wirkung der Geldpolitik in Kanada und den USA dadurch gedämpft werden, daß die Unternehmen dort zum großen Teil den Kapitalmarkt für ihre Finanzierungszwecke nutzen.

Der große Anteil langfristiger festverzinslicher Kredite in einigen Ländern deutet darauf hin, daß sich der durchschnittliche Zinssatz der privaten Verschuldung im Zeitablauf nur langsam bewegt. Selbst beträchtliche Änderungen der Kreditzinsen im Neugeschäft werden daher nur einen geringen Effekt auf die

Cash-flow-Positionen der Schuldner haben. Die weitverbreitete Präferenz für eine langfristige festverzinsliche Kreditgewährung und die daraus folgende Trägheit des durchschnittlichen Zinssatzes für das gesamte Kreditvolumen haben somit große Bedeutung für die Wirkung der Geldpolitik. Sind die Zinssätze für den gegebenen Kreditbestand im wesentlichen durch Kreditvereinbarungen aus der Vergangenheit bestimmt, verzögern sich die Effekte einer jeden Veränderung der kurzfristigen Zinsen, oder sie reduzieren sich, wenn die Politikänderung nur vorübergehend ist. Andererseits können Zinserhöhungen, die lange genug aufrechterhalten werden, um sich in der durchschnittlichen Verzinsung des Kreditbestands niederzuschlagen, für einen beträchtlichen Zeitraum einen kontraktiven Effekt auf die Gesamtnachfrage haben.

Großer Anteil langfristiger festverzinslicher Kredite verlangsamt Transmissionsmechanismus und ...

Die vorstehend erwähnten Unterschiede zwischen den Ländern werfen auch wichtige und schwierige Fragen hinsichtlich des Zusammenhangs zwischen Finanzstruktur und langfristiger wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit auf. Dabei geht es z. B. um die Kosten und den Nutzen von festverzinslichen langfristigen Krediten im Vergleich zu solchen mit variabler Verzinsung oder genauer gesagt um die Frage, ob das Zinsänderungsrisiko zwischen den Schuldnern und den Gläubigern wie auch unter den Gläubigern selbst effizient verteilt ist.

... beeinflusst Verteilung des Zinsänderungsrisikos

Die Fähigkeit und Bereitschaft, ein solches Risiko zu übernehmen, variiert wahrscheinlich sowohl unter den Kreditnehmern als auch unter den Kreditgebern, was darauf hindeutet, daß ein gut funktionierendes Finanzsystem es Gläubigern und Schuldnern ermöglichen sollte, die gewünschte Höhe ihres Zinsänderungsrisikos selbst zu bestimmen. Kreditnehmer, die im Finanzgeschäft entsprechend versiert sind, können dies mittels Zinsswaps, -futures und -optionen tun. Für andere Kreditkunden, die in der Regel nicht am Markt für derivative Instrumente tätig sind, ist es wichtig, daß das Finanzsystem eine hinreichend breite Palette an Kreditkontrakten bietet, die es ihnen ermöglicht, ihr Zinsänderungsrisiko dem gewünschten Niveau anzupassen.

Es ist schwierig festzustellen, ob Schuldner und Gläubiger einem zu großen (oder zu kleinen) Zinsänderungsrisiko ausgesetzt sind und ob die Finanzstruktur ausreichend Möglichkeiten bietet, das Zinsänderungsrisiko angemessen zu verteilen. Während das Fehlen langfristiger festverzinslicher Ausleihungen in vielen Ländern darauf hindeutet, daß die Kreditnehmer ein zu großes Zinsänderungsrisiko eingehen, wie es die jüngsten Erfahrungen der Hypothekarschuldner in Großbritannien illustrieren, kann ein Übergewicht von langfristigen festverzinslichen Ausleihungen Probleme für die Kreditgeber verursachen, wie an den Schwierigkeiten der Spar- und Darlehensbanken in den USA sichtbar wird. Die Entwicklung derivativer Instrumente hat jedoch den Effekt, daß Schuldner und Gläubiger nicht länger gezwungen sind, das volle Zinsänderungsrisiko des zugrundeliegenden Kreditinstruments zu akzeptieren.

Derivative Instrumente und Zinsänderungsrisiko

### *Geldpolitik und Zinszahlungen*

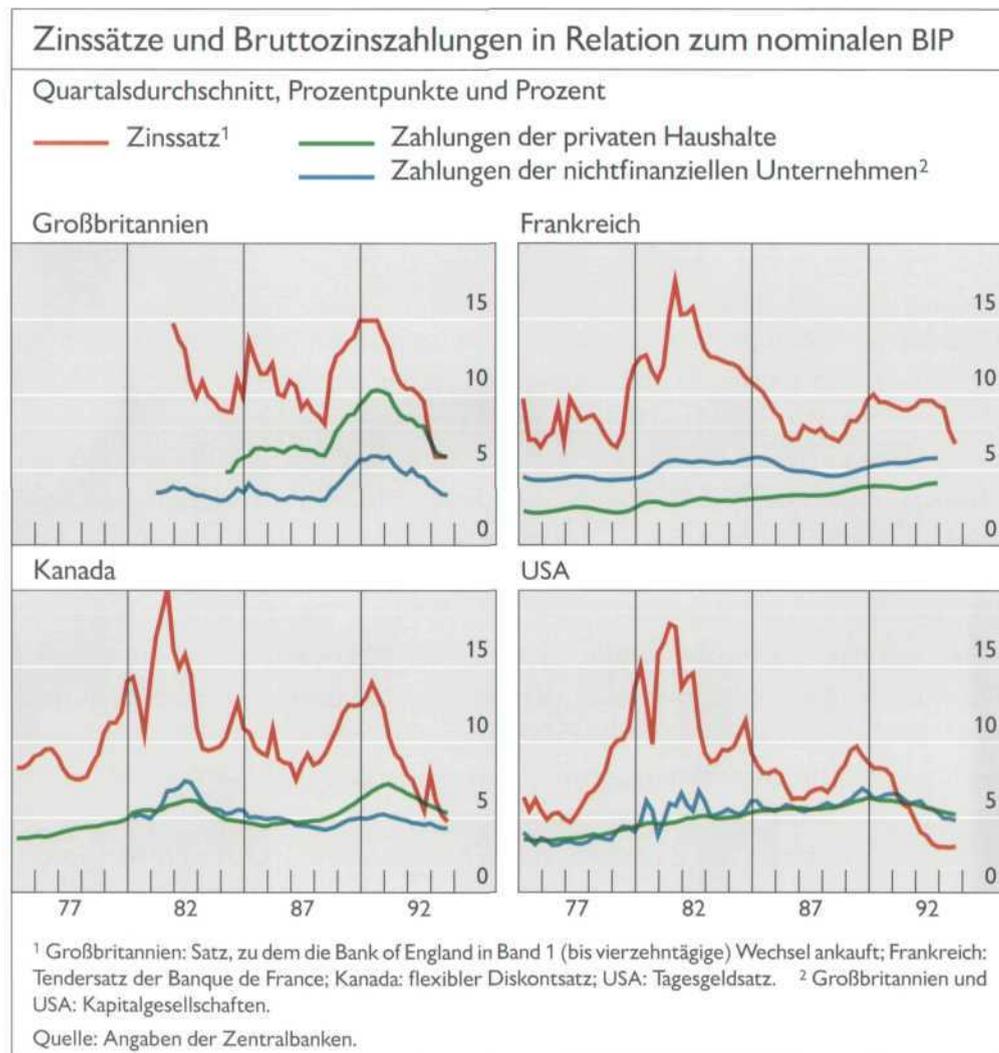
Weitere Hinweise auf die Unterschiede in der Bedeutung des Cash-flow-Effekts zwischen den einzelnen Ländern erhält man, wenn man die Reaktionen der Zinszahlungen von Unternehmen und privaten Haushalten auf geldpolitische Veränderungen betrachtet. Die Grafik gegenüber zeigt die Bruttozinszahlungen der privaten Haushalte und der Wirtschaftsunternehmen in Relation zum nomi-

Finanzstruktur  
und Reaktion  
der Zinszahlun-  
gen auf die  
Geldpolitik

Reaktionen der  
Zinszahlungen  
nach Sektoren

nominalen BIP in vier Ländern, für die entsprechende vierteljährliche Angaben verfügbar sind. Ein Zinssatz, der als Indikator für den geldpolitischen Kurs dient, wurde der Grafik hinzugefügt, um die Rolle der Geldpolitik darzustellen. Die Abbildung läßt eindeutig erkennen, daß die Reaktion der Zinszahlungen auf eine Straffung der Geldpolitik von Land zu Land unterschiedlich ausfällt. In Kanada, Großbritannien und den USA, wo ein Großteil der Kredite mit variablen Zinssätzen versehen ist, scheinen die Zinszahlungen vergleichsweise rasch und ausgeprägt auf eine Verschärfung der Geldpolitik zu reagieren. In Frankreich dagegen sind die Reaktionen offensichtlich begrenzt und verzögert. Wenn die Resultate für Frankreich auch für andere Länder mit umfangreichen langfristigen Finanzierungen zu festen Zinssätzen repräsentativ sind, verdeutlicht das Verhalten der Zinszahlungen, welche wichtige Rolle der Finanzstruktur im geldpolitischen Transmissionsmechanismus zukommt.

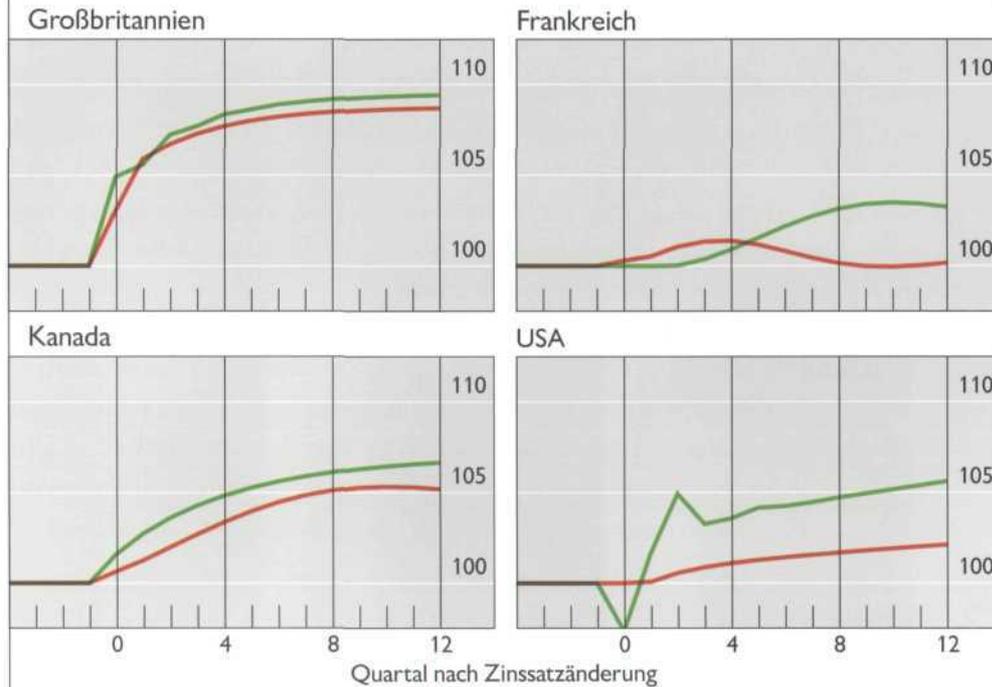
Eine mehr formale Analyse der Daten in der Grafik unterstreicht diese Schlußfolgerungen. Die darin enthaltenen historischen Informationen werden in der Grafik auf S. 154 verwendet, um Reaktionen der Zinszahlungen auf einen dauerhaften Anstieg des den geldpolitischen Kurs anzeigenden Zinssatzes um 100 Basispunkte zu simulieren. Um einen Vergleich zwischen Sektoren und



## Reaktion der Bruttozinszahlungen auf Zinssatzänderungen nach Sektoren\*

Relation Zinszahlungen/BIP vor Zinssatzänderung = 100

— Private Haushalte — Nichtfinanzielle Unternehmen



Anmerkung: Berechnet aus Schätzungen von Error-Correction-Modellen über Zinszahlungen und Zinssätze anhand der Daten in der Grafik auf S. 153. Die Schätzzeiträume beginnen 1976 (Großbritannien: 1982-84) und enden 1993 (Frankreich: 1992).

\* Reaktion auf einen dauerhaften Zinsanstieg um 100 Basispunkte.

Ländern zu erlauben, werden die Zinszahlungen als Index ausgedrückt. Die Grafik veranschaulicht, daß die Auswirkungen von Änderungen der offiziellen Zinssätze auf den Cash-flow der Unternehmen wie auch der privaten Haushalte in Großbritannien rasch sichtbar und groß sind. In Frankreich dagegen ist der Effekt geringer und eher verzögert. Auf kurze Sicht scheinen die Zinszahlungen der Unternehmen und privaten Haushalte in Frankreich sogar recht unelastisch auf Änderungen der offiziellen Zinssätze zu reagieren. Es sollte darauf hingewiesen werden, daß die vorstehend geschilderten Zinsänderungseffekte für Frankreich aus Schätzungen über den Zeitraum 1976–92 abgeleitet wurden. Die Abschaffung der quantitativen Kreditbeschränkungen für Banken im Jahr 1987 und die zunehmende Liberalisierung des französischen Finanzsystems legen nahe, daß diese Simulationen die aktuellen Cash-flow-Effekte von Zinsänderungen tendenziell eher unterschätzen.

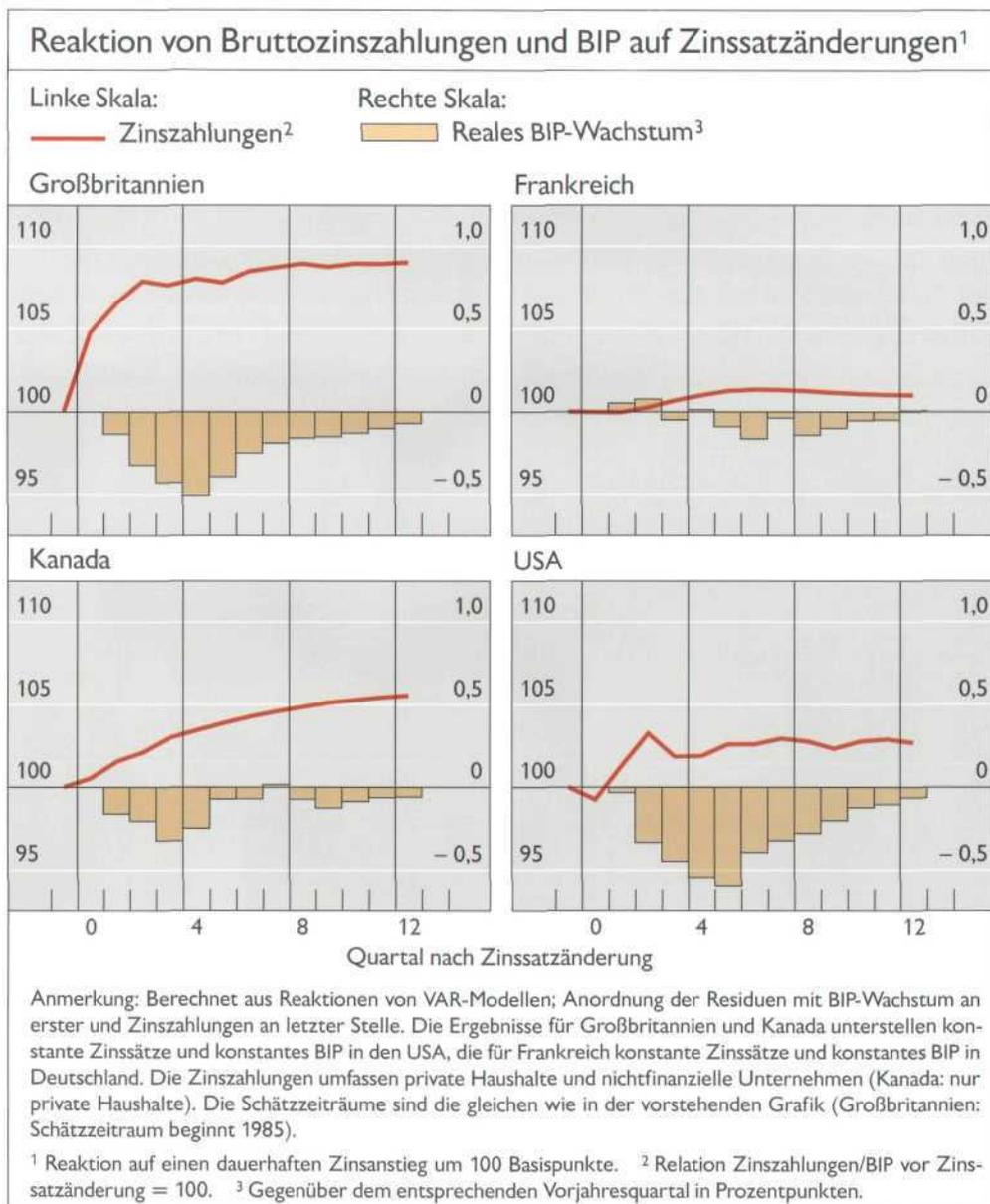
Die Reaktionen der Zinszahlungen in Kanada und den USA sind – insbesondere im Unternehmenssektor – größer und schneller als in Frankreich, aber langsamer als in Großbritannien. Die begrenzte Wirkung von Änderungen des Tagesgeldsatzes auf Hypothekenzinszahlungen in den USA ist beachtenswert; dort ist eine langfristige festverzinsliche Wohnbaufinanzierung trotz des gestiegenen Anteils variabel verzinslicher Hypotheken noch allgemein üblich.

## Zinssätze und Wirtschaftsaktivität

Aus den bisherigen Ausführungen läßt sich ableiten, daß Unterschiede in der Finanzstruktur das Ausmaß beeinflussen, in dem Zinszahlungen auf Änderungen der Geldpolitik reagieren. Danach hat die Geldpolitik wahrscheinlich in den Ländern, in denen Kredite hauptsächlich zu variablen Zinsen oder kurzfristig vergeben werden, eine schnellere Wirkung auf die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen und damit auf die reale Wirtschaftstätigkeit. Einige Hinweise hierauf enthält die nachstehende Grafik.

Reaktionen des  
realen BIP

Diese Grafik zeigt Schätzungen der Reaktion von Zinszahlungen und realem BIP auf den Anstieg eines kurzfristigen Zinssatzes um 100 Basispunkte. Alle Schätzungen ökonomischer Zusammenhänge reagieren sensibel auf die Wahl der Daten, des Referenzzeitraums und der Schätzmethode. Die Ergebnisse sollten daher als Illustration der möglichen Unterschiede zwischen den Ländern hinsichtlich der Bedeutung des Cash-flow-Effekts betrachtet werden und nicht



als eine genaue Schätzung der wahrscheinlichen Wirkungen einer geldpolitischen Lockerung in einzelnen Fällen.

Die Ergebnisse für Frankreich und Großbritannien lassen die Rolle, die die Finanzstruktur im monetären Transmissionsmechanismus spielt, besonders deutlich erkennen. Obwohl die unterstellten Zinsänderungen für beide Länder gleich groß sind, ist das Verhalten der Zinszahlungen des privaten nichtfinanziellen Sektors sehr unterschiedlich. In Großbritannien steigen die Zinszahlungen in demselben Quartal, in dem die Zinsänderung erfolgt, und erreichen nach annähernd zwei Quartalen ein neues Niveau. In Frankreich dagegen bewirkt die Zinsänderung nur eine geringe unmittelbare Reaktion der Zinszahlungen, und der Effekt erreicht sein Maximum nach sechs Quartalen. Zudem ist er wesentlich geringer als in Großbritannien. Die Grafik verdeutlicht auch, daß die Reaktion des realen BIP-Wachstums in Frankreich sehr viel begrenzter ist als in Großbritannien. Während die Schätzungen darauf hindeuten, daß der Zinsanstieg das reale BIP-Wachstum in Großbritannien innerhalb von vier Quartalen um 0,5 Prozentpunkte dämpft, ist die Reaktion in Frankreich wiederum kleiner und stärker verzögert.

Die Unterschiede der geschätzten Wirkungen von Zinssatzänderungen auf die Zinszahlungen und die wirtschaftliche Aktivität in Frankreich und Großbritannien unterstreichen die Beschränkungen, die ein Übergewicht der variabel verzinsten Finanzierung dem Einsatz zinspolitischer Instrumente in Zeiten von Wechselkursunruhen auferlegt. Darüber hinaus zeigen die Schätzungen, zusammen mit den Ergebnissen für Kanada und die USA, wie sehr es bei der Wirkung der Geldpolitik auf die ökonomische Aktivität auf den Umfang ankommt, in dem Zinssatzänderungen die Zinszahlungen der Unternehmen und privaten Haushalte beeinflussen, welche wiederum vom relativen Gewicht der langfristigen festverzinslichen Finanzierung abhängen.

## VII. Kapitalverkehr und Wechselkurse

### Schwerpunkte

Nach der umfassenden Deregulierung und Liberalisierung während der letzten zehn Jahre sind die internationalen Kapitalbewegungen enorm gewachsen und stellen inzwischen die Leistungsbilanztransaktionen weit in den Schatten. Die Freiheit der privaten Wirtschaftsakteure, internationale Finanzgeschäfte zu tätigen, ist nicht etwas völlig Neues, aber selbst in der Zeit vor dem Ersten Weltkrieg war sie nicht so groß wie heute. In anderer Hinsicht ist die Situation jedoch vollkommen neuartig, denn durch die Datenverarbeitungs- und Kommunikationstechnologie sowie die dadurch geförderte Innovation im Finanzsektor haben sich die Geschwindigkeit und die Komplexität der internationalen Kapitaltransaktionen entscheidend verändert. Diese Entwicklungen haben potentiell weitreichende und tiefgreifende Konsequenzen auf vielen Gebieten, von denen in diesem Kapitel zwei näher betrachtet werden.

Das erste ist die jüngste Wiederbelebung der Kapitalzuflüsse in die Entwicklungsländer. Diese wichtige Neuorientierung der Kapitalströme ist unter dem Gesichtspunkt begrüßenswert, daß Mittel in Regionen fließen, in denen der mögliche reale Ertrag sehr hoch sein dürfte. Umfassende Wirtschaftsreformen und eine verbesserte gesamtwirtschaftliche Leistung in den Empfängerländern haben für den Zufluß von Auslandskapital eine große Rolle gespielt. Drei Überlegungen mahnen jedoch zur Vorsicht. Erstens: Falls diese Zuflüsse eher von einer Zunahme des (privaten oder staatlichen) Konsums als einer Ausweitung der Investitionen begleitet werden, können sie nicht lange andauern. Zweitens haben Zuflüsse in manchen Fällen zu einem steigenden realen Wechselkurs geführt, der wiederum zu großen Leistungsbilanzdefiziten beitrug. Um diesem Druck auf den Wechselkurs zu begegnen, wurden umfangreiche Devisenmarktinterventionen getätigt. Die Währungsreserven der Entwicklungsländer stiegen im Zeitraum 1990–93 um \$ 240 Mrd., und eine Reihe von Ländern hatte Schwierigkeiten, mit dem daraus resultierenden Anstieg der inländischen Liquidität fertig zu werden. Drittens schließlich hat das Risiko, daß sich die Kapitalzuflüsse umkehren könnten, in einigen Ländern die Anfälligkeit für makroökonomische Schocks erhöht.

Das zweite Gebiet sind die Auswirkungen auf die Wechselkurssysteme, besonders die der Industrieländer. Daß sich die Situation grundsätzlich geändert hat, wurde im Berichtszeitraum wiederum deutlich veranschaulicht, zum einen durch die Krise im EWS-Wechselkursmechanismus im letzten Jahr in Europa, die in eine drastische Erweiterung der zulässigen Bandbreiten mündete, und zum anderen, wenn auch weniger spektakulär, durch den steilen Anstieg des Außenwerts des Yen. Ein wichtiger Unterschied zu den Turbulenzen an den europäischen Devisenmärkten im Jahr 1992 und Anfang 1993 bestand darin, daß die

jüngste Krise letztendlich nur zu bemerkenswert geringen Veränderungen der tatsächlichen Wechselkurse führte. Statt dessen stellten die politischen Entscheidungsträger in Europa unter Beweis, daß eine sehr behutsam geführte Politik auch ohne bindende Festkursverpflichtungen zum Erreichen von Wechselkursstabilität beitragen kann, jedenfalls dort, wo die grundlegenden Wirtschaftsdaten in Ordnung sind. Hieraus lassen sich möglicherweise einige Lehren für das internationale Währungssystem im allgemeinen und hinsichtlich der Vor- und Nachteile verschiedener Arten von Wechselkurssystemen im besonderen ziehen.

Eine für Entwicklungs- und Industrieländer gleichermaßen wichtige Schlußfolgerung ist, daß solide und international konsistente wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen durch die weltweite Integration der Kapitalmärkte noch notwendiger geworden sind. Es ist heute viel weniger wahrscheinlich, daß Wechselkurse allein durch offizielle Devisenmarktinterventionen stabil gehalten werden können. In den Entwicklungsländern ist eine solide Politik nicht nur erforderlich, um Kapital ins Land zu ziehen, sondern auch, um die dabei auftretenden unerwünschten Nebeneffekte zu vermeiden und dafür zu sorgen, daß die zur Verfügung gestellten Ressourcen ihrer produktivsten Verwendung zugeführt werden.

### Kapitalverkehr: Überblick

In den vergangenen Jahren erreichte die Integration der weltweiten Kapitalmärkte ein seit der Zeit des Goldstandards von vor 1914 nicht mehr dagewesenes Ausmaß. In der Tat hilft der Vergleich mit jener Zeit, gewisse Aspekte der jüngsten Erfahrungen näher zu beleuchten. Eine offensichtliche Ähnlichkeit besteht bei der Konvertibilität der Währungen. Gemessen an der Zahl der Länder wie auch an den Arten der Transaktionen, für die sie gilt, hat sich die Konvertibilität in den letzten zehn Jahren beträchtlich erweitert. Die Einführung tatsächlicher Währungskonvertibilität und die Liberalisierung des Handels – wichtige Stützpfiler der jüngsten Reformen in den im Übergang befindlichen Volkswirtschaften und den Entwicklungsländern – haben den Druck erhöht, die Wechselkurse auf einem realistischen Niveau festzusetzen. Auch der Kapitalverkehr wurde zunehmend liberalisiert. Noch Mitte der siebziger Jahre bezog sich die Währungskonvertibilität in den meisten Industrieländern allein auf den Waren- und Dienstleistungsverkehr mit dem Ausland; Anfang der neunziger Jahre hingegen genossen die Gebietsansässigen aller wichtigen Industrieländer – wie vor 1914 – die fast unbegrenzte Freiheit, ausländische Finanzaktiva zu erwerben und zu veräußern. Auch stehen die Kapitalmärkte der Industrieländer und immer häufiger auch jene der Entwicklungsländer Ausländern ebenfalls offen. Die Lockerung der Bestimmungen über den Erwerb von Vermögenswerten durch Ausländer, verbesserte Abrechnungs- und Clearingverfahren sowie niedrigere Steuern und Transaktionskosten waren die wichtigsten Schritte, die die Auslandsinvestitionen in Entwicklungsländern förderten. Dies gilt insbesondere für Lateinamerika, während eine Reihe asiatischer Länder Auslandsinvestitionen an ihren Kapitalmärkten weiterhin beschränken.

In dreierlei Hinsicht unterscheidet sich die jüngste Periode größerer inter-

Stärkere  
Integration  
der Kapital-  
märkte ...

... erweiterte  
Konvertibilität ...

... und größere  
Freiheit im  
Kapitalverkehr

nationaler Kapitalmobilität jedoch von der Zeit freier Kapitalbewegungen vor 1914, nämlich in bezug auf das Währungs- und Wechselkursystem, die Vielfalt der Finanzaktiva und die Rolle der institutionellen Investoren.

Flexible Wechselkurse ...

Der erste und vielleicht bedeutendste Unterschied besteht darin, daß die Wechselkurse heute flexibler sind als damals. In der heutigen Situation ist es schwierig, die Liberalisierung des Kapitalverkehrs mit festen Wechselkursen zu vereinbaren, wie es die Erfahrung seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems gezeigt hat. Warum blieben die festen Wechselkurse damals von den umfangreichen Kapitalströmen unberührt? Ein Grund war die viel größere Glaubwürdigkeit des Goldstandardsystems. Dies bedeutete, daß nur geringe Zinsdifferenzen notwendig waren, um Leistungsbilanzungleichgewichte zu finanzieren; der feste Wechselkurs wurde somit durch hochgradig zinselastische Kapitalbewegungen gestützt. In einer solchen Situation hilft die Kapitalmobilität, das Festkurssystem zu stabilisieren, da die Kapitalströme sich anbahnende Ungleichgewichte in der Zahlungsbilanz reibungslos finanzieren. Ein weiterer Grund, warum umfangreiche Kapitalströme damals mit Wechselkursstabilität vereinbar waren, bestand in ihrer Ausrichtung auf realwirtschaftliche Investitionen, oft mit einem hohen Importanteil. Somit konnten Kapitaltransfers getätigt werden, ohne Druck auf den festen Wechselkurs auszuüben. Darüber hinaus erbrachten sie einen realen Ertrag, der zur Bedienung der entstandenen Schulden genutzt werden konnte. Diese Elemente spielen auch bei der Analyse der heutigen Entwicklung eine Rolle: Wenn ausländische Investitionen mit einer Ausweitung der Importe einhergehen, werden die Kapitalzuflüsse nicht notwendigerweise zu einem Aufwärtsdruck auf den Wechselkurs führen. So waren z. B. die Kapitalimporte Asiens grobenteils eng verbunden mit wachsenden Investitionen im Inland und Einfuhren von Investitionsgütern. Dies hat zur Stabilität des realen Wechselkurses in dieser Region beigetragen und auch geholfen, eine übermäßige Ausweitung der inländischen Liquidität zu verhindern. In Lateinamerika dagegen stand der Zufluß von Auslandskapital – der von Portfolioinvestitionen und kurzfristigen Finanzanlagen dominiert wurde – weniger eng in Zusammenhang mit steigenden Investitionsgüterimporten. Die realen Wechselkurse gerieten daher stärker unter Aufwärtsdruck.

... breite Palette an Finanzaktiva ...

Der zweite Unterschied zum Zeitraum vor 1914 ist die viel größere Palette an Finanzaktiva, die heutzutage problemlos gehandelt werden können, und zwar auf den Inlands- wie auch auf den internationalen Märkten. Außerdem weichen die realen Erträge dieser Aktiva (insbesondere bei unterschiedlichen Währungen) sehr viel stärker voneinander ab als während der Zeit des Goldstandards. Damals war die Notwendigkeit der Diversifizierung und Risikoabsicherung im Finanzgeschäft, die heute hinter den hohen Umsätzen an den Wertpapiermärkten steht, geringer. Die gesamten internationalen Wertpapiertransaktionen der sechs Länder der Siebenergruppe, die solche Statistiken erstellen, beliefen sich in der zweiten Hälfte 1993 auf \$ 6 Bio. pro Quartal und damit auf das Fünf- bis Sechsfache des internationalen Waren- und Dienstleistungsverkehrs. Folglich dominieren nunmehr die Portfoliotransaktionen auf dem Devisenmarkt die durch den Handel mit Waren und Dienstleistungen bedingten Geschäfte. In den USA, Japan und Großbritannien hat sich dieser Wandel bereits vor über zehn Jahren vollzogen; in Kontinentaleuropa fand er erst vor kurzem statt (s. auch die

Bestände institutioneller Anleger an ausländischen Wertpapieren						
Land und Anlegerkategorie	1980	1985	1990	1991	1992	1993
	in Prozent des gesamten Wertpapierbestands am Jahresende					
Australien Lebensversicherung und Pensionskassen			14,0	16,2	16,8	18,8
Belgien Versicherungsunternehmen	5,5	8,6	5,2	4,2	4,1	..
Großbritannien Versicherungsunternehmen <sup>1</sup>	6,3	14,1	14,6	15,8	15,5	..
Pensionsfonds <sup>2</sup>	10,8	17,3	23,2	25,2	23,8	..
Italien Versicherungsunternehmen			13,6	12,2	13,2 <sup>3</sup>	12,2 <sup>3</sup>
Japan Private Versicherungsunternehmen	8,1	23,2	29,9	28,4	27,0	22,3
Lebensversicherung der Post	0,0	6,7	11,6	12,1	13,1	12,3
Kanada Lebensversicherungsunternehmen	2,2	2,3	2,4	2,8	2,7	3,1
Pensionsfonds	6,1	6,6	7,0	8,5	10,2	10,6
Niederlande Versicherungsunternehmen	6,9	22,9	20,2	20,4	22,6	26,0
Private Pensionsfonds	26,6	28,1	36,6	38,2	39,2	36,9
Öffentliche Pensionsfonds	14,7	9,9	16,6	17,2	18,9	20,2
Österreich Versicherungsunternehmen	14,1	11,6	10,1	9,4	10,5	9,9
Investmentfonds	27,0	13,2	18,7	22,4	22,8	25,1
Schweden Versicherungsunternehmen			10,5	12,1	11,0	12,3
USA <sup>4</sup> Offene Investmentfonds				4,0	5,1	8,0
Private Pensionsfonds <sup>5</sup>			4,1	4,6	5,0	7,1

<sup>1</sup> Langfristige Fonds. <sup>2</sup> Pensionsfonds ohne zentrale staatliche Stellen, aber einschl. anderer öffentlicher Stellen. <sup>3</sup> Vorläufig. <sup>4</sup> In Prozent aller Aktiva. <sup>5</sup> Steuerbefreit finanzierte Programme (ohne Individual Retirement Accounts).

Tabelle auf S. 189). Dieses gestiegene Volumen der Kapitalströme für Portfoliozwecke hat die Devisenmärkte wesentlich empfindlicher für Stimmungsschwankungen an den Finanzmärkten werden lassen. Das spielte bei den jüngsten Veränderungen der europäischen Wechselkurse eine wichtige Rolle.

Ein dritter Unterschied besteht darin, daß das Gewicht der institutionellen Investoren heute wesentlich größer ist. Deren Portfoliodiversifizierung war eine wichtige Antriebskraft für die Kapitalbewegungen in den achtziger Jahren (s. die obenstehende Tabelle). Damals setzte die zunehmende Lockerung der Beschränkungen für Auslandsinvestitionen japanischer Versicherungsunternehmen eine starke Diversifizierung in ausländische Anlagen in Gang. Das hatte zur Folge, daß mehrere Jahre lang die große Nachfrage japanischer Investoren nach ausländischen Finanzaktiva den umfangreichen Leistungsbilanzüberschuß

... und Bedeutung der institutionellen Investoren

übertraf und somit einen Abwärtsdruck auf den Yen ausübte. Bis 1990 war dieser Prozeß der Diversifikation offensichtlich abgeschlossen, und seitdem versuchen die institutionellen Investoren in Japan allenfalls, ihr Auslandsengagement zurückzuführen. Auch in einer Reihe europäischer Länder erhöhten die institutionellen Anleger während der achtziger Jahre den Anteil ausländischer Wertpapiere in ihren Portfolios. In den USA dagegen blieb das Engagement von Inländern in ausländischen Papieren relativ gering. Erst in den neunziger Jahren wurde die Diversifizierung der Anlagen institutioneller Investoren aus den USA zu einem bedeutenden Faktor. Durch die umfangreichen Auslandsinvestitionen von Pensions- und Investmentfonds aus den USA erhöhte sich der US-Kapitalexport während der vergangenen zwei Jahre, was erheblichen Einfluß auf die Wechselkurse hatte.

Massive Kapitalströme, sowohl brutto ...

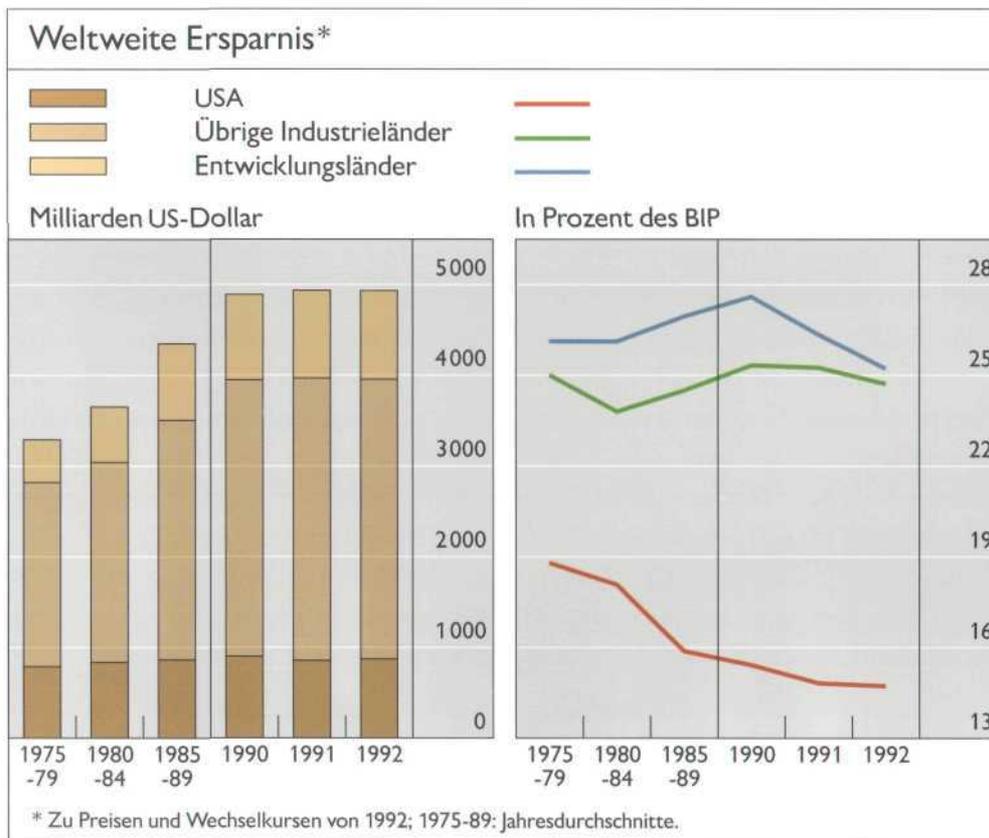
Ein Indikator für das enorm gewachsene Volumen der Kapitalbewegungen sind die Bruttokapitalexporte der wichtigsten Industrieländer (ohne offizielle Transaktionen und den kurzfristigen Kapitalverkehr der Banken), die 1993 \$ 850 Mrd. betragen. Im Zeitraum 1985–93 beliefen sich diese Bewegungen auf durchschnittlich etwa \$ 500 Mrd. pro Jahr, verglichen mit nur rund \$ 100 Mrd. in der ersten Hälfte der achtziger Jahre. Die seit fast einem Jahrzehnt derart umfangreichen Kapitalströme bewirkten einen starken Anstieg des Anteils der Finanzaktiva in Händen von Gebietsfremden. Einer Berechnung zufolge werden inzwischen 20–25% des gesamten Umlaufs an Staatsanleihen in den Ländern der Zehnergruppe (außer Japan) von Gebietsfremden gehalten. Diese Bestände reagieren sehr sensibel auf Stimmungsschwankungen an den internationalen Finanzmärkten. Die wirtschaftspolitischen Strategien und insbesondere die Versuche, unrealistische Wechselkurse oder eine unangemessene gesamtwirtschaftliche Politik aufrechtzuerhalten, sind nunmehr stärker den Sanktionen der Kapitalmärkte unterworfen.

... als auch netto

Auch die Nettokapitalströme haben ein beträchtliches Ausmaß angenommen (s. die nachstehende Tabelle). In den achtziger Jahren fanden sie in erster Linie zwischen den Industrieländern statt, wobei Japan der wichtigste Kapitalexporteur war und die USA den höchsten Kapitalimport verzeichneten.

Weltweite Nettokapitalbewegungen						
Land/Ländergruppe	1976–80	1981–85	1986–90	1991	1992	1993 <sup>1</sup>
	Milliarden US-Dollar					
USA	–9,3	55,9	99,7	–13,5	24,4	41,3
Japan	–0,3	–23,0	–63,9	–90,0	–118,9	–108,0
Westeuropa	27,1	2,6	15,3	75,0	55,7	– 20,6
Entwicklungsländer <sup>2</sup>	15,8	40,9	37,4	126,4	143,0	159,5
<i>darunter: Junge Industrieländer</i>						
<i>Asiens<sup>2</sup></i>	4,1	3,5	– 6,0	3,5	5,0	7,2
<i>Übriges Asien</i>	6,4	15,2	22,3	36,0	48,1	50,0
<i>Lateinamerika</i>	22,6	12,5	8,8	34,2	57,5	67,4

Anmerkung: Ohne Veränderung der offiziellen Nettowährungsreserven. 1976–90: Jahresdurchschnitte. Minuszeichen: Kapitalabfluß.  
<sup>1</sup> Teilweise geschätzt. <sup>2</sup> Ohne Hongkong.



Vergleichsweise wenig Kapital floß in die Entwicklungsländer, u. a. weil die ausländischen Anleger wegen der internationalen Schuldenkrise weniger bereit waren, in diesen Ländern zu investieren. Zudem blieben die tatsächlichen Investitionserträge in einer Reihe von Entwicklungsländern aufgrund der mangelhaften Wirtschaftspolitik deutlich unter ihren eigentlichen Möglichkeiten.

Zu Beginn der neunziger Jahre kehrte sich diese Entwicklung jedoch um, und 1993 stiegen die Nettozuflüsse in die Entwicklungsländer auf rund \$ 160 Mrd. Das Kapital floß insbesondere nach Lateinamerika (wo die Zuflüsse im vergangenen Jahr fast 5% des BIP entsprachen) und in die Niedriglohnländer Asiens (rund 4%). Wie in Kapitel III diskutiert wurde, konnte durch die Maßnahmen zur Förderung eines dauerhaften Wachstums in vielen Entwicklungsländern die klassische Ausrichtung der Kapitalströme wiederhergestellt werden. Auch die unterschiedliche Konjunkturlage spielte eine Rolle, denn in den Entwicklungsländern stieg die Produktion weiter an, während die Wirtschaftsaktivität in den Industriestaaten schwach war und die kurzfristigen Zinsen in den USA sehr niedrig blieben. Anders als in den siebziger Jahren floß das Kapital primär nicht in den öffentlichen, sondern in den privaten Sektor.

Aber trotz dieser neuerlichen Kapitalzuflüsse war die inländische Ersparnis für die Finanzierung der Investitionen weit wichtiger. Die gesamtwirtschaftliche Sparquote war deutlich höher als in den Industrieländern, was zum großen Teil auf die sehr hohe Sparneigung in Asien zurückzuführen war (s. die obestehende Grafik). Fast 25% der Weltersparnis werden heute von den Entwicklungsländern erbracht, verglichen mit 15% Anfang der siebziger Jahre. Das Zusammentreffen von hohen Kapitalzuflüssen aus dem Ausland mit einer kräftig

Wieder Kapitalzuflüsse in Entwicklungsländer ...

... ergänzt durch hohe inländische Ersparnis

gestiegenen inländischen Ersparnis bedeutet, daß die erheblichen Nettokapitalimporte der Entwicklungsländer diesmal eher von Dauer sein dürften.

## Entwicklungsländer

### *Erhöhte Kapitalzuflüsse*

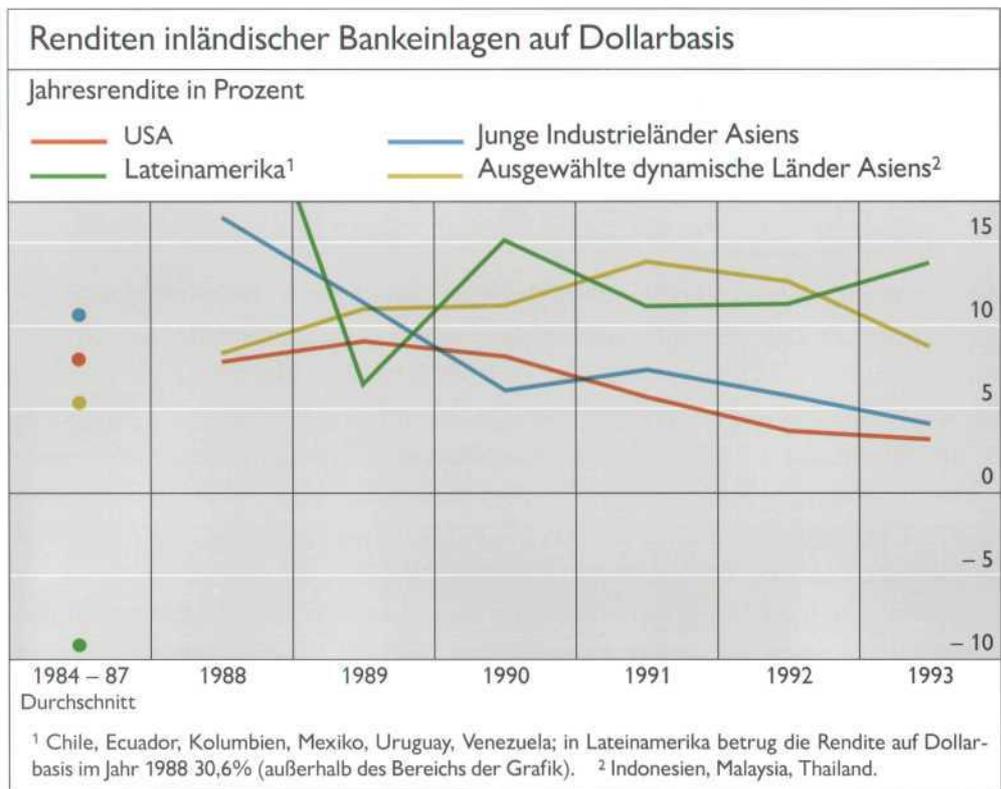
Zuflüsse nach  
Lateinamerika  
größer als nach  
Asien

Am bemerkenswertesten an dem unlängst wiedererwachten Interesse der Investoren an den Entwicklungsländern war die Größenordnung, in der Auslandskapital nach Lateinamerika zurückkehrte. Die Nettozuflüsse in diese Region haben inzwischen jene in die asiatischen Entwicklungsländer eingeholt (s. die Tabelle auf S. 161). Während die Kapitalimporte Lateinamerikas hauptsächlich Portfoliozwecken dienten bzw. im Zusammenhang mit Privatisierungen standen, erfolgte der größte Teil der Kapitalzuflüsse nach Asien in Form von Direktinvestitionen.

Wie in den vorangegangenen Jahren entfiel auch 1993 rund die Hälfte der Nettozuflüsse nach Lateinamerika auf Mexiko, wo der Kapitalimport im letzten Jahr 8% des BIP entsprach. Argentinien, dessen Zuflüsse auf 7% des BIP stiegen, war der zweitwichtigste Empfänger. Obwohl auch die asiatischen Länder mit höherem Einkommen (insbesondere Singapur und zuletzt Südkorea) umfangreiche Kapitalimporte verzeichneten, floß doch der größte Teil des Nettokapitals in jene Länder niedrigeren Einkommens, deren Industrialisierung rasch voranschreitet. Seit 1990 importieren Malaysia und Thailand Kapital in Höhe von durchschnittlich über 10% des BIP. Eine neue Entwicklung im letzten Jahr war der markante Anstieg der Investitionen in Indien, das durch die Liberalisierung der Mittelaufnahme durch inländische Unternehmen im Ausland, Fortschritte auf dem Weg zur Währungsconvertibilität und sonstige Reformen Auslandskapital anlockte.

Kurzfristige  
Zuflüsse durch  
hohe Zinssätze  
gefördert

Die Wiederbelebung der Zuflüsse in eine Reihe von Entwicklungsländern ging teilweise auf eine verbesserte monetäre Disziplin zurück. Im einzelnen förderten höhere Realzinsen in Lateinamerika die Repatriierung von Fluchtkapital, regten die Aufnahme von Fremdwährungskrediten durch Gebietsansässige an und begünstigten den Zufluß von Mitteln ausländischer Anleger. In der Region insgesamt (aber ohne die Länder mit sehr hoher Inflation) wurden die Realzinsen, die in den achtziger Jahren noch stark negativ gewesen waren, zu Beginn der neunziger Jahre leicht positiv. Auch die realen Zinsen in Brasilien wiesen hohe positive Werte auf. Die Tatsache, daß die nominale Abwertung der meisten Währungen gegenüber dem US-Dollar die Inflationsdifferenzen nicht vollständig widerspiegelte, machte, als die kurzfristigen US-Zinssätze ungewöhnlich niedrig waren, eine Investition in kurzfristigen Aktiva in lateinamerikanischen Währungen lohnend (s. die umstehende Grafik). Einen vergleichbaren Zinsvorteil für Anlagen in Inlandswährung gab es in einigen asiatischen Ländern, deren Industrialisierung dynamisch voranschreitet (Indonesien, Malaysia und Thailand), nicht aber in den „etablierten“ jungen Industrieländern. Diese – auf Dollarbasis – hohen Renditen scheinen jedoch eher ein vorübergehendes Phänomen zu sein. Wenn die Zinsen wieder sinken, dürften sich die kurzfristigen Kapitalzuflüsse tendenziell umkehren.



Was die einzelnen Komponenten der Kapitalströme betrifft, so wurden die wichtigsten Bestimmungsfaktoren für ausländische Direktinvestitionen in Kapitel IV diskutiert. Nach der Zahlungsbilanzstatistik beliefen sich die Portfolioinvestitionen in Entwicklungsländern im letzten Jahr brutto auf mehr als \$ 90 Mrd., verglichen mit jährlich weit unter \$ 10 Mrd. in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre (s. die Tabelle gegenüber). Diese Zuflüsse hatten verschiedene Formen, nämlich die Inanspruchnahme der internationalen Anleihe- und Aktienmärkte durch die Regierungen und Unternehmen aus den Entwicklungsländern sowie den Erwerb von Aktien und anderen Wertpapieren durch das Ausland an Börsen der Entwicklungsländer.

Portfolioinvestitionen

Wie in Kapitel V näher erläutert wurde, betrug der Nettoabsatz internationaler Schuldtitel durch die Entwicklungsländer im letzten Jahr rund \$ 30 Mrd., verglichen mit etwa \$ 13 Mrd. 1992. Davon entfielen etwa zwei Drittel auf lateinamerikanische Emittenten. Zudem erleichterte die Verwendung von American Depository Receipts es den Emittenten aus den Entwicklungsländern, sich Aktienkapital am US-Markt zu beschaffen.

Das wichtigste Element waren jedoch die gestiegenen Anlagen an den jungen Aktienmärkten. Diese Märkte haben in den letzten vier Jahren einen beachtlichen Boom erlebt, wobei Lateinamerika einen besonders kräftigen Anstieg verzeichnete. Das Bild für Asien war weniger einheitlich. Die größten Zuwächse wiesen die offeneren Märkte und die jüngeren Börsenplätze auf. Hongkong spielte eine immer wichtigere Rolle, weil es ausländischen Investoren die Gelegenheit bot, Anteile an Unternehmen zu erwerben, die über Vermögenswerte in China verfügen, dabei aber Aktien zu halten, die ohne weiteres gegen konvertible Währung verkauft werden können. In Südkorea und Taiwan,

Junge Aktienmärkte ...

... wecken  
anhaltendes  
Interesse

wo noch immer umfangreiche Restriktionen Ausländern den Marktzugang erschweren, waren die Aktienkursgewinne vergleichsweise mäßig. Nicht zuletzt erhöhte sich durch diesen Boom die Marktkapitalisierung in Relation zum BIP auf ein Niveau, das mit dem in den Industrieländern zumindest vergleichbar ist und in manchen Fällen sogar ein gutes Stück höher liegt.

Der starke Einbruch der Aktienkurse Anfang 1994 brachte zur rechten Zeit in Erinnerung, daß neue aufstrebende Märkte volatiler sein können als die Märkte in den Industrieländern. Auch scheint die Preisbildung auf diesen Märkten weniger effizient zu sein, da die Kursbewegungen tendenziell größere Mitläufereffekte aufweisen und eher von spekulativen Übertreibungen erfaßt werden dürften. Aber die wirtschaftlichen Aussichten haben sich in vielen Entwicklungsländern so stark verbessert, daß für Portfoliomanager in den Industrieländern weiterhin ein hoher Anreiz besteht, sich auch in Aktien der Entwicklungsländer zu engagieren. Daß ihre Kursentwicklung mit den Schwankungen der Aktienkurse in den Industrieländern nicht stark korreliert, läßt sie zudem als ideales Vehikel für eine Diversifizierung erscheinen. Darüber hinaus hat die Entwicklung professionell verwalteter Länderfonds-Portfolios es wesentlich erleichtert, in vielen ganz unterschiedlichen Märkten zu investieren, ohne genaue Kenntnis über die Leistungsfähigkeit einzelner Unternehmen zu besitzen.

Portfoliokapitalverkehr						
Land/Ländergruppe	1976–80	1981–85	1986–90	1991	1992	1993 <sup>1</sup>
	Milliarden US-Dollar					
	Kapitalexport					
USA	5,3	6,5	13,6	44,7	48,0	125,4
Japan	3,4	25,0	85,9	74,3	34,4	51,7
Westeuropa	6,2	27,7	82,1	148,1	168,4	260,6
darunter: Großbritannien	2,3	13,5	26,6	51,6	55,4	142,4
Entwicklungsländer <sup>2</sup>	8,7	3,6	3,5	10,7	10,5	20,5
darunter: Junge Industrieländer						
Asiens <sup>2</sup>	0,1	0,2	1,2	2,3	2,3	3,1
Übriges Asien	0,0	0,0	0,2	0,3	0,5	2,0
Lateinamerika	0,2	0,1	2,3	7,7	6,4	14,8
	Kapitalimport					
USA	5,2	29,4	44,7	54,0	67,2	103,9
Japan	5,1	12,6	26,9	115,3	8,2	-11,1
Westeuropa	16,7	25,9	99,1	185,5	221,8	396,5
darunter: Großbritannien	2,3	3,5	24,7	34,4	35,7	61,5
Entwicklungsländer <sup>2</sup>	1,9	4,1	8,2	27,9	50,7	91,9
darunter: Junge Industrieländer						
Asiens <sup>2</sup>	0,1	0,5	0,3	4,2	7,3	13,8
Übriges Asien	0,2	1,7	1,3	0,9	0,4	9,7
Lateinamerika	1,3	1,2	5,4	22,0	39,7	67,9

Anmerkung: 1976–90: Jahresdurchschnitte.

<sup>1</sup> Teilweise geschätzt. <sup>2</sup> Ohne Hongkong.

Die Wiederbelebung der Kapitalzuflüsse hat es hochverschuldeten Ländern ermöglicht, ihre Importe und das gesamtwirtschaftliche Produktionswachstum zu steigern. Kapitalimporte stellen auch eine ergänzende Finanzierungsquelle für Investitionen dar, insbesondere in Ländern mit niedrigem Einkommen und begrenztem Spielraum zur Erhöhung der inländischen Ersparnis.

Jedoch müssen nicht alle Effekte von Nettokapitalzuflüssen vorteilhaft sein. Der reale Außenwert der Währung kann steigen und dadurch eine Verschlechterung der Wettbewerbsposition bei den handelsfähigen Gütern bewirken sowie die Anfälligkeit für externe Schocks vergrößern, insbesondere für höhere internationale Zinssätze. Die Wechselkurspolitik ist für die Durchleitung der Effekte von Kapitalzuflüssen von zentraler Bedeutung. Länder, die einen auf dem Wechselkurs basierenden nominalen Anker als grundlegendes Instrument einer Antiinflationpolitik verwenden und denen es gelingt, den nominalen Wechselkurs stabil zu halten, können eine reale Aufwertung erfahren, wenn die Kapitalzuflüsse eine übermäßige Ausweitung der Inlandskredite auslösen, die ihrerseits eine höhere Inflationsrate nach sich zieht. Länder mit einer flexibleren Wechselkurspolitik können den Preisdruck bis zu einem gewissen Grad über eine nominale Aufwertung der Währung ausgleichen, müssen bei anhaltenden Kapitalzuflüssen jedoch ebenfalls einen Verlust an Wettbewerbsfähigkeit hinnehmen.

Die Regierungen können diese Probleme zu lösen versuchen, indem sie Maßnahmen in anderen Bereichen der Wirtschaftspolitik ergreifen, um dem Aufwertungsdruck auf die Währung zu begegnen. So verringert etwa eine restriktive Fiskalpolitik das Risiko einer höheren Inflation. Eine andere Möglichkeit besteht darin, die nominalen Zinssätze zu senken und so die Zuflüsse zu begrenzen, die vor allem durch eine positive Zinsdifferenz motiviert waren. Eine straffe Fiskalpolitik in Verbindung mit einer Liberalisierung des Außenhandels und sonstigen Strukturreformmaßnahmen kann außerdem helfen, die Nachfrage in Richtung importintensiver Investitionen zu lenken, damit einen Anstieg des Leistungsbilanzdefizits herbeiführen und letztlich den Aufwärtsdruck auf den realen Wechselkurs dämpfen. Die Währungsbehörden können mittels Interventionen und Sterilisierungsmaßnahmen an den Devisenmärkten versuchen, das Wachstum der inländischen Kreditnachfrage und des Geldangebots gegen Kapitalzuflüsse abzuschirmen und somit die Gefahr eines Inflationsdrucks zu mindern. Dies erfordert jedoch die Ausgabe zusätzlicher Staatsanleihen und hält die Inlandszinsen auf einem hohen Niveau, so daß anhaltende Zuflüsse stimuliert werden und die öffentlichen Kosten des Schuldendienstes nicht zurückgehen können.

*Kapitalzuflüsse und Wechselkursentwicklung.* Obwohl der Kapitalverkehr in Asien und Lateinamerika in jüngerer Vergangenheit von ähnlicher Größenordnung war, sind die realen gewogenen Wechselkurse in den neunziger Jahren in Asien insgesamt weniger gestiegen als in Lateinamerika. Das ist zum Teil darauf zurückzuführen, daß mehrere lateinamerikanische Währungen zu Beginn der Stabilisierungsprogramme unterbewertet waren, aber im wesentlichen hat diese unterschiedliche Entwicklung vier andere Gründe.

Erstens ist die historische Entwicklung der Inflation in beiden Regionen

Kapitalzuflüsse können zu realer Aufwertung führen

Sonstige Maßnahmen gegen Aufwertungsdruck

Divergierende reale Wechselkurse in Asien und Lateinamerika infolge ...

... unterschiedlicher Inflationsgeschichte ...

sehr unterschiedlich (s. auch Kapitel III). Eine vergleichsweise geringe Inflation in Ländern wie Malaysia, Singapur, Taiwan und Thailand bedeutete, daß die nominalen Wechselkurse recht stabil gehalten werden konnten, ohne daß eine reale Aufwertung hingenommen werden mußte. Unterstützend wirkte auch die Aufwertung des Yen, die – angesichts der Bedeutung des Handels mit Japan – zu einer nominalen wie auch realen effektiven Abwertung der Währungen führte. In Lateinamerika dagegen bedeuteten hohe ererbte Inflationsraten, daß eine Antiinflationpolitik, die einen Wechselkurs als nominalen Anker verwendete (wie in Argentinien und Mexiko), eine beträchtliche reale Aufwertung zur Folge hatte, auch wenn die Inflationsrate während der Zeit großer Kapitalzuflüsse zurückging. Zweitens werden in Asien die nominalen Wechselkurse tendenziell flexibler gehandhabt als in Lateinamerika, und mehrere asiatische Länder haben strengere Kontrollen der Zuflüsse ausländischer Investitionen und der inländischen Finanzmärkte beibehalten. Drittens sind die ausländischen Direktinvestitionen in Asien mit hohen – und in manchen Ländern steigenden – realen Investitionen einhergegangen, wodurch die Kapitalgüterimporte angeregt wurden, so daß es zu einer in gewissem Maße ausgleichend wirkenden Leistungsbilanzverschlechterung kam. Viertens schließlich konnten die asiatischen Länder einen größeren Teil des Anstiegs der Währungsreserven sterilisieren als die lateinamerikanischen Länder. Durch ihre Sterilisierungspolitik zusammen mit den noch bestehenden (oder neu eingeführten) Finanz- und Devisenmarktkontrollen behielten sie offenbar auch einen relativ großen Spielraum für eine unabhängige Geldpolitik.

... und wirtschaftspolitischer Faktoren

Wechselkurspolitik verschiedener Länder ...

*Wechselkurspolitik.* Die Länder in Asien und Lateinamerika, die den Großteil der Kapitalzuflüsse auf sich zogen, lassen sich nach ihrer Wechselkurspolitik in drei Gruppen unterteilen (s. die umstehende Tabelle): jene, deren Währungsbehörden sich quasi auf einen festen Wechselkurs zum US-Dollar verpflichtet haben (Argentinien und Hongkong), jene, deren Währung an den US-Dollar gebunden ist bzw. die einen hohen Grad an Stabilität gegenüber dem US-Dollar wahren (Mexiko, Thailand, Malaysia und Taiwan), und jene, die flexiblere Arrangements getroffen haben und hauptsächlich auf einen stabilen oder sinkenden realen Außenwert ihrer Währung zielen (Chile, Indonesien und Südkorea). Singapur ist eine Kategorie für sich; es strebte eine nominale Aufwertung seiner Währung an, um den Effekt steigender Importpreise auf die inländische Inflationsrate zu dämpfen. Als Folge dieser Politik hat sich die Währung im Laufe der letzten vier Jahre nominal um 15% aufgewertet, während der reale Zuwachs unter 10% lag.

... und Auswirkungen auf reale Wechselkurse

Hongkong ist insofern ein Sonderfall, als es seinen festen Wechselkurs seit 1983 unverändert aufrechterhält. Diese lange Periode der Stabilität und der bloße Umfang des zur Verteidigung der Währung zur Verfügung stehenden Exchange Fund (fast \$ 45 Mrd. Ende 1993) haben dieser Verpflichtung eine beinahe einzigartige Glaubwürdigkeit verliehen. Argentinien ging im März 1991 zu einer „currency board“-Regelung seiner Geldverfassung über. In Mexiko – wie auch in Argentinien – hat sich die Währung real beträchtlich aufgewertet, da die Wechselkursanpassungen die Inflationsdifferenz zu den USA nur zum Teil kompensierten. Indonesien und Südkorea dagegen, die sich auf eine flexiblere Wechselkurspolitik stützten, waren in der Lage, die Effekte ihrer relativ hohen

Nominale und reale gewogene Wechselkurse in ausgewählten Ländern Lateinamerikas und Asiens							
Land		1985	1989	1991	1992	1993	Nachrichtlich: Wechselkurssystem
		Index: 1990 = 100					
Argentinien	N	*	1 152	51	49	49	Bindung an US-Dollar seit 1991
	R	113	78	133	141	155	
Hongkong	N	100	100	100	100	100	Bindung an US-Dollar seit 1983
	R	117	99	106	110	118	
Thailand	N	94	100	100	101	101	Bindung an Währungskorb seit 1984
	R	120	98	100	97	94	
Mexiko	N	1095	114	93	91	90	Bindung an US-Dollar mit Schwankungsbreite seit 1987
	R	94	97	111	120	128	
Chile	N	185	114	87	84	75	Anpassung auf Basis eines Indikatorbündels innerhalb eines Bandes
	R	140	105	101	106	106	
Indonesien	N	166	104	95	91	88	Kontrolliertes Floating
	R	180	104	99	95	100	
Malaysia	N	137	102	97	102	101	Kontrolliertes Floating
	R	147	104	97	103	103	
Singapur	N	102	93	104	107	107	Kontrolliertes Floating
	R	126	97	103	105	106	
Südkorea	N	111	108	95	86	84	Kontrolliertes Floating
	R	100	104	99	93	93	
Taiwan	N	91	104	99	103	98	Kontrolliertes Floating
	R	96	105	98	103	98	
Brasilien	N	*	2 440	17	1,5	0,1	Freies Floating
	R	65	90	85	78	87	

\* Argentinien: 812 667; Brasilien: 1 101 613.

Anmerkung: N = nominaler gewogener Wechselkurs oder Wechselkurs zum US-Dollar (Rückgang weist auf eine Abwertung hin); R = realer gewogener Wechselkurs auf der Basis der Verbraucherpreise (Rückgang weist auf eine Abwertung hin).

Quellen: Asian Development Bank; UN Commission for Latin America and the Caribbean; Internationaler Währungsfonds; eigene Schätzungen.

Inflationsraten durch nominale Abwertungen auszugleichen. Die Erfahrung Singapurs ist – verglichen mit Argentinien und Mexiko – vielleicht der beste Beweis für die Bedeutung der langanhaltenden Effekte früherer Preisentwicklungen. Bei einer historisch sehr niedrigen Inflationsrate konnte Singapur die Verbraucherpreis-inflation durch eine nominale Aufwertung noch weiter abbauen.

Es ist schwierig, die exakte Wirkung von Kapitalzuflüssen auf die nominalen und realen gewogenen Wechselkurse abzuschätzen, da die kausale Abfolge nicht eindeutig ist. Einerseits schufen die für Lateinamerika typischen nominalen Anker auf der Basis eines Wechselkurses in Kombination mit einer straffen Geldpolitik und den sich daraus ergebenden günstigen Zinsdifferenzen einen wichtigen Anreiz für Kapitalzuflüsse. Andererseits können Kapitalzuflüsse zu bestimmten Zeiten eine Eigendynamik entwickeln, einen Aufwärtsdruck auf die nominalen und realen gewogenen Wechselkurse ausüben und die Behörden zu besonderen Maßnahmen zwingen, wie weiter unten diskutiert wird. Vor diesem Hintergrund modifizierten einige Länder denn auch ihre Wechselkursziele; sie versuchten, die Grundidee eines festen Wechselkurses zu bewahren, indem sie

Gegenseitige Abhängigkeit von Kapitalzuflüssen und Wechselkursen

## Absorption der Nettokapitalzuflüsse, reale Wechselkurse und Entwicklung der Geldmengen und Kreditaggregate<sup>1</sup>

Linke Skala (Mrd. US-\$):

■ Leistungsbilanzsaldo

■ Veränderung der Währungsreserven

Rechte Skala (1990 = 100):

— Realer gewogener Wechselkurs<sup>2</sup>

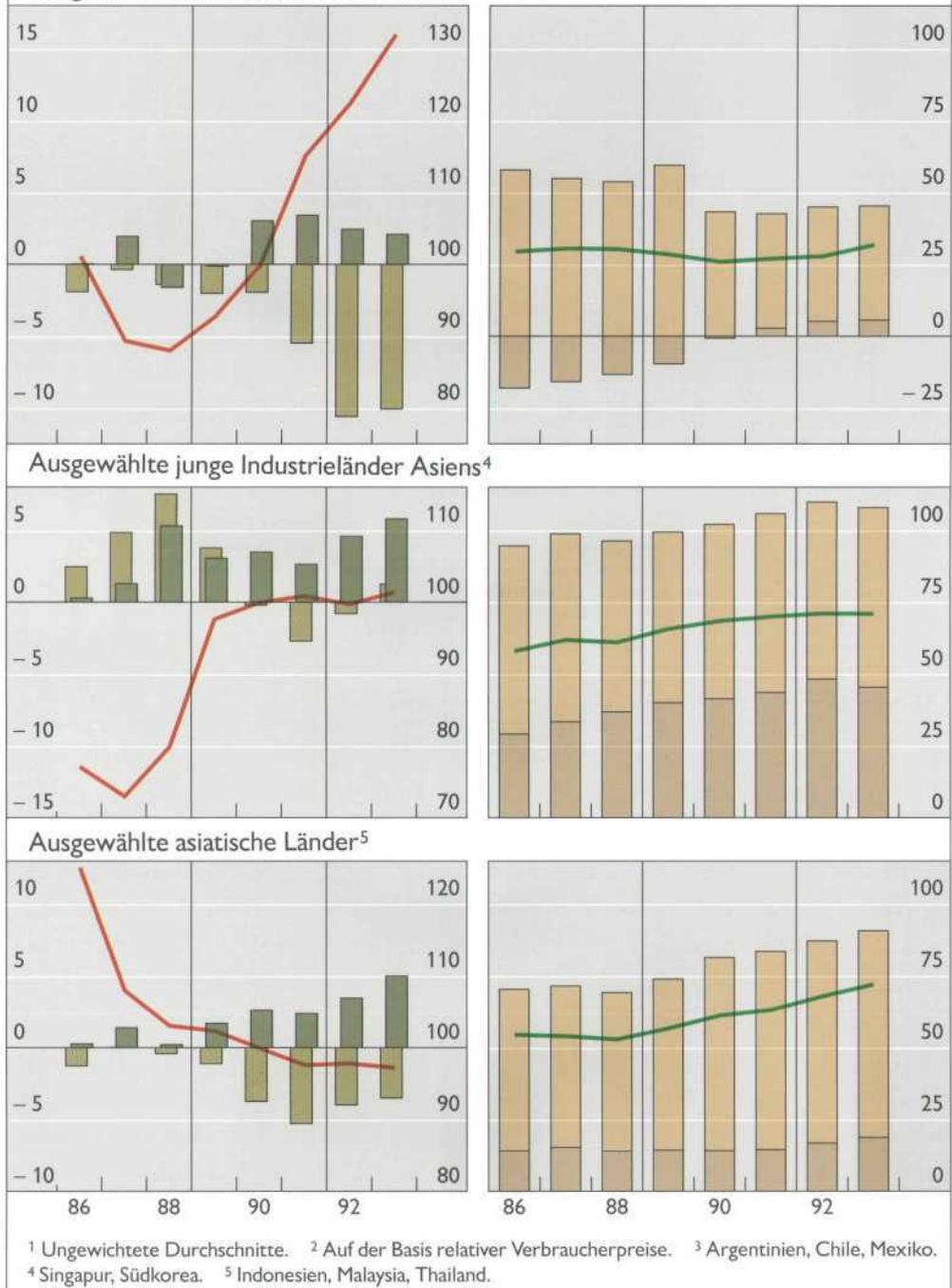
Ausgewählte lateinamerikanische Länder<sup>3</sup>

In Prozent des BIP:

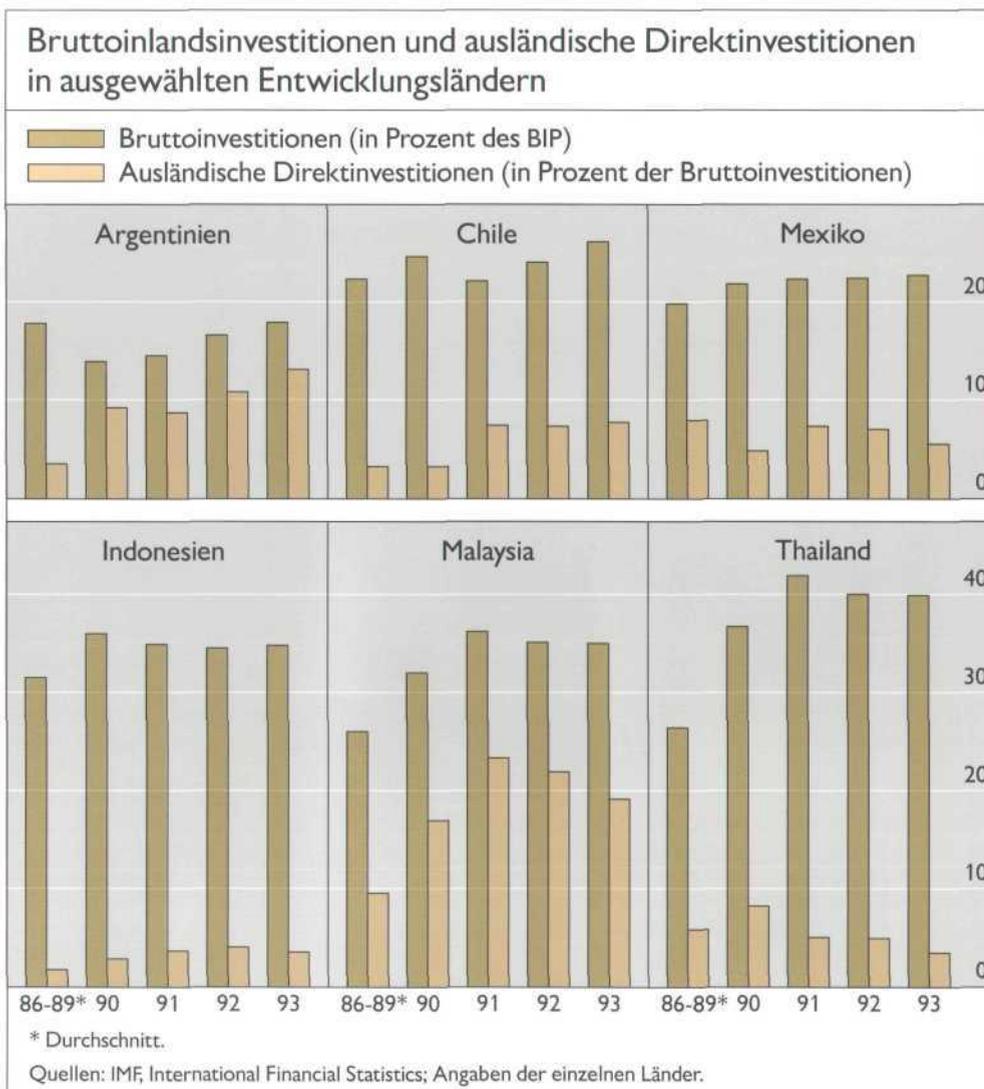
— M<sub>2</sub>

■ Inlandskredite

■ Nettoauslandsforderungen



– in der Hoffnung, daß eine größere Wechselkursunsicherheit kurzfristige spekulative Zuflüsse abschrecken würde – die tolerierte Schwankungsbreite erweiterten oder den Referenzkurs neu festsetzten.



*Ersparnis, Investitionen und Struktur der Kapitalzuflüsse.* Ein weiterer Grund für die unterschiedliche Entwicklung der realen gewogenen Wechselkurse in Asien und Lateinamerika sind die Unterschiede bei den Leistungsbilanzungleichgewichten. Wie der Grafik auf S. 169 entnommen werden kann, verzeichneten die lateinamerikanischen Länder eine beträchtliche Zunahme ihrer Leistungsbilanzdefizite, die sowohl die reale Aufwertung ihrer Währungen als auch andere Faktoren, wie die Liberalisierung des Außenhandels, widerspiegeln dürfte. Die Ausweitung der Ungleichgewichte war in erster Linie nicht durch gesunkene Exporte, sondern durch stark gestiegene Importe bedingt; es gibt wenig Anzeichen für eine übermäßig gewachsene Inlandsnachfrage. Auch einige asiatische Länder wiesen jüngst hohe Leistungsbilanzdefizite auf, aber diese fielen mit wachsenden Kapitalzuflüssen zusammen und ergaben sich vor dem Hintergrund stabiler Wechselkurse.

Eine zweite bemerkenswerte Tatsache ist, daß Investitionen, die tendenziell importintensiver sind als andere Nachfragekomponenten, in Asien einen weitaus größeren Anteil am BIP ausmachen als in Lateinamerika. Die Investitionsquoten in Lateinamerika sind etwas gestiegen, weil die Kapitalzuflüsse mit höheren privaten Investitionen einhergehen, während die öffentlichen Investi-

Reale Wechselkurse und Veränderungen der Leistungsbilanz

Auswirkungen von Sachinvestitionen ...

tionsausgaben im Rahmen finanzpolitischer Konsolidierungsbemühungen gekürzt wurden; die Produktivität der Investitionen insgesamt dürfte sich daher erhöht haben. Dennoch stand der Importboom in Asien in direkterem Zusammenhang mit dem starken Wachstum der Investitionen, besonders in der Exportindustrie. Die damit verbundene Leistungsbilanzverschlechterung dämpfte den Aufwärtsdruck auf die Wechselkurse, während durch die Ausweitung der Investitionen gleichzeitig der Grundstein für eine nachfolgende Verringerung der Leistungsbilanzungleichgewichte gelegt wurde.

... Struktur der Kapitalzuflüsse ...

Die *Struktur* der Kapitalzuflüsse war für die gesamtwirtschaftlichen Konsequenzen vermutlich ebenfalls von Bedeutung. Der Anteil ausländischer Direktinvestitionen sowohl an der Bruttosachvermögensbildung als auch an den Kapitalzuflüssen war in Asien größer als in Lateinamerika (s. die Grafik gegenüber). Entscheidend war jedoch die *Art* der ausländischen Direktinvestitionen. In Lateinamerika spielten Debt-Equity-Swaps und Privatisierungen, die nicht immer mit einer zusätzlichen Sachvermögensbildung verbunden sind, die wichtigste Rolle. In Asien hingegen erfolgten die meisten ausländischen Direktinvestitionen in Form von Übernahmen oder im Zuge des Aufbaus neuer Unternehmen.

... und Fiskalpolitik

Eine weitere – wenn auch weitgehend indirekte – Ursache für die unterschiedlichen Leistungsbilanz- und Wechselkursentwicklungen dürften Änderungen der Fiskalpolitik sein. In den meisten asiatischen Ländern mit ihrer langen Tradition niedriger Budgetdefizite bestand in den neunziger Jahren kaum Bedarf an einer weiteren Konsolidierung der öffentlichen Haushalte. In Lateinamerika wurde die laxe Finanzpolitik dagegen erst gegen Ende der achtziger Jahre geändert. Diese Verbesserung der Haushaltslage förderte zweifellos das Vertrauen der ausländischen Investoren und bot Inländern einen Anreiz zur Repatriierung von im Ausland gehaltenen Finanzmitteln, wodurch der Aufwertungsdruck auf die realen Wechselkurse noch verstärkt wurde.

#### *Schlußfolgerungen für die Geldpolitik*

Die jüngsten Devisenmarktentwicklungen in Lateinamerika und Asien werfen zwei Fragen auf. Erstens: Auf welche Weise ist es den Ländern gelungen, Ziele für die Wechselkursstabilität mit den inländischen Zielen der Geldpolitik in Übereinstimmung zu bringen? Zweitens: Inwieweit mußten die Länder, die einen relativ festen nominalen Wechselkurs aufrechterhalten konnten, einen Teil ihrer geldpolitischen Autonomie aufgeben?

Substitution von Finanzaktiva und Zinspolitik

Selbst in den Ländern, die die meisten Devisenkontrollen und Beschränkungen an den inländischen Finanzmärkten aufgehoben haben und die Politik eines festen nominalen Wechselkurses verfolgen, sind inländische und ausländische Finanzaktiva vermutlich keine vollkommenen Substitute. Die Verantwortlichen haben somit einen gewissen Spielraum für eine Veränderung der inländischen Zinssätze in Relation zu jenen im Ausland. Zudem haben die einzelnen Länder bei weitem nicht im selben Ausmaß tatsächlich die Kapitalverkehrskontrollen aufgehoben und die Finanzmärkte liberalisiert. Hongkong tat dies bereits frühzeitig, und mit einem vollkommen fixierten nominalen Wechselkurs haben die geldpolitischen Instanzen wohl einen Teil ihrer Autonomie geopfert. Dies wurde während der frühen neunziger Jahre offensichtlich, als die realen

Hongkong

Zinssätze infolge der Kombination von niedrigen Zinsen in den USA und einer vergleichsweise hohen inländischen Inflationsrate negativ wurden. Dadurch stiegen die Immobilienpreise kräftig und veranlaßten unlängst die Behörden, Maßnahmen zur Begrenzung der Überschußnachfrage nach Immobilien zu erwägen. Auch Singapur liberalisierte sein Finanzsystem sehr früh, entschied sich aber für einen flexiblen Wechselkurs als Instrument der Preisstabilisierung. Am anderen Ende der Skala stehen Südkorea und Taiwan, die etliche interne und externe Restriktionen beibehalten haben und außerdem eine flexiblere Wechselkurspolitik verfolgen.

In anderen Ländern wurde eine wirksame Interventions- und Sterilisierungspolitik durchgeführt, indem eine gewisse – wenn auch begrenzte – Wechselkursflexibilität mit Kontrollen entweder des Kapitalverkehrs oder der inländischen Finanzmärkte verbunden wurde. Mehrere Länder verwenden keinen vollkommen festen Wechselkurs, sondern ein Wechselkursband und können somit eine unabhängige Geldpolitik verfolgen, solange der tatsächliche Kurs innerhalb des Bandes liegt. Bei großen Zuflüssen haben einige dieser Länder das Band und dadurch auch ihren Handlungsspielraum erweitert. Auch die Struktur der Kapitalzuflüsse und die Gestaltung der Mittelaufnahme und -verwendung durch die öffentlichen Haushalte können unterstützend wirken. In Thailand erfolgte ein großer Teil der Kapitalzuflüsse in Form von langfristigen Direkt- und Portfolioinvestitionen sowie ausländischen Bankkrediten. Zusammen mit den verbleibenden Kontrollen im Finanzsektor ermöglichte es dies den Verantwortlichen, den Wechselkurs in einem vergleichsweise engen Band zum US-Dollar zu halten und gleichzeitig die Kredite entsprechend dem Bedarf einer rasch wachsenden Wirtschaft auszuweiten. In mehreren lateinamerikanischen Ländern wurden Kapitalzuflüsse in Form von Debt-Equity-Swaps und Beteiligungsinvestitionen im Rahmen von Privatisierungen im wesentlichen ohne Eingriffe der Zentralbank und ohne meßbaren Effekt auf die Zinssätze sterilisiert. Malaysia und Singapur absorbierten Überschußliquidität, indem sie Einlagen der Regierung oder Zwangssparprogramme von den Kreditinstituten zur Zentralbank verlagerten.

In Perioden mit außergewöhnlich hohen Kapitalzuflüssen machte das Ziel, die Stabilität der Finanzmärkte und die internationale Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten, gleichwohl zusätzliche – wenn auch meist vorübergehende – Maßnahmen erforderlich. Etliche Länder führten in solchen Situationen höhere Mindestreserven für die Banken ein oder setzten negative Zinssätze auf Einlagen von Ausländern fest (Chile, Malaysia und Südkorea), und sie beschränkten die Fremdwährungsverbindlichkeiten der Banken (Mexiko) oder die Portfolioinvestitionen von Ausländern (Südkorea und Malaysia). In einigen Ländern wurden Ausländer von bestimmten Märkten und Geschäften ausgeschlossen (Malaysia), oder es wurden Maßnahmen zur Förderung von Kapitalabflüssen ergriffen (Chile, Südkorea, Taiwan und Thailand). Wenn die Märkte für Staatsanleihen nicht genügend entwickelt waren, stützten sich die Behörden auf die Veräußerung von Zentralbankanleihen, und auch vorgezogene Tilgungen von Auslandsverbindlichkeiten (wie z. B. in Südkorea im Zeitraum 1985–89) wurden geleistet, damit die inländische Kredit- und Geldmengenentwicklung von einem Anstieg der Währungsreserven möglichst unberührt blieb.

Sterilisierungsmaßnahmen und geldpolitische Unabhängigkeit

Spezielle Maßnahmen bei hohen Zuflüssen

Konflikte mit  
binnenwirtschaft-  
lichen Zielen ...

Als Übergangslösung waren diese Maßnahmen recht wirksam, aber sie bergen die Gefahr einer Verzerrung der finanziellen Entwicklungen, vor allem zu Lasten der Banken. Es hat außerdem mehrere Fälle gegeben, in denen Kapitalzuflüsse und ein damit im Zusammenhang stehender Abwärtsdruck auf die inländischen Zinssätze mit dem Bemühen kollidierten, die Inflation zu verringern und ein übermäßiges Wachstum der Nachfrage zu verhindern. Dies erklärt größtenteils die Einführung von Maßnahmen zur Beschränkung des Kapitalimports und zur Förderung des Kapitalexports in Chile 1992, als die Wirtschaft mit einer Rate von 10% wuchs und sich der Vollauslastung der Kapazitäten näherte. Im Zeitraum 1990–92 verfolgte auch Indonesien eine straffe Geldpolitik, und die damit verbundenen vergleichsweise hohen Zinssätze zogen Auslandskapital an. Im Verlauf des Jahres 1993 profitierten dagegen einige Zentralbanken davon, daß binnen- und außenwirtschaftliche Erfordernisse nicht mehr im Widerspruch zueinander standen. Beispielsweise operierten Indonesien, Südkorea und Thailand mit einer stärker expansiven Politik, und die Verringerung der Zinssätze und Zinsdifferenzen half, einen Anstieg der Kapitalzuflüsse einzudämmen, der die Preisstabilität hätte gefährden können. In Singapur waren die gegen eine Überhitzung gerichteten höheren Zinsen gleichzeitig dem Ziel förderlich, den nominalen Wechselkurs zu festigen und so den Einfluß der Importpreise auf die Verbraucherpreisinflation zu dämpfen.

... aber auch  
Zielüberein-  
stimmung

## Industrieländer: Devisenmärkte 1993 und Anfang 1994

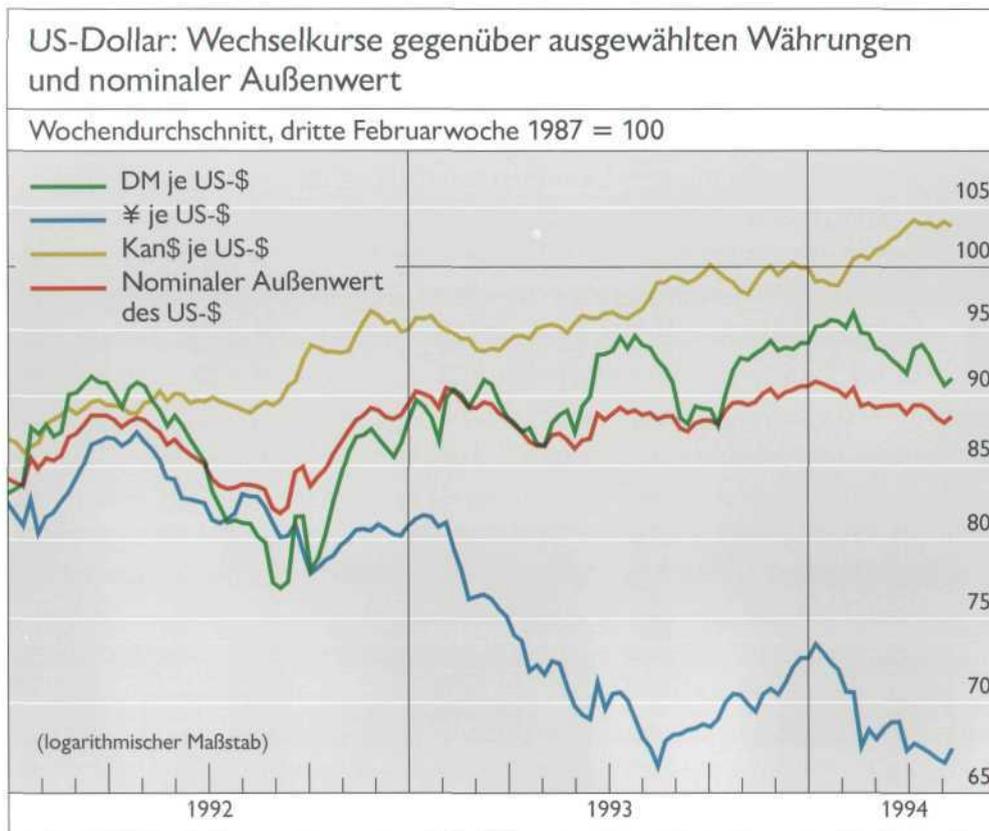
### *US-Dollar, Yen und D-Mark*

Dollar insgesamt  
vergleichsweise  
stabil ...

Trotz der Wechselkursinstabilität, die bei der fortschreitenden Integration der internationalen Finanzmärkte von Zeit zu Zeit beobachtet wurde, blieb der Außenwert des *US-Dollars* von Anfang 1993 bis Anfang 1994 vergleichsweise konstant; sein nominaler effektiver Kurs schwankte innerhalb recht enger Grenzen, bis er sich im April dieses Jahres abzuschwächen begann und der Abwertungsdruck Anfang Mai – wenigstens vorübergehend – größer wurde. Dies stand in gewissem Gegensatz zu der Erfahrung der letzten Jahre, als das unbestimmte Auf und Ab des Vertrauens in die Erholung der *US-Wirtschaft* eine positive Korrelation mit stärker ausgeprägten kurzfristigen Zyklen in der Bewertung des Dollars aufgewiesen hatte.

... aber starker  
Rückgang gegen-  
über dem Yen  
und Anstieg  
gegenüber  
anderen  
Währungen

Von größerer Bedeutung als die allgemeine Stabilität des Dollars während fast des gesamten Berichtszeitraums war die Tatsache, daß er gegenüber dem japanischen Yen stark rückläufig war, sich aber gleichzeitig gegenüber der D-Mark und anderen europäischen Währungen sowie gegenüber dem kanadischen Dollar befestigte. Mehrmals intervenierten die Währungsbehörden der USA und Japans gemeinsam an den Devisenmärkten gegen den Yen-Anstieg. Betrachtet man den Berichtszeitraum als Ganzes, erwiesen sich somit frühere Markterwartungen, daß eine anhaltende Erholung der *US-Wirtschaft* und ein Rückgang der Zinsdifferenzen den Dollar stärken würden, als unbegründet. Von Februar bis April 1994 schwächte sich der Dollar ab, obwohl es Anzeichen für eine weitere Befestigung der Konjunktur zu Beginn des neuen Jahres gab und in den USA Schritte in Richtung einer Straffung der Geldpolitik unternommen wurden. Letztere wurden jedoch von einem drastischen Kursrückgang bei den



Dollaranleihen begleitet, der ausgeprägter war als zum Beispiel die Kurseinbußen in Deutschland. Die Furcht vor weiteren Verlusten dürfte zu einer gewissen Abkehr vom Dollar beigetragen haben. Anders ausgedrückt: Sobald sich der Renditenanstieg so gefestigt hatte, daß die Märkte überzeugt waren, das Tal im US-Zinszyklus sei nun eindeutig durchschritten, kehrte sich die positive Relation zwischen dem Wechselkurs und den Indikatoren einer Erholung der Realwirtschaft – zumindest eine Zeitlang – ins Gegenteil. Anfang Mai spitzte sich die Lage derart zu, daß unter der Führung der US-Währungsbehörden international konzertierte Interventionen zur Stützung des Dollars getätigt wurden und der US-Schatzminister erklärte, die zuständigen Instanzen in den USA hätten an einer Unterbewertung des Dollars kein Interesse.

Wie die Tabelle auf S. 176 zeigt, stand dem steigenden Leistungsbilanzdefizit der USA im Jahr 1993 als wichtigster Gegenposten eine Veränderung der offiziellen Nettowährungsreserven gegenüber. Sie erklärt sich nicht aus einem Rückgang der Reserven, denn diese nahmen trotz gelegentlicher Devisenmarktoperationen der USA sogar um \$ 2 Mrd. zu. Sie kam vielmehr durch einen Anstieg der in den USA gehaltenen offiziellen US-Dollar-Reserven anderer Länder um \$ 78 Mrd. zustande, in dem sich zum großen Teil der kräftige Zuwachs der Reserven der Entwicklungsländer widerspiegelte. Ferner dürfte sie ein Resultat von Portfolioumschichtungen zugunsten von US-Schatzwechseln gewesen sein, da sich der bereits geringe Zinsvorsprung von Eurodollareinlagen zeitweise weiter verkleinerte. Dagegen sank die Finanzierung aus privaten Quellen (ohne statistischen Restposten) auf nur \$ 6,7 Mrd., was vollständig auf einen erneuten hohen Rückgang der Nettoauslandsforderungen ausländischer Banken (um \$ 47 Mrd.) zurückzuführen ist, da insbesondere der Rückzug der japanischen

Umkehr des Zusammenhangs zwischen Dollar und US-Konjunktur führt letztlich zu konzertierten Interventionen

Hoher Anstieg der offiziellen Dollarreserven in den USA gleicht Defizit in Leistungsbilanz und langfristigem Kapitalverkehr der USA teilweise aus

Kräftige  
Aufwertung  
des Yen

Kreditinstitute aus dem internationalen Geschäft andauerte. Der Kapitalverkehr in Form von Wertpapiertransaktionen erreichte im letzten Jahr Rekordhöhen; per saldo ergab sich aber ein Mittelabfluß von nur \$ 21,4 Mrd., denn die internationale Portfoliodiversifizierung beschränkte sich nicht auf die US-Investoren. Mit der Wachstumsbeschleunigung in den USA erhöhten sich schließlich die Zuflüsse an ausländischen Direktinvestitionen beträchtlich. 1992 waren sie auf ihren niedrigsten Stand seit zwanzig Jahren gesunken, aber im vergangenen Jahr erholten sie sich auf über \$ 30 Mrd., und die Nettoabflüsse gingen zurück.

Besonders auffällig war im Berichtszeitraum der starke Anstieg des Außenwerts des Yen. Von Mitte Januar bis Mitte August letzten Jahres stieg die japanische Währung gegenüber dem Dollar um rund 24% und gegenüber der D-Mark um 33%. Während der letzten viereinhalb Monate von 1993 verlor sie dann etwas an Wert, bis sie im neuen Jahr ungefähr wieder ihr altes Niveau erreichte. Besonders festigte sich der Yen nach dem Abbruch der Handelsgespräche zwischen den USA und Japan Mitte Februar sowie nochmals Ende April/Anfang Mai, als sich die politische Unsicherheit in Japan verstärkte und der US-Dollar allgemein nachgab. Dies bedeutet, daß der Yen in realer gewogener Berechnung zuletzt um etwa 70% über seinem zeitweiligen Tiefstand von Anfang 1990 lag bzw. um rund 30% höher als Anfang 1987, d. h. nach der Korrektur der massiven Überbewertung des Dollars Anfang der achtziger Jahre.

Offizielle Währungsreserven <sup>1</sup>						
Position	1989	1990	1991	1992	1993	Stand Ende 1993
	Milliarden US-Dollar					
	Veränderung zu jeweiligen Wechselkursen					
Insgesamt	54,4	125,0	43,0	24,4	104,7	962,9
darunter:						
<i>Industrieländer</i>	32,5	82,1	-24,3	-25,9	28,5	459,8
<i>Junge Industrieländer Asiens</i>	8,1	11,6	19,5	15,5	20,9	195,0
<i>Übrige Entwicklungsländer</i>	11,4	37,1	54,6	32,9	47,9	285,7
	Veränderung zu konstanten Wechselkursen <sup>2</sup>					
Insgesamt	57,2	90,9	42,0	46,5	109,3	962,9
Reserven in US-Dollar	6,8	39,7	30,8	47,5	60,0	577,1
darunter:						
<i>In den USA</i>	-4,2	29,9	22,3	32,8	78,3	418,0
<i>Bei Banken außerhalb der USA<sup>3</sup></i>	1,7	3,4	5,8	9,2	1,4	95,0
Reserven in anderer Währung	50,4	51,2	11,2	- 1,0	49,3	385,8
darunter: <i>Bei Banken<sup>3</sup></i>	7,2	16,9	-29,2	- 6,9	4,2	95,7
<i>Nachrichtlich:</i>						
<i>Ausgewiesene Reserven in:</i>						
<i>D-Mark</i>	24,0	10,0	- 8,2	- 7,1	38,7	159,5
<i>Yen</i>	10,8	16,0	4,2	- 4,4	3,3	92,0
<i>Pfund Sterling</i>	2,8	4,2	3,9	4,9	4,1	31,4
<i>Privaten ECU</i>	7,3	13,7	2,3	-12,0	3,7	24,8
<i>Französischen Francs</i>	2,6	7,4	4,6	- 1,0	1,1	18,8

<sup>1</sup> Ohne offizielle ECU. <sup>2</sup> Teilweise geschätzt. <sup>3</sup> Einlagen der Währungsbehörden bei den an die BIZ berichtenden Banken.

Bereits im März und April letzten Jahres soll die japanische Zentralbank aus Furcht vor einer zu starken Aufwertung Interventionen getätigt haben, um den Anstieg des Yen zu bremsen, nachdem sie zuvor im Februar den offiziellen Diskontsatz auf 2½% gesenkt hatte. Auch die US-Währungsbehörden selbst intervenierten mit geringen Beträgen. Zusätzlich erklärten sie in einer öffentlichen Stellungnahme, daß Wechselkurse die gesamtwirtschaftlichen Eckdaten widerspiegeln sollten und Versuche, Wechselkurse künstlich zu beeinflussen und zu manipulieren, unangemessen seien. Gleichwohl wurde, wie verlautet, bis zum 8. Juni und nochmals Mitte August nach der Krise im EWS-Wechselkursmechanismus mehrfach gemeinsam interveniert.

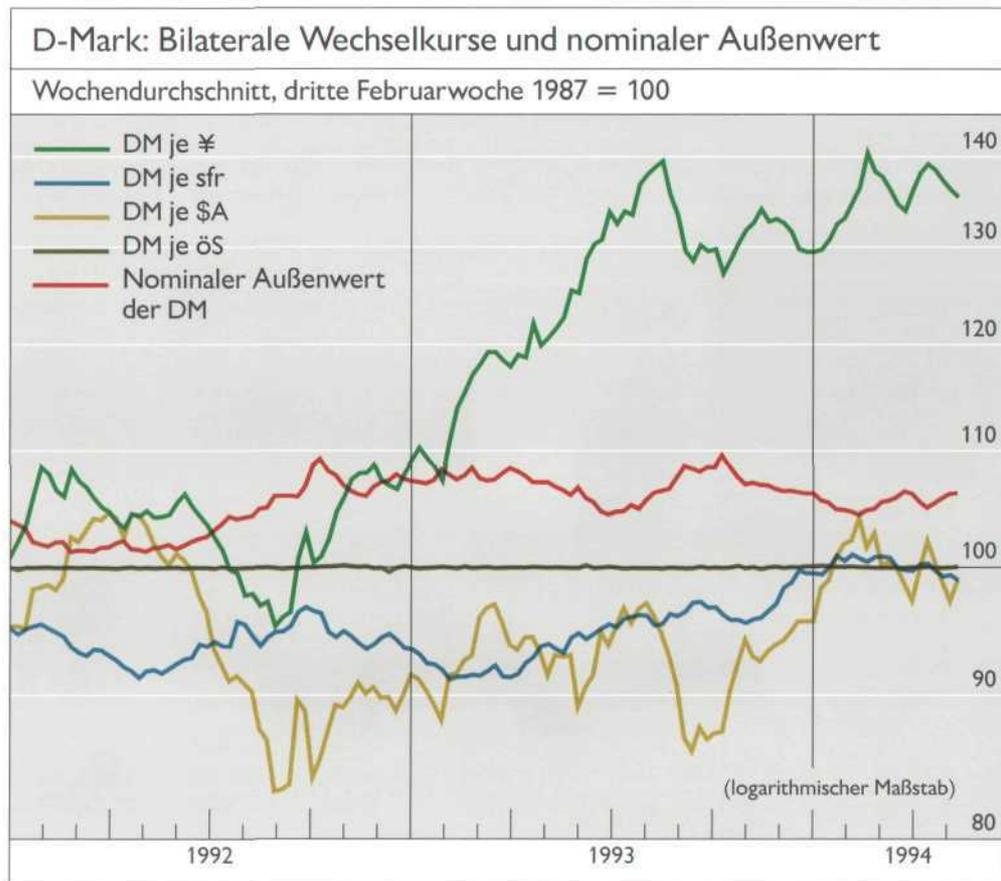
Gemeinsame  
Interventionen

Anschließend erholte sich der Dollar etwas, und der Yen verlor bis gegen Ende des Jahres an Boden – zum einen aufgrund der sich abzeichnenden Beschleunigung des Konjunkturaufschwungs in den USA und zum anderen in Erwartung eines erfolgreichen Abschlusses der Handelsgespräche zwischen den USA und Japan.

Anfang 1994 jedoch zog der Yen wieder an, als die Unzufriedenheit der USA hinsichtlich der Fortschritte bei den Handelsgesprächen offen zutage trat und man – zu Recht oder zu Unrecht – annahm, daß dies Maßnahmen zur Stützung des Yen nach sich ziehen würde. Die Lage spitzte sich Mitte Februar zu, als die Verhandlungen tatsächlich abgebrochen wurden und die japanische Zentral-

Zahlungsbilanzen der USA und Japans									
	1989	1990	1991	1992	1993	1993			
						1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Milliarden US-Dollar									
USA									
Leistungsbilanz	-101,6	-91,9	- 8,3	- 66,4	-109,2	-14,7	-25,7	-35,0	-33,9
Kapitalverkehrsbilanz <sup>1</sup>	118,6	62,0	-13,5	24,4	41,3	4,3	7,6	17,4	12,0
darunter:									
Direktinvestitionen	30,9	20,9	- 5,1	- 32,4	- 18,7	- 1,5	- 2,1	- 6,1	- 9,0
Wertpapiere <sup>2</sup>	46,3	-29,7	9,2	19,2	- 21,4	- 3,9	- 9,7	-25,1	17,2
Bankkredite	5,2	32,4	- 5,1	43,6	46,8	9,2	3,9	33,4	0,2
Restposten	- 17,4	30,8	-15,1	- 12,2	26,7	3,1	13,5	7,2	3,0
Veränderung der Nettowährungsreserven <sup>3</sup>	- 17,0	29,9	21,8	42,0	68,0	10,3	18,1	17,6	21,9
Japan									
Leistungsbilanz	57,2	35,8	72,9	117,6	131,4	35,9	31,4	32,0	32,1
Kapitalverkehrsbilanz <sup>1</sup>	- 81,9	-56,6	-90,0	-118,9	-108,0	-31,4	-26,5	-18,0	-32,1
darunter:									
Direktinvestitionen	- 45,2	-46,3	-29,4	- 14,5	- 13,6	- 3,0	- 3,9	- 2,2	- 4,5
Wertpapiere	- 28,0	- 5,0	41,0	- 26,2	- 62,7	- 4,4	-20,9	- 2,5	-35,0
Bankkredite	8,6	-13,6	-93,5	- 73,0	- 15,0	-25,1	- 4,2	0,3	14,0
Restposten	- 22,0	-20,9	- 7,8	- 10,5	- 0,3	4,2	5,3	- 9,0	- 0,7
Veränderung der Nettowährungsreserven <sup>3</sup>	24,7	20,9	17,1	1,4	- 23,5	- 4,5	- 4,9	-14,0	- 0,1

<sup>1</sup> Definiert als: - (Leistungsbilanzsaldo + Veränderung der Nettowährungsreserven); Minuszeichen: Kapitalabfluß. <sup>2</sup> Einschl. US-Schatzpapiere. <sup>3</sup> Veränderung der Gold- und Devisenreserven abzüglich der Veränderung der Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden; Minuszeichen: Zunahme der Währungsreserven.



bank dem Vernehmen nach erneut mit Yen-Verkäufen intervenierte. Dennoch blieb der Yen vergleichsweise stark und setzte zu einem erneuten Höhenflug an, bis Anfang Mai konzertierte Interventionen zur Stützung des Dollars unternommen wurden, um zu verhindern, daß er unter die psychologisch wichtige Schwelle von ¥ 100 absackte.

Der Anstieg der japanischen Währungsreserven (ohne Gold) um \$ 27 Mrd. im Jahr 1993 spiegelt die wiederholten offiziellen Interventionen wider. Ende 1993 beliefen sich die Reserven Japans auf \$ 99 Mrd. und waren damit die größten der Welt.

Trotz Kapitalzuflüssen für Portfoliozwecke in Rekordhöhe – von denen nur ein Teil in Verbindung mit der Krise im EWS-Wechselkursmechanismus stand – hat sich der Wert der *D-Mark* insgesamt betrachtet ähnlich dem des Dollars im Berichtszeitraum bemerkenswert wenig verändert. Im Jahr 1992, als sich andere europäische Währungen unter einem gewaltigen Spekulationsdruck abschwächten, hatte sich der nominale Außenwert der *D-Mark* um 3½% erhöht. Im letzten Jahr jedoch gab die *D-Mark* im Durchschnitt leicht nach, obwohl sie sich während der europäischen Währungskrise vorübergehend festigte. Diese Krise führte jedoch nicht zu großen oder dauerhaften Abwertungen anderer Währungen wie 1992 und Anfang 1993, wengleich u. a. die Lira, die schwedische Krone und die Peseta allgemein weiter an Wert verloren.

Trotzdem haben sich die Bruttozuflüsse von Portfoliokapital nach Deutschland das zweite Jahr in Folge fast verdoppelt und erreichten DM 242 Mrd. Diese Zuflüsse wurden durch die weiterhin relativ hohen Zinssätze in Deutschland und

D-Mark ähnlich wie Dollar insgesamt stabil

Zahlungsbilanz Deutschlands							
Zeitraum	Leistungs- bilanz	Kapitalverkehrsbilanz					Veränderung der Netto- währungs- reserven*
		Insgesamt (einschl. Restposten)	darunter				
			Netto- direkt- investitionen	Ausländische Anlagen in deutschen Wert- papieren	Deutsche Anlagen in ausländischen Wert- papieren	Kurzfristiger Kapital- verkehr der Geschäfts- banken	
Milliarden D-Mark							
1992							
Januar–Juni	-18,5	28,8	-8,8	9,7	-34,4	56,8	-10,3
Juli	- 7,4	8,9	-1,5	12,4	- 5,7	- 8,6	- 1,5
August	- 1,2	4,5	-1,3	10,4	- 2,7	3,0	- 3,3
September	- 2,0	84,5	-3,5	32,8	3,2	33,0	-82,5
Oktober	- 2,1	-35,9	-0,2	20,6	-11,1	-24,9	38,0
November	- 0,2	- 0,9	-0,6	8,0	- 9,7	- 2,2	1,1
Dezember	- 3,1	13,2	-8,1	29,6	-10,1	6,7	-10,2
1993							
Januar–Juni	-12,9	-38,1	-6,6	135,2	-58,3	-40,0	51,0
Juli	- 7,8	21,0	-1,7	30,2	- 4,1	10,9	-13,2
August	- 5,7	49,9	-0,8	1,3	- 5,3	30,8	-44,1
September	- 3,1	-29,7	-2,4	19,0	3,1	-29,7	32,8
Oktober	- 3,7	- 8,3	-1,0	20,2	- 2,0	2,0	12,0
November	1,1	0,8	-0,7	13,5	4,8	-25,0	- 1,9
Dezember	- 3,1	3,9	-6,6	22,3	21,5	-51,6	- 0,8

\* Veränderung der Gold- und Devisenreserven abzüglich der Veränderung der Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden; Minuszeichen: Zunahme der Nettowährungsreserven.

die Erwartung zukünftiger Senkungen wie auch durch die starken spekulativ bedingten Anspannungen im EWS-Wechselkursverbund hervorgerufen. Die Bruttokapitalabflüsse für Wertpapierkäufe halbierten sich im vergangenen Jahr beinahe und betragen nur noch DM 40 Mrd. Wie schon 1992 entfielen rund zwei Drittel der Kapitalzuflüsse für Portfoliozwecke auf Anleihen des öffentlichen Sektors. Auch spielte der Erwerb von Inlandsanleihen durch deutsche Anleger via Luxemburger Investmentfonds bei der Aufblähung von Kapitalimporten wie -exporten eine wichtige Rolle.

Im Jahr 1992 wurden die Kapitalabflüsse aus Deutschland vor allem durch die Einführung einer Zinsabschlagsteuer in die Höhe getrieben (hauptsächlich Käufe von Investmentzertifikaten der erwähnten Luxemburger Fonds); dieser Prozeß schien aber Mitte 1993 beendet zu sein. Weitere Änderungen in der Steuergesetzgebung (zur Berücksichtigung ausländischer Zinseinkünfte) wurden im September bekannt und verringerten die Attraktivität einer Anlage in Luxemburger Fonds weiter; während der letzten Monate des Jahres führten sie sogar zu erheblichen Nettoverkäufen solcher Investmentzertifikate.

Der hohe Überschuß im langfristigen Kapitalverkehr wurde zu einem gewissen Grad durch Abflüsse im kurzfristigen Kapitalverkehr der Nichtbanken ausgeglichen. Besonders während des ersten Quartals 1993 stockten inländische

In Deutschland hohe Bruttozuflüsse von Portfoliokapital

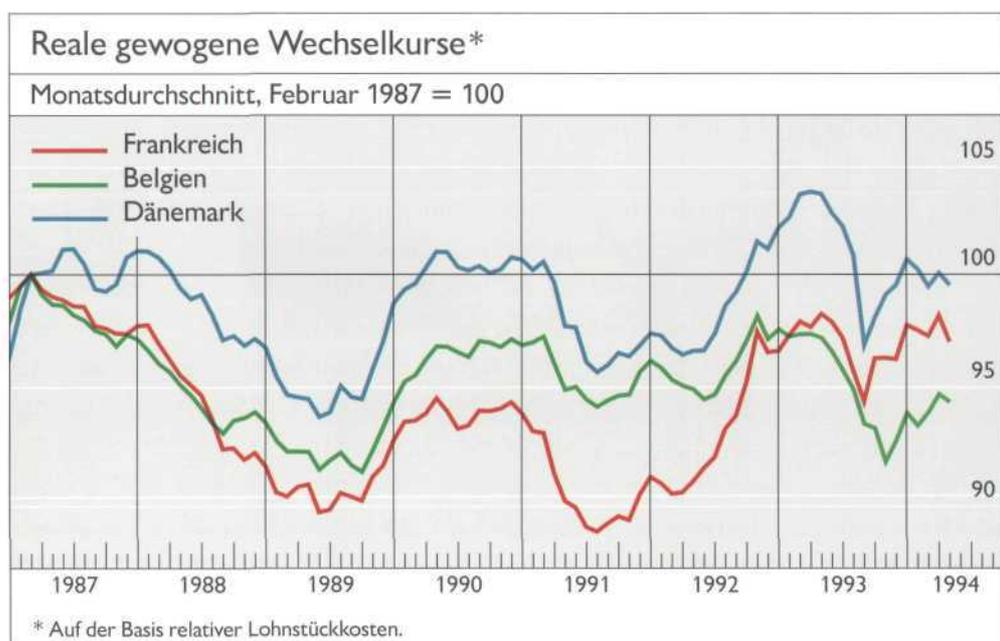
Nichtbanken ihre kurzfristigen Einlagen bei Kreditinstituten im Ausland kräftig auf, worin sich zum Teil der Wunsch widerspiegelte, die Zinsabschlagsteuer zu umgehen. Aber auch die kurzfristigen Auslandsforderungen der Banken erhöhten sich spürbar, wenngleich es im Verlauf des Jahres – angesichts der Spekulationswellen im EWS-Wechselkursverbund während des Sommers – große Schwankungen gab.

Die offiziellen Währungsreserven Deutschlands (ohne Gold) sind – anders als die Japans – im Jahresverlauf 1993 um \$ 13 Mrd. gesunken. Sie hatten sich im Zuge der Devisenmarktunruhen im Herbst 1992 stark erhöht, und ihr Abschmelzen bis zum Jahresende 1993 – nach einem vorübergehenden Wiederanstieg während der Krise im EWS-Wechselverbund 1993 – stellte eine Rückkehr zu eher üblichen Größenordnungen dar.

### Die Krise im Europäischen Wechselkursmechanismus 1993

Jüngste EWS-Krise vor dem Hintergrund der Auswirkungen der Turbulenzen von 1992

Im letztjährigen Jahresbericht (Kapitel VIII) wurden die sich über einen längeren Zeitraum hinziehenden Devisenmarktunruhen in Europa ausführlich beschrieben. Mit einigen Unterbrechungen dauerten diese Spannungen während der dort betrachteten Periode bis Mitte Mai 1993 an, als der portugiesische Escudo und die spanische Peseta innerhalb des Wechselkursverbunds abermals abgewertet wurden. Bis dahin waren insgesamt zehn europäische Währungen mit festen oder angebondenen Wechselkursen (einschl. der drei nordischen Währungen außerhalb des Wechselkursverbunds) an den Devisenmärkten beispiellosem und wiederholtem *Abwertungsdruck* ausgesetzt (andere Währungen waren natürlich unter entsprechendem *Aufwertungsdruck* geraten). Trotz offizieller Interventionen in Rekordhöhe wurden nur drei Währungen – der französische und der belgische Franc sowie die dänische Krone – weder abgewertet noch zum Floating gezwungen. In all diesen Fällen bewerteten die Behörden die gesamtwirtschaftlichen Eckdaten als solide, denn die Inflation schien fest unter Kontrolle zu sein, und die Leistungsbilanzsalden waren positiv. Die



internationale Wettbewerbsfähigkeit aller drei Länder war zwar durch die Folgen der Devisenmarktunruhen von 1992 beeinträchtigt worden, aber sie war nicht unter das Niveau gesunken, das unmittelbar nach dem letzten umfassenden Realignment im Frühjahr 1987 gegolten hatte (s. die vorstehende Grafik). Eine Ausnahme bildete vielleicht Dänemark, das aber nur eine relativ geringe Verschlechterung verzeichnete. Daher schien es im Jahr 1993 nicht nur keinen guten Grund für eine Abwertung dieser Währungen zu geben, sondern es gab gute Gründe, *keinen* Wertverlust hinzunehmen, da damit sowohl die Preisstabilität als auch die Glaubwürdigkeit der Politik hätten aufs Spiel gesetzt werden können.

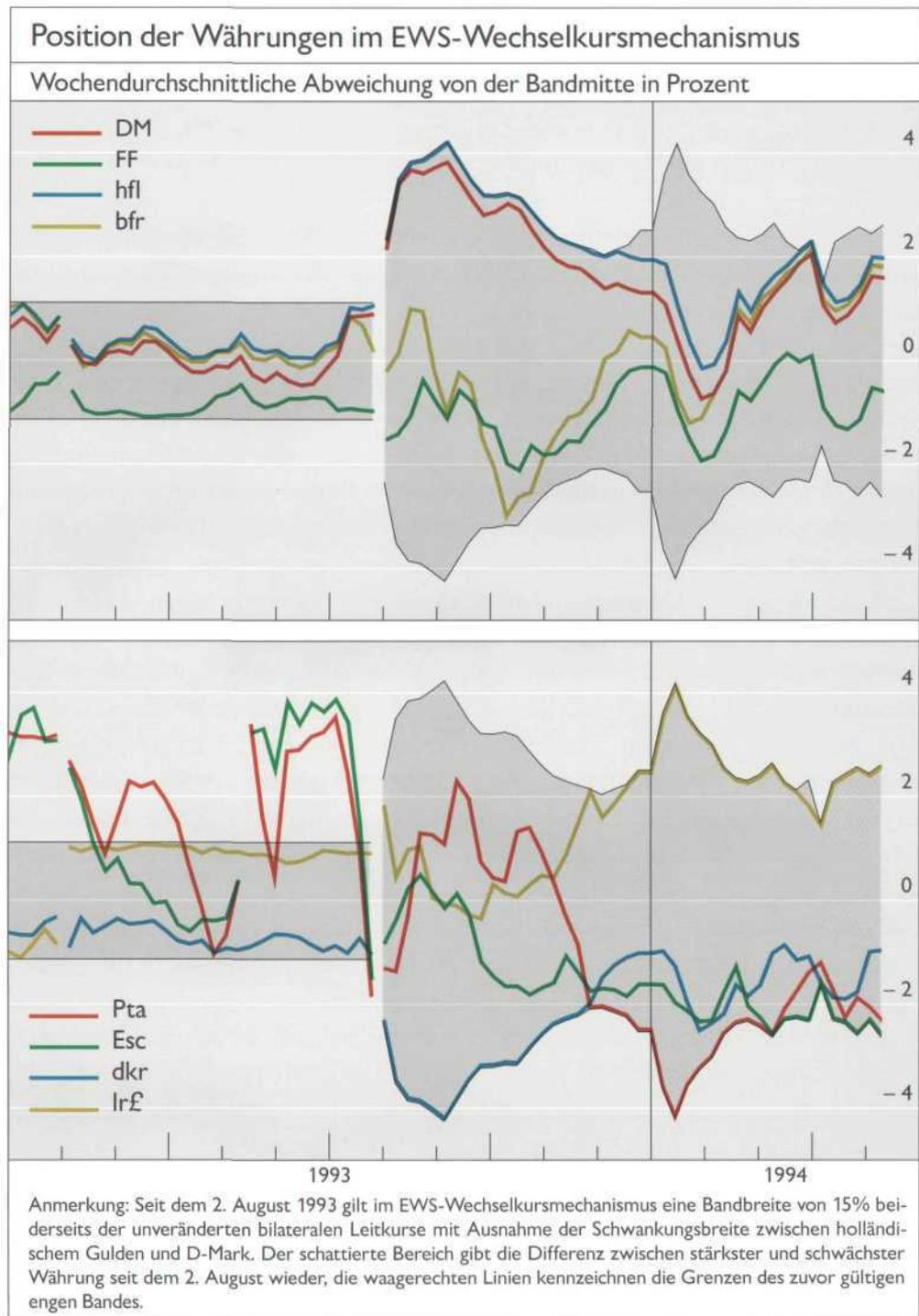
Gleichzeitig jedoch hatten die früheren Krisen (neben ihren Implikationen für die Wettbewerbsfähigkeit) die Glaubwürdigkeit strikter Wechselkursverpflichtungen in Frage gestellt. Anders ausgedrückt: Einige wichtige Folgen der Integration und Entwicklung der internationalen Kapitalmärkte waren abermals sehr deutlich vor Augen geführt worden. In dieser Hinsicht war die Krise im EWS-Wechselkursmechanismus vom Sommer 1993 kein neuartiges Phänomen, aber ihr Ergebnis unterscheidet sich bislang recht deutlich von den Resultaten der Turbulenzen im Jahr 1992 und Anfang 1993.

Im Anschluß an die Abwertung des irischen Pfundes Anfang Februar 1993 dauerten die Spannungen im EWS-Wechselkursmechanismus – mit Unterbrechungen – an, wobei insbesondere der französische Franc bis weit in den April hinein in der Nähe der Untergrenze seines engen Bandes lag, während die Bundesbank die Zinsen recht stetig, aber behutsam senkte. Das Endergebnis der französischen Parlamentswahlen Ende März trug dazu bei, den Druck vom Franc zu nehmen, und wenig später setzte die Bundesbank die Zinssätze nochmals herab. Tatsächlich änderte sich die Einschätzung des französischen Franc so stark, daß es der Banque de France möglich war, die Zinssätze innerhalb von zwei Monaten um 3 Prozentpunkte zu senken und die kurzfristigen französischen Zinsen zwischen Ende Juni und Anfang Juli eine Zeitlang sogar unter die deutschen Notierungen fallen zu lassen. Darüber hinaus hat der positive Ausgang des zweiten dänischen Referendums über den Vertrag von Maastricht die Zuversicht allgemein gestärkt. Die dänische Zentralbank tätigte den Angaben zufolge einige Devisenkäufe und konnte ebenso wie die französischen und die belgischen Währungsbehörden die kurzfristigen Zinssätze weiter zurückführen. Für die italienische Lira, die dem EWS-Wechselkursmechanismus nicht mehr angehörte, boten sich im Mai und bis in den Juni hinein – u. a. aufgrund einer leichten Abschwächung der D-Mark – gelegentlich ähnliche Möglichkeiten.

Gegen Ende Juni wurde jedoch ein erneuter Anstieg der Arbeitslosigkeit in Frankreich bekanntgegeben. Dies schien den Märkten in Erinnerung zu bringen, daß die Zinsen in Zeiten der Konjunkturschwäche nur begrenzt erhöht werden können, um feste Paritäten zu verteidigen, wie gut die „traditionellen“ Fundamentaldaten auch sein mögen. Obwohl die Bundesbank die Zinssätze schrittweise weiter zurückführte und Frankreich, Dänemark, Belgien und andere Länder sich ihr anschlossen, waren die sich daraus ergebenden Zinsänderungen somit zwangsläufig zu gering, als daß sie den Spielraum zur Bekämpfung von Wechselkursspannungen wesentlich hätten vergrößern können. Tatsächlich ist es gut möglich, daß die Episode lediglich dazu diente, die Tatsache zu unter-

Vorsichtige deutsche Zinssenkung zeitweise von größeren Senkungen in anderen Ländern begleitet

Neue Krise droht ...



streichen, daß der Weg zu merklich niedrigeren Zinssätzen in Europa sehr lang sein würde, und es kam erneut zu Spannungen.

... und spitzt sich am 30. Juli zu

In der letzten Juliwoche geriet der französische Franc unter massiven Abgedruck, und die Banque de France erhöhte ihre Zinssätze. Der Verkaufsdruck griff auch wieder auf die dänische Krone über und erfaßte außerdem die Peseta, den Escudo und den belgischen Franc. Trotz äußerst umfangreicher Interventionen hielten die Spannungen an, während der Markt auf weitere Aktionen der Bundesbank wartete. Als die Erwartungen bezüglich des Ausmaßes der deutschen Zinssenkungen enttäuscht wurden, kam es zu Unruhen an den Märkten. Am Freitag, den 30. Juli fielen der französische Franc und die dänische Krone auf

ihren unteren Interventionspunkt im engen Band, von dem sie anscheinend auch kein noch so großes Interventionsvolumen wieder lösen konnte, selbst nachdem die Bundesbank hatte wissen lassen, daß sie gegen ein gewisses Absinken der Marktzinssätze unter den Diskontsatz nichts unternehmen würde.

Trotz massiver Interventionen ...

Die Situation glich in bestimmter Hinsicht der vom September 1992. Vor dem Hintergrund massiver Kapitalströme – rational oder irrational, gemessen an den herkömmlichen ökonomischen Eckdaten – war die Verteidigung der engen Wechselkursbänder durch Erhöhungen der kurzfristigen Zinssätze und durch Interventionen gleichzeitig zum Motor der Deflation in bereits konjunkturschwachen Volkswirtschaften und möglicherweise noch höherer Inflation in Deutschland geworden. Denn allein die Bundesbank konnte das notwendige Volumen an Interventionsmitteln bereitstellen, aber nur, indem sie eine nicht akzeptable Ausweitung der deutschen Geldmenge riskierte und den Ländern, die sich über die sehr kurzfristige Finanzierung im EWS oder im Wege bilateraler Kreditvereinbarungen verschuldeten, eine drückende Last an Tilgungsverpflichtungen auferlegte. Die Märkte sahen deutlich, daß weder eine Politik weiterer Deflation außerhalb Deutschlands noch die einer höheren Inflation in Deutschland – in dem Maße, in dem sie notwendig gewesen wären, um dem potentiellen Umfang an Währungsverkäufen zu begegnen – eine glaubwürdige Strategie sein konnten.

Nach dem gewaltigen Druck an den Devisenmärkten am 30. Juli wurde am darauffolgenden Wochenende entschieden, beide bestehenden Bandbreiten im EWS-Wechselkursverbund vorsorglich vorübergehend auf  $\pm 15\%$  zu erweitern. Die Schwankungsbreite zwischen der D-Mark und dem holländischen Gulden blieb unverändert bei  $\pm 2\frac{1}{4}\%$ . Gleichzeitig betonte das offizielle Kommuniqué, daß das bestehende Paritätengitter immer noch als vollkommen gerechtfertigt erachtet werde, und es gab der Zuversicht Ausdruck, daß die Notierungen am Markt diese Leitkurse bald wieder erreichen würden.

... Schwankungsbreiten im EWS vorsorglich stark erweitert

Um diese Aussagen zu stützen, wurde der sichtbar erweiterte Spielraum für die Zinspolitik nicht unmittelbar und nicht in größerem Umfang genutzt. Zum Beispiel senkte die französische Zentralbank den Tagesgeldsatz nur schrittweise von 10% auf  $7\frac{3}{4}\%$ . Neben der selbstaufgelegten Bindung an die alten Paritäten an sich und dem Wunsch, die inflationären Konsequenzen jeglicher Abwertung zu vermeiden, war ein weiterer wichtiger Grund für diese vorsichtige Politik in mehreren Ländern die Notwendigkeit, Kapital ins Land zu ziehen, u. a. um den im Rahmen von kurzfristigen Stützungsoperationen eingegangenen Verpflichtungen nachkommen zu können. Ein weiteres wichtiges Anliegen war es, den Abwärtstrend der langfristigen Zinssätze aufrechtzuerhalten. Diese Ausrichtung der Geldpolitik wurde noch zusätzlich erschwert, als sich die D-Mark im August und im September eine Zeitlang gegenüber dem Dollar befestigte. Dennoch wurde der eingeschlagene Kurs beibehalten.

Danach nur behutsame Lockerung der Politik ...

Abgesehen von der Tatsache, daß diese Situation bewußt nicht genutzt wurde, um eine zügigere Senkung der Zinssätze herbeizuführen, erwies sich dieser behutsame geldpolitische Ansatz als bemerkenswert erfolgreich. Der Spread der Währungen des bisherigen engen Bandes um ihre unveränderten Leitkurse weitete sich im August vorübergehend auf über 8% und im September auf fast 9% aus. Dies ging hauptsächlich auf die vergleichsweise langsame

... und EWS-Wechselkurse gegenüber unveränderten Leitkursen weiterhin relativ stabil

Erholung der dänischen Krone zurück, die möglicherweise zum Teil durch die Ankündigung eines relativ expansiven Budgets in Dänemark begründet war. Dagegen gaben der französische und der belgische Franc nie sehr stark nach und lagen, wenn auch unter einigen Schwankungen, gelegentlich oberhalb der Mitte des Kursbands. Dies galt zuletzt insbesondere für den belgischen Franc, obwohl die Zinssätze im September vorübergehend wieder erhöht werden mußten, bevor man sich im November auf ein großes Sparpaket einigte. Anschließend wurden die Zinsen in mehreren kleinen Schritten wieder zurückgenommen, und dennoch begann der belgische Franc kräftig aufzuwerten.

Mit der Zeit wurden die kurzfristigen Zinssätze in Deutschland ebenso wie in anderen Ländern des EWS-Wechselkursmechanismus spürbar gesenkt, wenngleich recht langsam. Schließlich wurden wieder beträchtliche Währungsreserven aufgebaut; die Bundesbank berichtete, daß die europäischen Partnernotenbanken in der Lage waren, bis zum Jahresende ihre Interventionsverbindlichkeiten aus der sehr kurzfristigen Finanzierung und bilateralen Kreditlinien weitgehend zu tilgen. Die Stützungsoperationen der Bundesbank entsprachen im Juli einem Kauf von EWS-Partnerwährungen im Gegenwert von fast DM 60 Mrd. (\$ 35 Mrd.); sie waren zwar geringer als während der Krise im September 1992, erfolgten allerdings wesentlich konzentrierter, und zwar insbesondere zugunsten des französischen Franc. Später gab die Banque de France bekannt, daß ihre gesamten Verbindlichkeiten gegenüber dem Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit in Höhe von FF 107 Mrd. am 14. Januar 1994, einen Monat vor Fälligkeit, getilgt worden waren.

Weiterer Beweis für Potential der Kapitalflüsse ...

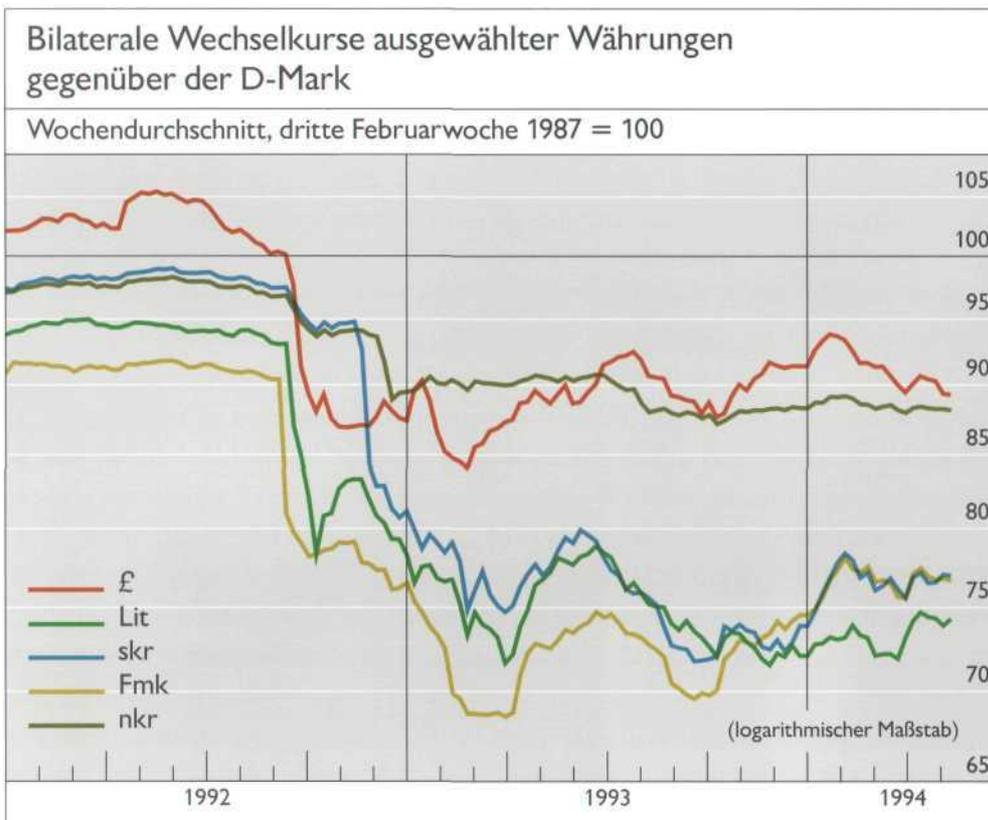
Eine der allgemeinen Lehren, die man aus der jüngsten europäischen Wechselkurskrise ziehen kann, ist nicht neu. Die Unruhen haben einfach die Tatsache bestätigt, daß die Bewegungen auf den heutigen internationalen Kapitalmärkten eine solche Größenordnung erreichen können, daß ihnen durch offizielle Interventionen zur Einhaltung fester Wechselkursverpflichtungen nicht immer glaubwürdig begegnet werden kann. Selbst dort, wo die gesamtwirtschaftlichen Eckdaten als solide erachtet werden, wie in diesem Fall in Europa, können die grundlegenden geldpolitischen Änderungen, die implizit zur Wahrung eines festen Wechselkurses erforderlich sind, schnell als „unglaublich“ angesehen werden – besonders in Ländern mit sehr hoher Arbeitslosigkeit. Und in Hartwährungsländern kann allein die Möglichkeit einer Wechselkursänderung geldpolitische Schritte erforderlich machen, die eine Verschlechterung statt einer Verbesserung der Glaubwürdigkeit des geldpolitischen Kurses bedeuten können.

... unangenehme Zielkonflikte zu verursachen

Bedeutung einer soliden Politik wird unterstrichen ...

Eine zweite Lehre ist ebenfalls nicht neu. Bereits in der Zeit des Zusammenbruchs des Bretton-Woods-Systems in den Jahren 1971–73 und nochmals im EWS-Wechselkursmechanismus im Jahr 1992 war deutlich geworden, wie wichtig in Systemen fester Wechselkurse die Solidität der Ankerwährung ist, und das bezieht sich nicht nur auf eine niedrige Inflation, sondern auch auf den ausgewogenen „policy mix“ im Hintergrund.

Für die Europäische Gemeinschaft selbst schien die Krise damals politisch wie ökonomisch weitreichendere Konsequenzen zu haben als die vorangegangene. Der Kern der Wechselkursbeziehungen in der Europäischen Gemeinschaft war offensichtlich hinfällig geworden, und es gab viele pessimistische



Stimmen bezüglich der weiteren Aussichten, insbesondere für den bestehenden Zeitplan für die Wirtschafts- und Währungsunion.

Aber zumindest in einem Punkt ist dieser Pessimismus im nachhinein wohl nicht ganz gerechtfertigt. Zwar schwankten die Kurse der am Wechselkursmechanismus teilnehmenden Währungen seit Anfang August 1993 auf jeden Fall stärker, als es der früheren Ausdehnung des Bandes entsprach, doch waren die Kursausschläge recht begrenzt. Letztlich ist es diesmal – im Gegensatz zur vorangegangenen Krise – nicht zu einer größeren Anpassung der realen gewogenen Wechselkurse gekommen. Vielmehr könnte man aus der Krise noch eine dritte Lehre ziehen. Zwar dürfte ein Grund für die unerwartete Stabilität der Wechselkurse nach August 1993 in der Wiederherstellung des beidseitigen Markttrikos gelegen haben. Aber ein anderer Grund könnte durchaus das behutsame Vorgehen der Geldpolitik in den einzelnen Ländern gewesen sein; die Tatsache, daß die Geldpolitik eine so große relative Wechselkursstabilität erzielen konnte, dürfte unter den gegebenen Umständen wohl als ein ermutigendes Zeichen interpretiert werden. Es ergibt sich daraus sogar die Frage, ob heutzutage der höchstmögliche Grad an Wechselkursstabilität nicht durch eine Kombination aus solider, international abgestimmter gesamtwirtschaftlicher Politik und vergleichsweise wenig einschränkenden formalen Wechselkursvereinbarungen erzielt werden könnte. Die Beibehaltung unveränderter Leitkurse dürfte es insofern leichter gemacht haben, diese Stabilität zu erreichen, als sie einen glaubwürdigen Richtwert für die Wechselkurserwartungen wahrte, obwohl es de facto keine festen Bandbreiten mehr gab. Als letztes läßt sich vielleicht die Lehre ziehen, daß auch die strukturpolitischen Maßnahmen, die erforderlich sind, um die Arbeitslosigkeit in Europa dauerhaft zu verringern (s. Kapitel II und

... und veranschaulicht durch relativ günstigen Ausgang der Krise von 1993

die Schlußbemerkungen), unter Wechselkursgesichtspunkten an Dringlichkeit gewinnen. Das ergibt sich daraus, daß die Arbeitslosigkeit offenbar von Bedeutung dafür ist, wie die Marktteilnehmer die Fähigkeit der Zentralbanken einschätzen, die Wechselkurse auf dem gewünschten Niveau zu halten.

#### *Pfund Sterling, Lira und die floatenden nordischen Währungen*

Zeitweise  
weitere  
Abschwächung  
einiger 1992  
zum Floating  
gezwungener  
Währungen

Im Verlauf der Devisenmarktunruhen im Jahr 1992 waren insgesamt fünf europäische Währungen, deren Wechselkurs zuvor fix oder fest angebunden gewesen war, zum Floating gezwungen worden. Mit Ausnahme der norwegischen Krone verloren alle diese Währungen während der ersten Monate 1993 weiter deutlich an Wert, bevor sie sich ziemlich sprunghaft wieder erholten. Gleichwohl gaben besonders die Lira und die schwedische Krone über den gesamten Zeitraum von Anfang 1993 bis Mitte April 1994 in nominaler gewogener Rechnung weiter nach. Auch das Pfund Sterling schwächte sich im ersten Quartal 1994 wieder ab, als die Zinsen abermals gesenkt wurden und erneut politische Unwägbarkeiten auftraten.

Dabei mußten alle fünf Länder sorgfältig abwägen zwischen weiteren Zinssenkungen einerseits (s. Kapitel VI, S. 137) und dem Versuch andererseits, ihre Nettoauslandsposition zu verbessern, ohne weitere Abwertungen mit den damit verbundenen Inflationsrisiken zuzulassen. Aber anders als die von der Krise von 1993 am härtesten getroffenen Länder versuchten sie auch nicht, die Wechselkurse wieder auf ihr früheres Niveau zu bringen, zum Teil, weil das möglicherweise hohe Kosten mit sich gebracht hätte, aber auch, weil eine gewisse Korrektur ihrer Wettbewerbspositionen gerechtfertigt gewesen war.

#### *Kanadischer Dollar*

Druck auf kana-  
dischen Dollar  
wegen Zweifeln  
an Glaubwürdig-  
keit der Politik

Besondere Erwähnung bei der Beschreibung der Wechselkursentwicklungen im Jahr 1993 und Anfang 1994 verdient schließlich der *kanadische Dollar*, der sich weiter abschwächte, bis es im März/April 1994 plötzlich zu starken Verkäufen kam. Dies war auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Zum Beispiel war die frühere Kosten- und Preissituation in Kanada dergestalt gewesen, daß sich der reale Außenwert des kanadischen Dollars Ende 1991 – verglichen mit seinem Stand zur Zeit des Louvre-Akkords – um etwa 25% erhöht hatte. Bis Ende März 1994 war dieser Anstieg wieder vollständig ausgeglichen worden.

Eine Kombination von Haushaltsproblemen (auf Bundes- und Provinzebene) sowie politischen und verfassungsrechtlichen Unsicherheiten (s. Kapitel II) belasteten den Wechselkurs. Im Februar 1994 gingen die US-Währungsbehörden dann zu einem weniger akkommodierenden geldpolitischen Kurs über, und die Bank of Canada führte Ende März und Anfang April einen kräftigen Anstieg der kurzfristigen kanadischen Zinssätze um 2 Prozentpunkte herbei.

Aus dieser Erfahrung lassen sich vielleicht zwei Schlüsse ziehen. Erstens offenbarten die Märkte erneut ihre Macht, Druck im Interesse einer disziplinierten Politik auszuüben. Zweitens zeigte die Episode – was weniger beruhigend ist –, daß die Märkte selbst bei praktisch frei schwankenden Wechselkursen den Spielraum erspüren können, den die Zinspolitik zur Verteidigung von Wechselkursen in einer unterbeschäftigten Volkswirtschaft hat, und möglicherweise versuchen können, ihn für sich auszunutzen.

## VIII. Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme: Entwicklungstrends und Risikomanagement

### Schwerpunkte

Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme haben für die Wirtschaftstätigkeit die gleiche Funktion wie die Straßen für den Verkehr: Sie sind notwendig, werden aber normalerweise als selbstverständlich angesehen, solange nicht ein Unfall geschieht oder sich ein Stau bildet. Wirtschaftstransaktionen führen zum Entstehen von Abwicklungsverpflichtungen, die durch die Übertragung von Geld zwischen den Kontraktparteien erfüllt werden müssen. Bis vor etwa zehn Jahren fanden die Organisation und die Funktionsweise dieses Übertragungsprozesses weder bei den Politikern noch bei den Marktteilnehmern besondere Aufmerksamkeit. Seither haben die enorme Expansion des Finanzgeschäfts sowohl innerhalb der einzelnen Länder wie auch über nationale Grenzen hinweg und das zeitweilige Auftreten finanzieller Notlagen ein beträchtliches Interesse an den Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssystemen hervorgerufen.

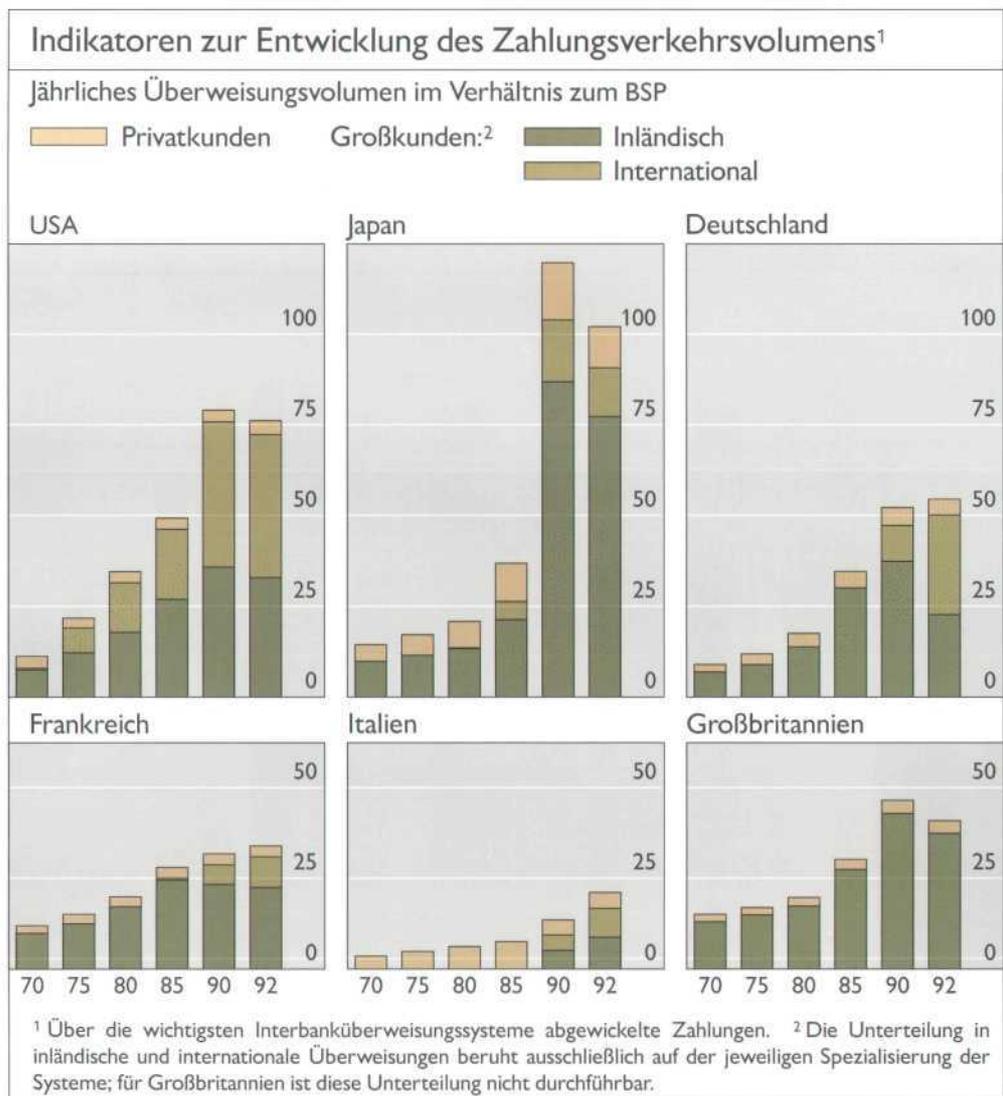
Das spektakuläre Wachstum der Transaktionsvolumina hat Belastungen für die bestehenden Systeme mit sich gebracht. Vor dem Hintergrund eines zunehmenden Wettbewerbs an den Finanzmärkten hat sich auch die Größenordnung der Liquiditäts- und Bonitätsrisiken drastisch verändert. Eine Reihe von Anspannungen im Finanzsektor, wie z. B. der Börsenkrach von 1987, hat sehr deutlich gezeigt, in welchem Maße über diese Systeme Finanzschocks übertragen und verstärkt werden können. Das Management der mit Zahlungsverkehrssystemen verbundenen Risiken, sowohl auf der Ebene der einzelnen Institute als auch auf der Systemebene, nimmt inzwischen bei öffentlichen und privaten Instanzen einen wichtigen Platz auf der Tagesordnung ein. In den letzten Jahren hat es eine ganze Reihe von Initiativen gegeben, die zum Ziel hatten, die Effizienz und Solidität der Systeme zu gewährleisten. Die Zentralbanken haben dabei eine Schlüsselrolle übernommen, da sie in der Regel für die Wahrung der Stabilität des Zahlungsverkehrssystems verantwortlich sind.

Es erscheint an der Zeit, diese Entwicklungen aus einer längerfristigen Perspektive zu beleuchten. Im folgenden Kapitel werden zunächst die wichtigsten Veränderungen in der Struktur und der Funktionsweise der Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme im letzten Jahrzehnt beschrieben. Dann werden die verschiedenen Arten von Risiken in Zahlungsverkehrssystemen behandelt und Maßnahmen zu ihrer Begrenzung besprochen. Im Mittelpunkt steht vor allem das Systemrisiko, also das Risiko, das aus den engen Verbindungen zwischen verschiedenen Instituten oder Märkten entsteht. Zum Schluß des Kapitels werden die Gemeinsamkeiten zwischen der Überwachung von Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssystemen einerseits und der Aufsicht über Banken und Wertpapierfirmen andererseits behandelt.

## Wandel in den Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssystemen

Die tiefgreifenden Veränderungen in der Struktur und der Funktionsweise der Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme seit Anfang der achtziger Jahre spiegeln den im gesamten Finanzsektor stattfindenden Wandel wider. Einige dieser Entwicklungen sind auch für den privaten Kunden eines Finanzinstituts leicht erkennbar: Die Palette der Instrumente zur Zahlungsabwicklung hat sich erweitert, die Informationstechnologie hat Einzug gehalten, z. B. in Form von Geldautomaten, die Notwendigkeit der Bargeldhaltung hat sich z. B. durch Kreditkarten verringert, die Transaktionsguthaben werden höher verzinst, und es wurden Gebühren für bisher kostenlose Dienstleistungen eingeführt. Aber so gut sichtbar diese Entwicklungen auch sind, so waren sie doch weniger bedeutsam als die Neuerungen im „Großkundengeschäft“, das die großen Transaktionen zwischen Banken und anderen Finanzinstituten sowie Wirtschaftsunternehmen umfaßt.

Der Umfang des Zahlungsverkehrs hat sich im Berichtszeitraum stärker ausgeweitet als je zuvor, was auf einen sprunghaften Anstieg der Zahl und der



Durchschnittsgröße der ökonomischen Transaktionen zurückzuführen ist. Da sich die Transaktionen des gewerblichen Sektors parallel zur Wirtschaftstätigkeit entwickeln, ist für diesen Anstieg die Zunahme der Finanztransaktionen verantwortlich. Zwar sind die Gesamtvolumina im Zahlungsverkehr schwer zu ermitteln, aber der Entwicklungstrend läßt sich am steilen Anstieg der Relation der Interbanküberweisungen zum BSP in den Ländern der Zehnergruppe ablesen (s. die vorstehende Grafik). Besonders ausgeprägt war der Zuwachs in Japan, wo dieses Verhältnis von rund 20 im Jahr 1980 auf 120 im Jahr 1990 stieg, bevor es sich danach etwas verringerte. Weit zurückreichende Statistiken für Japan bestätigen überdies, wie außergewöhnlich diese Erhöhung ist: Schätzungen zufolge bewegte sich das Verhältnis Mitte der siebziger Jahre noch in derselben Größenordnung wie Anfang dieses Jahrhunderts.

Starke Aus-  
weitung des  
Zahlungs-  
verkehrs ...

Der Zahlungsverkehr hat inzwischen in allen Ländern einen sehr großen Umfang angenommen. Aus den Daten läßt sich beispielsweise ableiten, daß in Japan der Umsatz der Interbanksysteme innerhalb von nur rund zweieinhalb Geschäftstagen bereits die Höhe des gesamten BSP eines Jahres erreicht, in den USA und in Deutschland sind es gut drei bzw. vier Geschäftstage. Dabei sind in diesen Zahlen – wenngleich von Land zu Land in unterschiedlichem Maße – die Zahlungsverkehrsströme noch zu niedrig ausgewiesen, denn sie enthalten weder die Bewegungen zwischen Konten bei ein und derselben Bank noch den schnell wachsenden Überweisungsverkehr im Zusammenhang mit Wertpapiergeschäften und derivativen Instrumenten, die über separate Untersysteme abgewickelt werden.



Internationale Portfoliokapitalströme und zugrundeliegende Transaktionen <sup>1</sup>						
Land		1975	1980	1985	1990	1993
		in Prozent des BIP				
USA	KS	0,9	0,7	2,1	0,9	3,8
	T	4,2	9,3	36,4	92,1	134,9
Japan	KS	0,6	1,6	5,7	2,5	1,5
	T	1,8	7,7	62,5	121,0	78,7
Deutschland	KS	0,4	0,6	3,8	1,6	8,9
	T	5,1	7,5	33,9	54,9	169,6
Frankreich	KS	0,7	0,7	2,2	4,3	5,2
	T	3,3	6,7	29,1	58,7	196,0
Italien	KS	0,1	0,2	0,4	3,5	7,1
	T	0,9	1,1	4,0	26,6	274,6
Großbritannien	KS	0,2	2,0	7,4	4,4	21,7
	T	n.v.	n.v.	366,0	689,0	1 015,8 <sup>2</sup>
Kanada	KS	0,2	0,7	1,1	0,5	3,1
	T	3,3	9,6	26,7	64,2	152,7

Anmerkung: KS = Kapitalströme; T = zugrundeliegende Transaktionen.  
<sup>1</sup> Die Kapitalströme sind definiert als der absolute Betrag der Summe der Bruttoportfoliozuflüsse und -abflüsse. Die zugrundeliegenden Transaktionen umfassen alle Käufe und Verkäufe durch Gebietsansässige und Gebietsfremde. <sup>2</sup> 1991; Zeitreihe wurde danach nicht fortgeführt.  
Quelle: Zahlungsbilanzstatistik der einzelnen Länder.

... infolge des Anstiegs der Transaktionen am Geldmarkt ...

... in Devisen ...

... und in Wertpapieren

Der Anstieg der Interbanküberweisungen ist zu einem erheblichen Teil auf die inländischen Geldmarkttransaktionen zurückzuführen, was mit der Einführung neuer kurzfristiger Instrumente und der Ausweitung und Vertiefung bestehender Märkte zusammenhängt. Noch mehr sind für diesen Zuwachs aber die Devisentransaktionen verantwortlich, die infolge der Abschaffung von Devisenkontrollen und der Internationalisierung des Finanzgeschäfts stark gewachsen sind. Das hat auch eine von den Zentralbanken der Zehnergruppe durchgeführte Erhebung über das Devisenmarktgeschäft bestätigt, wonach der tägliche Nettoumsatz im April 1992 fast \$ 900 Mrd. betrug; das bedeutete fast eine Verdreifachung gegenüber 1986 und entsprach – auf Jahresbasis umgerechnet – ungefähr dem Zwölffachen des BIP in den OECD-Ländern. In einigen Ländern macht die Abwicklung von Devisentransaktionen den Löwenanteil des Geschäfts in den Interbanksystemen aus. Ein extremes Beispiel ist die Schweiz, wo das Abwicklungsvolumen auf nur noch 10% des üblichen Niveaus sinkt, wenn in den USA ein Feiertag ist.

Ein weiterer Grund für die Expansion des Zahlungsverkehrs war das rasche Wachstum des Umsatzes an den Wertpapiermärkten, insbesondere an den Märkten für Staatspapiere (s. die Grafik gegenüber). Wie bei den Devisentransaktionen vollzog sich ein erheblicher Teil dieses Wachstums im Zusammenhang mit Auslandsanlagen an den internationalen Märkten. Sogar die Zunahme der internationalen Kapitalströme, die in den letzten Jahren so viel Aufmerksamkeit auf sich gezogen hat, verblaßt im Vergleich zum Anstieg des Umfangs der zugrundeliegenden Transaktionen, d. h. aller Verkäufe und Käufe von seiten Gebietsansässiger und Gebietsfremder (s. die obenstehende Tabelle).

Die Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme wurden umfassend modifiziert, um dem starken Anstieg der Zahl und des Durchschnittsbetrags der Überweisungen sowie der wachsenden Komplexität des Finanzgeschäfts gerecht werden zu können. Insbesondere gab es in allen Ländern eine Tendenz zur stärkeren Spezialisierung der Abrechnungssysteme und zur Beschleunigung der Abwicklung.

Die stärkere Spezialisierung hat die verschiedensten Formen angenommen. Es wurden besondere Regelungen für verschiedene Arten von Finanztransaktionen getroffen, z. B. für die Verrechnung und Abwicklung der Geschäfte mit Wertpapieren und derivativen Instrumenten. Massenzahlungen des Firmen- und Privatkundengeschäfts werden heute im allgemeinen von sogenannten Automated Clearing Houses (ACH) verarbeitet. In jedem Land der Zehnergruppe gibt es derzeit mindestens ein System für elektronische Großbetragsüberweisungen aus dem Großkundengeschäft zwischen Banken. Einige dieser Systeme verarbeiten vielleicht auch die Zahlungsseite kleiner Transaktionen, aber konzipiert wurden sie für große und eilige Transaktionen (zumeist aus Finanzgeschäften), die den größten Teil des Umsatzes ausmachen. Immer mehr Systeme wurden speziell für die Inlandsseite von Devisen- und Euromarktgeschäften gestaltet. Die Abwicklung erfolgt über die Zentralbank.

Stärkere Spezialisierung der Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme

Wesentliche Merkmale ausgewählter Interbank-Großbetragsüberweisungssysteme <sup>1</sup>					
Land/System	Art des Systems <sup>2</sup>	Einführung	Umsatz (1992)		
			Milliarden US-Dollar	in Relation zum BIP	
Belgien	(ELLIPS)	RTGS	geplant	–	–
Deutschland	EIL-ZV	RTGS	1987	8 728	4,9
	EAF (EAF2)	N	1990/geplant	53 237	29,7
Frankreich	SAGITTAIRE	N	1984	10 981	8,5
	(TBF)	RTGS	(1994)	–	–
Großbritannien	CHAPS	N	1984	36 969	35,2
	(CHAPS)	RTGS	(1995)	–	–
Italien	BISS (BISS2)	RTGS	1989 (1995)	80	0,1
	ME	N	1989	8 480	6,9
	SIPS	N	1989	9 733	8,0
Japan	BOJ-NET	N+RTGS	1988	283 462	77,2
	FEYCS	N	1989	49 029	13,4
Kanada	IIPS	N	1976	8 359	14,7
	(LVTS)	N	geplant	–	–
Niederlande	FA (FA2)	RTGS	1985 (1995)	7 860	13,9
	BCH-8007	N	1982	8 055	14,3
Schweden	RIX	RTGS	1986	7 660	31,0
Schweiz	SIC (SIC2)	RTGS	1987 (1994)	23 774	98,6
USA	CHIPS	N	1970	238 255	39,5
	Fedwire	RTGS	1982	199 175	33,0
EU-Länder					
ECU-Clearing	N	1986		15 235	2,2 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> Geplante Systeme in Klammern. <sup>2</sup> RTGS = Echtzeit-Bruttoabrechnungssystem („real-time gross settlement system“); N = Nettoabrechnungssystem. <sup>3</sup> BIP der Europäischen Union.

Die Großbetragsüberweisungssysteme wurden mit der Einführung der Informationstechnologie in den achtziger Jahren errichtet bzw. grundlegend umgestaltet (s. die vorstehende Tabelle). Praktisch alle Systeme ermöglichen jetzt mindestens die taggleiche Abwicklung. Bei den meisten findet die Abwicklung am Tagesende multilateral auf Nettobasis statt: Die während einer Verarbeitungsphase eingehenden Überweisungsaufträge werden gesammelt, und nur der Saldo jedes Teilnehmers gegenüber allen anderen Teilnehmern wird dann tatsächlich übertragen. In immer mehr Systemen gibt es inzwischen auch Abwicklungen während des Tages: In sogenannten RTGS-Systemen („real-time gross settlement systems“) werden die Überweisungen einzeln abgewickelt, sobald die entsprechenden Aufträge verschickt sind, d. h. brutto und auf Echtzeitbasis. Wie noch erörtert wird, standen hinter der Einführung dieser Systeme vor allem Besorgnisse hinsichtlich der Risiken in Systemen, die nur zu festgesetzten Zeiten eine multilaterale Abwicklung vornehmen.

Art und Umfang  
der Risiken  
verändert

Mit all diesen strukturellen Entwicklungen hat sich auch die Art der Risiken, die mit dem Abwicklungsprozeß verbunden sind, erheblich gewandelt. Erstens haben sich durch die sprunghafte Ausweitung der Finanztransaktionen die Bonitäts- und Liquiditätsrisiken für die Teilnehmer ebenfalls erheblich erhöht. Erfüllt eine der Kontraktparteien ihre Verpflichtung zur Lieferung oder Zahlung nicht, so können der anderen Partei große Verluste entstehen. Zweitens haben der stärkere Wettbewerb im Finanzsektor und die ausgefeiltere Liquiditätssteuerung von seiten der Kunden dazu geführt, daß sich die Bonitäts- und Liquiditätsrisiken tendenziell stärker bei den Intermediären im Zahlungsverkehr konzentrieren, namentlich den Banken. Beispielsweise bieten Banken im Rahmen ihrer Zahlungsverkehrsdienstleistungen vermehrt Überziehungskredite an, und Großkunden halten es inzwischen für selbstverständlich, daß ihnen die Mittel im Verlauf desselben Tages zur Verfügung stehen, unabhängig davon, ob die Interbankabwicklung schon stattgefunden hat. Drittens hat sich durch das rasche Wachstum der Auslands- und Devisentransaktionen der Anteil der internationalen Engagements vergrößert. Damit sind besonders die Probleme deutlich geworden, die sich aus dem Nebeneinander von separaten inländischen Abrechnungssystemen mit jeweils eigenen verfahrenstechnischen und gesetzlichen Regelungen ergeben.

## Art und Management der Risiken in Zahlungsverkehrssystemen

### *Systemrisiko*

Im Zusammenhang mit Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssystemen ist der größte Anlaß zur Sorge nicht so sehr das Risiko für einzelne Institute oder spezielle Marktsegmente, sondern das Systemrisiko. Darunter versteht man das Risiko, daß ein einzelner Teilnehmer seinen vertraglichen Verpflichtungen nicht nachkommt, infolgedessen auch andere Teilnehmer nicht zu leisten imstande sind und durch diese Kettenreaktion schließlich eine größere Finanzkrise ausgelöst wird.

Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme können zu einem wichtigen institutionellen Kanal für die Ausbreitung von Systemproblemen werden. Wenn ein oder mehrere Institute ausfallen bzw. wenn eine entsprechende Befürchtung

besteht, kann eine Störung im Finanzsektor hervorgerufen werden und sich ausbreiten. Störungen im Zahlungsverkehr können wiederum Konsequenzen für die gesamte Volkswirtschaft haben, denn jegliche Wirtschaftsaktivität setzt voraus, daß Transaktionen abgewickelt werden können und das Vertrauen vorhanden ist, daß auch die Geschäftspartner ihren Verpflichtungen nachkommen werden.

Aufgrund ihrer speziellen Risikomerkmale können Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme eine bereits bestehende Störung offensichtlich besonders verschärfen. Da der Umfang der abzuwickelnden Transaktionen stets sehr groß ist und in der Regel keine perfekte Abstimmung zwischen Zahlungsausgängen und -eingängen bzw. zwischen der Zahlung und der Lieferung bei Handelsgeschäften gegeben ist, können die Bonitäts- und Liquiditätsrisiken der Teilnehmer im Verhältnis zu deren Eigenkapital sehr groß sein, auch wenn sie nur für kurze Zeit bestehen. Das gilt besonders für diejenigen Anbieter von Zahlungsverkehrsdienstleistungen, wie z. B. Banken, deren Aufgabe es gerade ist, Liquiditätsrisiken zu absorbieren, die sonst ihre Kunden tragen müßten. Wegen des Tempos im Finanzgeschäft, vor allem im Devisen- und Wertpapierhandel, ist es für die Beteiligten außerdem extrem schwierig, sich ein Bild von den indirekten Engagements zu machen, die ihnen entstehen, weil ihre Kontraktpartner offene Abwicklungspositionen gegenüber Dritten haben.

Hohe und unvorhersehbare Engagements sowie beschränkte Informationen über deren wirkliche Höhe und Verteilung erzeugen jene explosive Mischung, die zur Ausbreitung und Verstärkung von Störungen im Finanzsystem führen kann. Da die Teilnehmer bei einem Verzug der Gegenpartei nicht wissen können, ob es sich um einen vorübergehenden Liquiditätsengpaß oder eine echte Zahlungsunfähigkeit handelt, ist es nur zu verständlich, wenn sie in diesem Fall ihr Engagement vermindern und sich aus bestimmten Aktivitäten zurückziehen. Dies wiederum könnte Notverkäufe von Vermögenswerten erforderlich machen, die einen allgemeinen Preisrückgang bewirken und die Zahlungsfähigkeit von Instituten beeinträchtigen. Im Extremfall würde ein Teufelskreis von Ausfällen bei der Abwicklung, fallenden Preisen und Insolvenzen entstehen. Vorübergehende Erfüllungsschwierigkeiten können auf diese Weise zur Zahlungsunfähigkeit führen, da die Marktteilnehmer ihre Entscheidungen anhand der ihnen zur Verfügung stehenden beschränkten Informationen treffen.

Die Ereignisse in mehreren Fällen finanzieller Notlagen bestätigen, daß diese Gefahren ernst genommen werden müssen. Wie weiter unten noch ausführlicher beschrieben wird, gab es nach dem Zusammenbruch des Bankhauses Herstatt im Jahr 1974 Anzeichen, daß sich – vergleichbar mit einer sich unaufhaltsam weiterdrehenden Spirale – ein immer größerer Druck aufbaute: Der Konkurs dieser Bank mittlerer Größe, die im Devisenhandel recht aktiv war, brachte CHIPS, das wichtigste Abrechnungssystem für die US-Dollar-Seite von Devisengeschäften in den USA, in ernsthafte Schwierigkeiten, obwohl die Engagements damals im Durchschnitt viel kleiner waren als heute. Beim Börsenkrach 1987 schränkten die großen US-Geschäftsbanken vielfach die Kreditvergabe an die Wertpapierhäuser ein, wodurch einige von ihnen in Zahlungsschwierigkeiten gerieten und sich die Krise noch zu verschärfen drohte. Auch beim Zusammenbruch von Drexel Burnham Lambert, einer mittelgroßen Nichtbank-Finanz-

Gefahr der  
Verbreitung von  
Störungen im  
Finanzsektor  
über die  
Systeme ...

... durch  
verschiedene  
Ereignisse  
bestätigt ...

gesellschaft, konnten nur durch großen Einsatz der Behörden und der Marktteilnehmer die Gefahren für das Finanzsystem begrenzt werden. Die Geschäftspartner wollten keine Transaktionen mit Tochtergesellschaften des Unternehmens tätigen, obwohl öffentliche Erklärungen hinsichtlich deren Solvenz abgegeben wurden, und auch allgemein begann das Vertrauen in die Geschäftspartner zu schwinden. Dieses Verhalten erhöhte die Gefahr eines Dominoeffekts, d. h. einer verbreiteten Liquiditätsklemme und eines Scheiterns der Abwicklung an einer ganzen Reihe von Märkten, darunter auch an jenen für Staatsanleihen, derivative Instrumente und Devisen.

... daher Durchführung von Maßnahmen...

Die bisherige Analyse weist auf mehrere Ansatzpunkte für eine Verringerung der Risiken bei der Abwicklung hin, ganz abgesehen von der Wahrung der funktionellen Stabilität der bestehenden Systeme. Erstens: Den Teilnehmern müßte die Überwachung und Steuerung ihrer direkten Engagements gegenüber den Kontraktpartnern erleichtert werden, wobei gleichzeitig daran zu denken wäre, Überwachungseinrichtungen stärker zu zentralisieren. Zweitens: Die Zeitspanne bis zur endgültigen Abwicklung wäre – entsprechend den technischen Möglichkeiten – zu verkürzen. Drittens: Die „unfreiwillige“ Kreditgewährung, die entsteht, weil Zahlungseingang und -ausgang bzw. Lieferung und Zahlung zeitlich auseinanderfallen, wäre zu reduzieren. Viertens, ein ganz wichtiger Punkt: Es könnten Vorkehrungen getroffen werden, zumeist in Form einer Art Haftungsverbund, um die Gefahr zu verringern, daß die Nichtleistung durch einen einzelnen Teilnehmer auch bei anderen Teilnehmern zu Erfüllungsschwierigkeiten führt. Fünftens: Es wäre dafür zu sorgen, daß für die Teilnehmer ein ausreichend großer Anreiz besteht, das Risiko, das sie eingehen, genau zu verfolgen. Vor allem dürfen die Teilnehmer nicht automatisch darauf vertrauen, daß die Zentralbank unterstützend eingreifen wird, wenn eine Abwicklung scheitert. Sechstens schließlich: Die rechtlichen Unsicherheiten, die den Abwicklungsprozeß beeinträchtigen können, beispielsweise im Zusammenhang mit Nettingvereinbarungen oder mit Konkursbestimmungen, wären zu reduzieren. Solche Unklarheiten stellen eine eigene Risikoquelle dar, weil sie Zweifel oder Fehlannahmen bezüglich der offenen Engagements und damit der potentiellen Verluste entstehen lassen können.

... in etlichen Bereichen

In den letzten Jahren wurden in all diesen Bereichen Maßnahmen ergriffen. Nicht zuletzt wegen der Komplexität der Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme in modernen Volkswirtschaften wurde gezielt bei bestimmten Risiken angesetzt. Im Vordergrund standen die Bereiche, die eine hohe Risikokonzentration aufweisen und in denen die potentielle Tragweite von Systemstörungen auf eindruckliche Weise sichtbar geworden ist. Im folgenden werden vier dieser Bereiche näher beleuchtet, nämlich die Großbetragsüberweisungssysteme für den Interbankverkehr und die Abwicklung von Geschäften mit Wertpapieren, Devisen sowie derivativen Instrumenten. Bei den Großbetragsüberweisungssystemen wird nur die Zahlungsseite der Transaktionen berücksichtigt. Besondere Aufmerksamkeit gilt dabei den Risiken der Banken in ihrer Funktion als Intermediäre im Zahlungsverkehr. In den drei anderen Fällen liegt der Schwerpunkt in erster Linie auf der Beziehung zwischen der Lieferungs- und der Zahlungsseite und damit bei den Risiken, die die jeweiligen Kontraktparteien eingehen.

## Großbetragsüberweisungssysteme für den Interbankverkehr

Die traditionelle Abwicklung in Interbanküberweisungssystemen erfolgt auf multilateraler Nettobasis zu festgesetzten Zeiten, gegenwärtig meistens am Tagesende. Damit lassen sich die bei der Abwicklung anfallenden Zahlungsströme in der Regel um mindestens 90% der zugrundeliegenden Bruttobeträge reduzieren, so daß erhebliche Einsparungen durch niedrigere Abwicklungssalden und geringere Betriebskosten möglich werden (s. die untenstehende Tabelle). Weil aber die Überweisungsaufträge auf diese Weise zunächst nur gesammelt werden, wirkt sich der Ausfall eines Teilnehmers bei der Abwicklung automatisch auf die noch nicht erledigten Aufträge aus. Eine solche Störung bei der Abwicklung bedeutet für die am System beteiligten Banken einen Liquiditätsausfall, und außerdem kann daraus ein direktes Kreditengagement resultieren, wenn die Banken ihren Kunden die Mittel bereits vor der Interbankabwicklung zur Verfügung gestellt haben oder wenn die Überweisungen die eine Seite von Transaktionen darstellen, die die Teilnehmer auf eigene Rechnung getätigt haben.

Zumindest bis vor kurzem beruhte das Risikomanagement in Systemen mit multilateraler Nettoabwicklung fast ausschließlich auf den Zulassungskriterien und – indirekt – auf der Aufsicht, der die einzelnen Teilnehmer unterliegen. Die Banken verzichteten im allgemeinen auf die Überwachung der Positionen, die sie innerhalb des Geschäftstages eingingen („Intraday“-Positionen), und es gab keinen eingebauten Mechanismus, der sicherstellte, daß wenigstens die ursprünglichen Überweisungen abgewickelt werden konnten, wenn ein oder mehrere Teilnehmer nicht in der Lage waren, ihre Verpflichtungen zu erfüllen. In den meisten Systemen wurde die Endgültigkeit einer Überweisung vom erfolgreichen Abschluß der Abwicklung abhängig gemacht. Solche „Rückabwicklungs“-Klauseln wurden ursprünglich geschaffen, um den einzelnen Teilnehmern einen gewissen Schutz zu bieten, aber sie können nicht das eigentliche Problem lösen, daß nämlich beim Scheitern der Abwicklung ein Liquiditätsengpaß für das gesamte System entsteht.

Akzeptabel waren solche vergleichsweise informellen Regelungen in einem Finanzsystem, in dem die Abwicklung auf Zahlungsströme zwischen wenigen

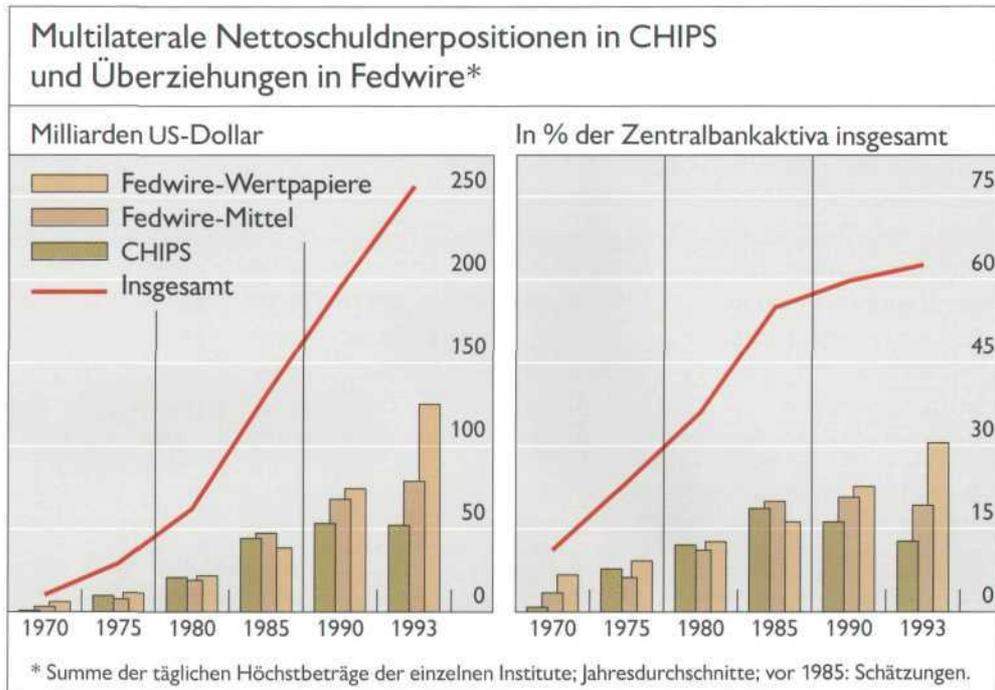
Multilaterale Nettoabrechnungssysteme:

– allgemeine Risiken

– Unzulänglichkeit von „Rückabwicklungs“-Klauseln

Verringerung der Zahlungsströme durch Nettingverfahren in ausgewählten Interbanküberweisungssystemen <sup>1</sup>			
System	Brutto-transaktionen	Zahlungsströme bei der Abwicklung (netto)	Verringerung durch Netting (in %)
CHIPS	1 040,7	6,9	99
CHAPS <sup>2</sup>	94,8	1,7	98
SAGITTAIRE <sup>3</sup>	236,9	57,4	76
Clearingsysteme (Italien) <sup>3</sup>	116 212,0	9 645,6	92
ECU-Clearing	47,4	3,0	94
FEYCS	24 200,0	2 600,0	89
EAF	511,1	17,4	97

<sup>1</sup> Tagesdurchschnitte 1993; in Milliarden der jeweiligen Landeswährung. <sup>2</sup> Oktober. <sup>3</sup> 1992.



Banken begrenzt war und das Risiko des unerwarteten Ausfalls eines Teilnehmers unberücksichtigt bleiben konnte. In einer Finanzlandschaft, wie sie sich in den letzten Jahren entwickelt hat, sind sie dagegen weniger angemessen. Am besten läßt sich das am Beispiel von CHIPS veranschaulichen. Dort hat der Umfang der während des Tages bestehenden multilateralen Salden seit den frühen siebziger Jahren enorm zugenommen (s. die obenstehende Grafik). Mitte der achtziger Jahre vorgenommene Simulationsrechnungen ergaben, daß beim unerwarteten Ausfall eines wichtigen Teilnehmers bei der Abwicklung unter Umständen fast die Hälfte aller Teilnehmer ihre Abrechnungsverpflichtungen nicht erfüllen könnten und ein ganzes Drittel des Gesamtbetrags der Überweisungen nicht abgeschlossen werden könnte. Außerdem ließe sich nicht vorhersagen, welche Institute es treffen würde, und wenn es zu einem Dominoeffekt käme, könnte es sogar für Teilnehmer, die mit dem ausgefallenen Institut selbst keine Geschäfte getätigt haben bzw. ihm gegenüber in einer Nettoschuldnerposition sind, unmöglich werden, ihre Verpflichtungen zu erfüllen. Nun ist CHIPS wahrscheinlich ein Extremfall, weil im Vergleich zur Größe der beteiligten Institute sehr hohe Beträge umgesetzt werden. Eines aber macht das Beispiel dennoch deutlich: Je größer die Intraday-Engagements werden, desto mehr verlassen sich die Teilnehmer darauf, daß die Zentralbank im Notfall Liquiditätshilfe leisten wird. Mit anderen Worten: Die Zentralbank hat quasi eine Eventualverbindlichkeit, die schwer zu steuern ist und deren Höhe niemand kennt.

– Risiko-  
management

Es gibt mehrere Möglichkeiten, wie das Risikomanagement in Systemen mit multilateraler Nettoabwicklung verbessert werden kann. Dazu gehören vor allem die Beschleunigung der Abwicklung, die Einführung von zeitgleichen Überwachungsmöglichkeiten und die Festsetzung von Limits für die bilateralen und multilateralen Nettoschuldnerpositionen der Teilnehmer. Die wichtigste Sicherheitsvorkehrung besteht jedoch darin, daß die Teilnehmer

Maßnahmen zur Risikokontrolle in ausgewählten Interbank-Nettoabrechnungssystemen						
Maßnahme	USA CHIPS	Groß- britannien CHAPS	Japan FEYCS	Deutsch- land EAF/EAF2	Kanada LVTS	ECU- Clearing
	Jahr der Einführung der Maßnahme					
Taggleiche Abwicklung	1981	1984 <sup>1</sup>	1989 <sup>1</sup>	1990 <sup>1,2</sup>	geplant	1988
Echtzeitüberwachung	1970 <sup>1</sup>	1984	1989 <sup>1</sup>	geplant	geplant	geplant
Bilaterale Kreditlimits	1984	1992	1989 <sup>1</sup>	geplant	geplant	–
Multilaterale Kreditlimits	1986	1993	–	–	geplant	1993
Haftungsverbund	1990	– <sup>3</sup>	1989 <sup>1</sup>	–	geplant	1993
Besicherungsanforderungen	1990	–	–	geplant	geplant	–

Anmerkung: – = nicht vorgesehen.  
<sup>1</sup> Jahr der Inbetriebnahme des Systems. <sup>2</sup> Das geplante EAF2-System sieht alle 20 Minuten eine bilaterale Nettoabwicklung vor sowie am Tagesende eine multilaterale Nettoabwicklung der übrigen Salden.  
<sup>3</sup> Seit 1992 werden Verluste explizit den bilateralen Engagements zugeordnet.

einen Liquiditätspool bzw. einen Haftungsverbund bilden, um die Abwicklung auch bei einem Ausfall einzelner Institute sicherstellen zu können. Auf diese Weise soll es möglich werden, die Illiquidität von der Insolvenz zu trennen, d. h. die Liquiditätslücke zu schließen und es den Gerichten zu überlassen, sich mit den Verlusten aus den betreffenden Kontrakten zu beschäftigen. Die bereits eingeführten oder geplanten Maßnahmen für das Risikomanagement decken das gesamte skizzierte Spektrum ab. Zwar machen die einzelnen Länder unterschiedlich rasche Fortschritte, aber insgesamt folgen die Initiativen in den letzten Jahren schneller aufeinander (s. die obenstehende Tabelle).

Eine andere Möglichkeit zur Entschärfung der Probleme, die eine verzögerte Abwicklung mit sich bringt, sind RTGS-Systeme. In solchen Systemen werden die Überweisungsaufträge sofort nach der Erteilung verarbeitet, sofern das Konto der auftraggebenden Bank bei der Zentralbank eine ausreichende Deckung aufweist. Damit sind die einzelnen Überweisungen unbedingt und unwiderruflich (d. h. „endgültig“). So wird es möglich, die Endgültigkeit der Übertragungen während des Tages zu erreichen, und die Unsicherheit bezüglich einer eventuellen Rückabwicklung ist ausgeschaltet. Die Engagements werden transparenter, denn die Teilnehmer sollten technisch in der Lage sein, ihre Abwicklungskonten und eventuellen Kreditlimits kontinuierlich zu überwachen. Dieses Verfahren bringt natürlich Vorteile beim Risikomanagement, aber dafür müssen die Teilnehmer während des Tages größere liquide Guthaben halten und höhere Betriebsausgaben akzeptieren.

RTGS-Systeme ...

... können  
 Risiko-  
 management  
 erheblich  
 verbessern

Die Restrisiken in solchen RTGS-Systemen hängen entscheidend von der Handhabung der strafferen Liquiditätssteuerung ab, die diese Systeme im Vergleich zu Systemen mit multilateraler Nettoabwicklung erforderlich machen. An dem einen Ende der Skala, d. h. wenn die Zentralbank unverzinsten und unbesicherten Intraday-Kredit in unbegrenzter Höhe gewährt, ist das Erfüllungsrisiko völlig ausgeschaltet; das gesamte Bonitätsrisiko liegt dann jedoch bei der Zentralbank. Diese Situation, die bis 1986 für Fedwire in den USA galt, bietet kaum

einen Anreiz für ein umsichtiges Risikomanagement auf seiten der Banken. Am anderen Ende der Skala, d. h. wenn die Arbeitsguthaben nicht ausreichen und außerdem die Möglichkeiten einer Kreditaufnahme und die Verfahren für die Steuerung der Überweisungen nicht gut ausgebaut sind, besteht die Gefahr, daß Aufträge nicht ausgeführt werden. Es kann zu einem Dominoeffekt kommen, der sich immer weiter fortpflanzt, bis die Abwicklung allgemein zum Stillstand kommt, wodurch sich Konsequenzen für das gesamte System ergeben können. Im schweizerischen System SIC, das keine Zentralbankfazilität für Intraday-Überziehungen bietet, war diese Gefahr anfangs nicht selten akut: Bisweilen hatten die Banken nicht genügend Mittel, um ihre Überweisungsaufträge auszuführen, und das System drohte steckenzubleiben. Teilweise durch eine entsprechende Gebührenstruktur angeregt, haben die Teilnehmer inzwischen ihre Praxis geändert, d. h. sie verteilen ihre Überweisungsaufträge gleichmäßiger über den Tag und zerlegen große Aufträge in mehrere kleinere.

Das entscheidende Problem bei diesen Systemen ist, eine Balance zu finden zwischen der Verfügbarkeit von Zentralbankkredit als Liquiditätshilfe für das System einerseits und der Wahrung des Anreizes für die Teilnehmer, selbst ein umsichtiges Risikomanagement zu betreiben, andererseits. In allen Ländern der Zehnergruppe mit Ausnahme der Schweiz und Japans besteht im Zusammenhang mit den RTGS-Systemen die Möglichkeit von Intraday-Überziehungen bei der Zentralbank. In der Schweiz entfällt der bei weitem größte Teil der Interbanküberweisungen auf einige wenige Banken; in Japan wird nur ein Bruchteil der Überweisungen über das Bruttosystem geleitet, und es ist ein Interbankenmarkt für Intraday-Kredite entstanden. In den übrigen Ländern werden diese Überziehungskredite im allgemeinen zinslos gewährt, sind jedoch durch betragsmäßige Limits und/oder durch die Höhe der zur Verfügung stehenden Sicherheiten begrenzt. Besorgnis über die vergleichsweise lockeren Bedingungen für die Gewährung der sich rasch ausweitenden Tagesüberziehungen im Rahmen von Fedwire (s. die Grafik auf S. 195) war der Anlaß für eine Reihe von Maßnahmen zur Risikominderung. Im Rahmen dieses 1986 begonnenen Programms wurden selbstauferlegte Limits und – im April 1994 – die Verzinsung der Überziehungskredite eingeführt.

Es besteht zunehmend Einigkeit über die Vorteile, die die RTGS-Systeme für das Risikomanagement bieten, sofern sie richtig konzipiert sind. Mehrere solcher Systeme wurden kürzlich in Betrieb genommen, weitere sollen in näherer Zukunft zu arbeiten beginnen oder werden gerade mit weiteren Merkmalen ausgestattet, insbesondere mit einer differenzierteren Warteschlangeneinrichtung für die Steuerung der eingehenden Aufträge (s. die Tabelle auf S. 190). Auch in einem 1992 veröffentlichten Bericht der Ad-hoc-Arbeitsgruppe für EG-Zahlungsverkehrssysteme an den Ausschuß der EG-Zentralbankpräsidenten wurden die RTGS-Systeme befürwortet. Dieser Bericht befaßte sich mit den wichtigsten Fragen im Zusammenhang mit dem Zahlungsverkehr im europäischen Binnenmarkt und in der Wirtschafts- und Währungsunion, und er forderte u. a. gemeinsame Mindestmerkmale für inländische Zahlungsverkehrssysteme. In einem Anschlußdokument wurde Ende 1993 präzisiert, daß jeder Mitgliedstaat so bald wie möglich ein RTGS-System haben sollte, in dem möglichst viele Großbetragszahlungen verarbeitet werden.

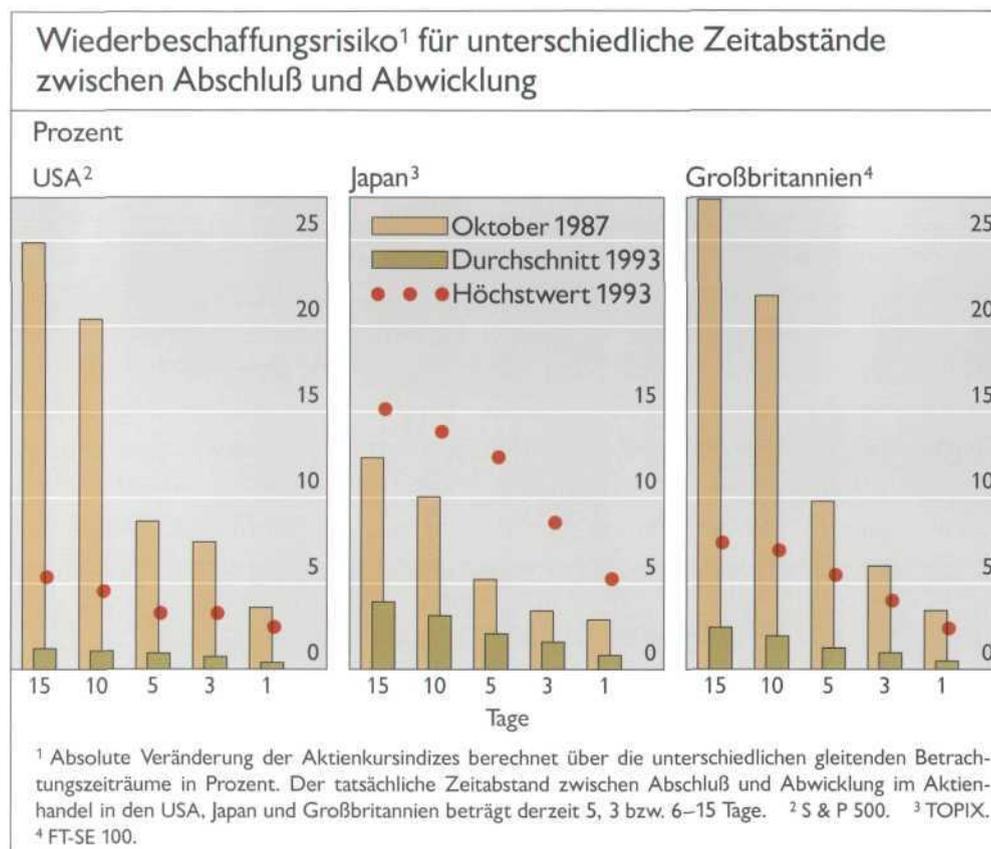
## Abwicklung von Wertpapiergeschäften

Die beiden größten Risikoquellen für die Vertragsparteien von Wertpapiergeschäften sind der zeitliche Abstand zwischen Abschluß und Abwicklung des Geschäfts sowie die Tatsache, daß die Lieferung nicht zeitgleich mit der Zahlung erfolgt. Da Abschluß und Abwicklung zeitlich auseinanderfallen, wird nicht nur die Einschätzung der indirekten Engagements erschwert, sondern die Parteien werden auch der Gefahr ausgesetzt, daß die Abwicklung möglicherweise nicht zustande kommt. In diesem Fall würde eine der beiden Parteien einen Verlust erleiden, wenn sich der Kurs des Wertpapiers zu ihren Ungunsten verändert hat (Wiederbeschaffungsrisiko). Bei Turbulenzen an den Märkten und stark schwankenden Kursen dürfte diese Gefahr besonders groß sein. Durch eine Beschleunigung der Abwicklung kann das Risiko erheblich reduziert werden (s. die untenstehende Grafik). Wenn die Abwicklung der beiden Seiten der Transaktion nicht gleichzeitig erfolgt (d. h. nach dem Prinzip „Lieferung gegen Zahlung“), trägt die als erste leistende Partei außerdem das Risiko, daß die Gegenpartei ihre Verpflichtung nicht erfüllt. Dieses Erfüllungsrisiko wiegt ungleich schwerer, weil potentiell der gesamte Transaktionsbetrag auf dem Spiel steht.

Die Marktteilnehmer und die Behörden waren sich der Risiken bei der Abwicklung von Wertpapiertransaktionen bereits seit einiger Zeit bewußt gewesen, aber erst die massiven Abwicklungsschwierigkeiten beim weltweiten Börsenkrach von 1987 veranlaßten eine Reihe von Initiativen. Seither haben inländische und internationale Institutionen mehrere Berichte veröffentlicht, die

Risiken von Wertpapiergeschäften ...

... können besser gehandhabt werden ...



zum Ziel hatten, die Verfahren des Risikomanagements zu verbessern. Dazu zählen die Group of Thirty (1989), die Fédération Internationale des Bourses de Valeurs (1989), die International Organisation of Securities Commissions (1992) und der Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme der Zentralbanken der Zehnergruppe (1992). In allen Berichten wurden die Beschleunigung der Abwicklung und die Einführung von Mechanismen für eine Abwicklung durch Lieferung gegen Zahlung als besonders wichtig eingestuft.

... durch kürzere  
Zeitspanne  
zwischen  
Abschluß und  
Abwicklung ...

Die Zeitspanne zwischen Abschluß und Abwicklung war im Wertpapiergeschäft traditionell ziemlich groß, da die Transaktionen verarbeitet, bestätigt und abgestimmt und die Wertpapiere sowie das Eigentumsrecht daran übertragen werden mußten. In den letzten Jahren konnten erhebliche Fortschritte bei der Beschleunigung der Abwicklung erzielt werden. Von großer Bedeutung war dabei die Einrichtung einer wachsenden Zahl von zentralen Verwahrstellen für Wertpapiere, die es ermöglichte, die effektiven Stücke zu immobilisieren oder in reine Bucheinträge umzuwandeln, so daß keine physische Übertragung von Stücken mehr nötig war. Das Ziel, die Abwicklung spätestens nach drei Tagen abzuschließen, das im Bericht der Group of Thirty empfohlen wurde und bis Ende 1992 erreicht sein sollte, hat sich jedoch in vielen Fällen – vor allem im Aktiengeschäft – als zu ehrgeizig erwiesen.

... und Abwick-  
lung durch  
Lieferung gegen  
Zahlung

Die Errichtung der zentralen Verwahrstellen hat auch den Weg für die Abwicklung durch Lieferung gegen Zahlung geebnet. Noch Mitte der achtziger Jahre funktionierten nur sehr wenige Systeme nach diesem Prinzip; eine dieser Ausnahmen war die Wertpapierabwicklung über Fedwire in den USA. Inzwischen gibt es jedoch in den meisten Ländern der Zehnergruppe mindestens ein System, das diese Anforderung erfüllt. Es gibt verschiedene Möglichkeiten, Lieferung und Zahlung bei einem Wertpapiergeschäft miteinander zu verknüpfen. Eine Variante ist, beide Seiten einer Transaktion unwiderruflich und gleichzeitig auf Bruttobasis abzuwickeln, wie dies beim Wertpapiersystem von Fedwire geschieht oder auch bei Cedel und Euroclear, den beiden internationalen Zentralverwahrern. Die üblichere Vorgehensweise ist, zunächst alle Zahlungen eines jeden Teilnehmers miteinander aufzurechnen und nach Möglichkeit auch einige der von ihm zu leistenden Wertpapierübertragungen. Die Zahlungsseite wird dann in der Regel über ein Großbetragsüberweisungssystem abgewickelt. Bei einer anderen Form der Abwicklung wird das Prinzip „Lieferung gegen Zahlung“ annähernd dadurch verwirklicht, daß eine dritte Partei (eine Bank) die Zahlungsseite der Transaktion garantiert, wie dies z. B. beim System des Central Gilts Office (CGO) in Großbritannien geschieht.

Wie das letzte Beispiel deutlich macht, ist die Abwicklung durch Lieferung gegen Zahlung nicht nur eine Frage der technischen Möglichkeiten. Es können darüber hinaus beträchtliche – in der Regel durch die zugrundeliegenden Wertpapiere besicherte – Kreditgewährungen nötig sein, ebenso wie auch die aktive Inanspruchnahme von Fazilitäten für die Wertpapierleihe. Vor allem bei internationalen Transaktionen besteht ein akuter Bedarf an Liquidität dieser Art, weil sich die Verarbeitungsphasen für die Zahlungs- und die Lieferungsseite in den jeweiligen nationalen Systemen nicht decken. Diese Liquidität wird vor allem von den Zentralbanken, den teilnehmenden Banken und den Zentralverwahrern bereitgestellt. Die damit einhergehenden Risiken müssen in ein angemessenes

Risikomanagement eingebunden werden, damit die Vorteile der Abwicklung durch Lieferung gegen Zahlung nicht wieder verlorengehen.

Bestimmte Risiken ergeben sich auch aus den Verfahren der Zusammenfassung von Transaktionen und dem Vorgehen bei Ausfällen in der Abwicklung. Wie in den Großbetragsüberweisungssystemen für Interbankgeschäfte wird beim Ausfall eines Teilnehmers üblicherweise die Abwicklung teilweise rückgängig gemacht. Dies muß nicht einmal wegen eines Ausfalls im Wertpapierhandel selbst nötig werden, sondern kann im Prinzip auch auf Abwicklungsprobleme in den Großbetragsüberweisungssystemen zurückzuführen sein, in denen die Zahlungsseite der Transaktion verarbeitet wird. Diese Risiken werden immer häufiger dadurch begrenzt, daß die Zahlungsseite der Transaktion über ein RTGS-System geleitet wird, das Unwiderruflichkeit und Endgültigkeit garantiert. Ergänzend besteht die Möglichkeit, eine Systemgarantie in Form eines Haftungsverbunds zu schaffen, der gegebenenfalls durch hinterlegte Sicherheiten abgestützt wird. Nur sehr wenige Systeme verfügen derzeit über eine solche Fazilität.

#### *Abwicklung von Devisengeschäften*

Bei den meisten Devisengeschäften erfolgt die Abwicklung mit zweitägiger Valutierungsfrist. Da es durchaus möglich ist, daß sich die Wechselkursrelationen zwischen den wichtigsten Währungen in dieser Zeitspanne beträchtlich verändern, können die potentiellen Wiederbeschaffungskosten erheblich sein. Bei weitem das größte Risiko entsteht aber auch hier dadurch, daß die beiden Seiten der Transaktion nicht gleichzeitig abgewickelt werden (Risiko des wechselseitigen Ausgleichs in verschiedenen Währungen oder „Herstatt-Risiko“). Dieses Risiko gibt aus mehreren Gründen Anlaß zu größerer Besorgnis als die Risiken im Zusammenhang mit der Abwicklung von Wertpapiergeschäften: Die Transaktionsvolumina sind viel höher, das Risiko hat zwangsläufig eine internationale Dimension, das Risikomanagement ist deutlich schwieriger, und die zugrundeliegenden Geschäfte sind zumeist Interbankgeschäfte. Nach der letzten Devisenmarkterhebung der Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe entfallen schätzungsweise rund 80% des gesamten Nettoumsatzes an den Devisenmärkten auf den Interbankverkehr.

Herstatt-Risiko:

Den Ursprung des Herstatt-Risikos bildet in erster Linie das Problem, daß sich die Geschäftszeiten der Großbetragsüberweisungssysteme für den Interbankverkehr in den Ländern der drei am aktivsten gehandelten Währungen – des US-Dollars, der D-Mark und des Yen – praktisch nicht überlappen (s. die nachstehende Grafik). Da die Abwicklung normalerweise im Ausgabeland der jeweiligen Währung stattfindet, geht eine der Kontraktparteien ein Kreditrisiko ein. Bei einer Yen/US-Dollar-Transaktion beispielsweise muß der den Yen-Betrag bereitstellende Geschäftspartner zwischen 5½ und 17 Stunden warten, bevor er den entsprechenden US-Dollar-Betrag erhält.

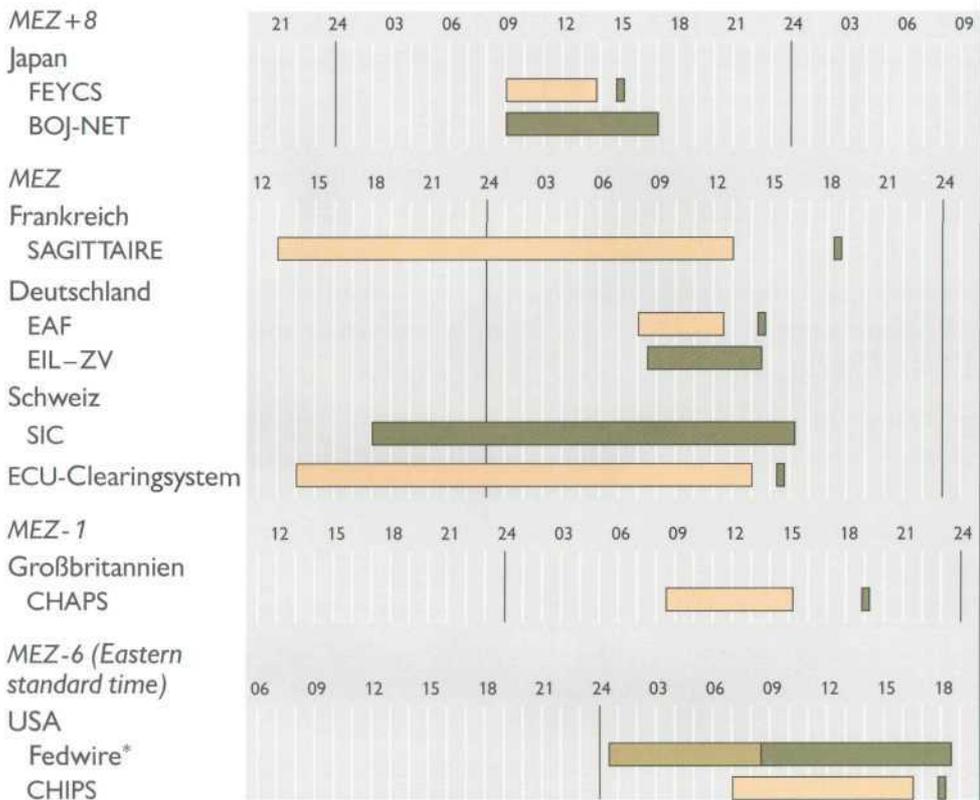
Das Herstatt-Risiko heißt so, weil es zum ersten Mal beim Zusammenbruch des Bankhauses Herstatt im Jahr 1974 ins allgemeine Bewußtsein drang. Als die Bank geschlossen wurde, war die DM-Seite der Devisentransaktionen bereits unwiderruflich abgewickelt, die US-Dollar-Seite dagegen noch nicht. Die Herstatt-Geschäftspartner, die US-Dollar-Zahlungen zu erhalten hatten,

– Erläuterung

## Geschäftszeiten ausgewählter Interbank-Großbetragsüberweisungssysteme

Mit taggleicher Wertstellung

Nettoabrechnungssystem (Endgültigkeit der Abwicklung angegeben)  
 Bruttoabrechnungssystem (Abwicklung während des Geschäftstages)



\* Die hellere Schattierung zeigt die genehmigte Verlängerung, die Anfang 1997 wirksam wird.

konnten keine Zahlung mehr erwarten, und bei CHIPS kam es zu großen Problemen. Die Vertrauensbasis zwischen den Geschäftspartnern war allgemein empfindlich gestört. In New York weigerten sich die Banken, auf eigene Rechnung oder für Rechnung ihrer Kunden Zahlungen zu leisten, was eine Kettenreaktion auslöste, die sich im gesamten System ausbreitete. Nur unter sehr großen Schwierigkeiten konnte der normale Geschäftsbetrieb wieder aufgenommen werden. Schätzungen zufolge verringerte sich der tägliche Bruttobetrag der Überweisungen in den drei Tagen nach dem Herstatt-Zusammenbruch von sonst \$ 60 Mrd. auf rund \$ 36 Mrd.

– Risiko-  
management

Es gibt mehrere Möglichkeiten, das Management des Herstatt-Risikos zu verbessern. Erstens kann die Sicherheit der Abwicklungsverfahren für beide Seiten des Geschäfts erhöht werden. So war etwa der Fall Herstatt ein wichtiger Anstoß für die Maßnahmen zur Risikokontrolle, die danach in CHIPS eingeführt wurden (s. die Tabelle auf S. 196). Zweitens können die zur Abwicklung nötigen Zahlungsströme zwischen den Parteien der ursprünglichen Kontrakte verringert werden. Mehrere private Netting-Systeme für Devisenkontrakte, die vor kurzem ihre Arbeit aufgenommen haben bzw. in Planung sind, führen ebenfalls eine erhebliche Verminderung der zum Ausgleich anstehenden Beträge

herbei, auch wenn ihr eigentliches Ziel zum Teil die Reduzierung der traditionellen Kreditgewährung ist (s. die Tabelle gegenüber). Drittens können Vorkehrungen für die Abwicklung von Zahlungen außerhalb des Ausgabelands der betreffenden Währung getroffen werden, um die zur Abwicklung nötigen grenzüberschreitenden Zahlungsströme zwischen Banken zu begrenzen. Ein Beispiel hierfür ist ein System, das auf Korrespondenzbankbeziehungen aufgebaut ist und die Verrechnung der US-Dollar-Seite von Yen/Dollar-Transaktionen in den Büchern einer Privatbank in Tokio vornimmt. Etwaige Überziehungskredite, die die Bank in diesem Zusammenhang gewährt, werden dann in New York während der Geschäftszeiten in den USA zurückgezahlt und abgewickelt. Viertens schließlich kann dafür gesorgt werden, daß die Abwicklung nur noch nach dem Prinzip „Lieferung gegen Zahlung“ erfolgt. Dazu müßten generell die Dienstleistungen der Zentralbanken als Ergänzung zu den Initiativen des privaten Sektors ausgebaut werden.

Zwar können internationale Netting- und Abrechnungssysteme einen erheblichen Beitrag zum Risikomanagement leisten, ihre potentiellen Vorteile können von den Teilnehmern jedoch nicht genutzt werden, wenn die Systeme schlecht konzipiert sind. 1990 empfahlen die Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe in ihrem Bericht über Interbank-Netting-Systeme (dem „Lamfalussy-Report“) eine Reihe von Mindestanforderungen für den Betrieb grenzüberschreitender und mehrere Währungen einbeziehender Netting-Systeme und stellten Grundsätze für die kooperative Beobachtung und Überwachung dieser Systeme durch die Zentralbanken auf. Die Bedeutung einer wohlbegründeten Rechtsgrundlage und durchdachter Vorkehrungen für das Management von Bonitäts- und Liquiditätsrisiken wird besonders hervorgehoben. Insbesondere sollten die Systeme „zumindest in der Lage sein, den rechtzeitigen Abschluß des täglichen Saldenausgleichs auch dann sicherzustellen, wenn der Teilnehmer mit der größten einzelnen Nettoschuldnerposition seine Ausgleichszahlung nicht leisten kann“. Die Mindestanforderungen sind zu einem Maßstab für alle in letzter Zeit eingeführten Systeme geworden und wurden aufgrund ihres umfassenden Gültigkeitsbereichs auch zur Beurteilung verschiedener rein inländischer Abrechnungssysteme herangezogen.

Die Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe befassen sich außerdem mit den Möglichkeiten, ihre Dienstleistungen so zu verbessern, daß sie die Abwicklung durch Lieferung gegen Zahlung unterstützen. Eine Reihe von Ansätzen wurde in einem Bericht vom September 1993 dargelegt. Eine wichtige, wenngleich begrenzte Maßnahme ist die Schaffung von Verfahren, die die Endgültigkeit der Abwicklung in den inländischen Interbanküberweisungssystemen während des Tages ermöglichen, vor allem durch die Einführung von RTGS-Systemen. Außerdem könnten die Geschäftszeiten der Systeme verlängert werden, um die Lücken, die sich durch die Zeitverschiebung ergeben, so weit wie möglich zu schließen. Im Februar 1994 gab beispielsweise die Federal Reserve bekannt, daß der tägliche Buchungsbeginn von Fedwire ab Anfang 1997 um 6 Stunden vorverlegt wird (s. die Grafik auf S. 201). Die gemeinsame Umsetzung dieser beiden Maßnahmen würde den privaten Akteuren die Abwicklung durch Lieferung gegen Zahlung erleichtern. Sie würde jedoch nicht garantieren, daß die Teilnehmer die notwendigen Investitionen vornehmen, um

Rolle der  
Zentralbanken

Wesentliche Merkmale ausgewählter internationaler Netting-Systeme					
Merkmal	FXNET	ISDA-Rahmenvertrag	ICSI	Multinet	ECHO
Art des Netting Art der Kontrakte	bilateral Devisengeschäfte	bilateral Swaps	bilateral Devisengeschäfte	multilateral Devisengeschäfte	multilateral Devisen- und andere Geschäfte
Teilnehmerkreis	Banken	alle Markt- teilnehmer	Banken	Banken	Banken
Teilnehmerzahl	±40	±200	15	15	15
Ort	–	–	Chicago	Chicago/ New York	London
Tätigkeitsgebiet	weltweit	weltweit	Nordamerika/ London	OECD	OECD
Jahr der Einführung	1987	1987	1992	geplant	geplant
Anmerkung: ISDA: International Swaps and Derivatives Association, ICSI: International Clearing Systems Inc., ECHO: Exchange Clearing House Organisation.					

die neuen Möglichkeiten auch nutzen zu können. Wenn die Abwicklung durch Lieferung gegen Zahlung auch über Zentralbankkonten möglich sein soll, dann müssen entsprechende Schnittstellen vorhanden sein. Die Zentralbanken könnten solche Abwicklungsdienstleistungen für mehrere Währungen durchaus direkt bereitstellen, entweder selbst oder über eine spezielle internationale Institution, d. h. einen sogenannten gemeinsamen Agenten, der beide Seiten der mehrere Währungen umfassenden Geschäfte unwiderruflich und zeitgleich in seinen Büchern abwickelt. Solche Dienstleistungen würden allerdings erheblich von den bestehenden Regelungen abweichen, eine wesentlich engere Zusammenarbeit erfordern und eine Reihe schwieriger Fragen aufwerfen, die von den geldpolitischen Implikationen bis zur erforderlichen Einigung über das angemessene Verhältnis zwischen staatlichen Eingriffen und Marktdisziplin reichen.

#### *Abwicklung von Geschäften mit derivativen Instrumenten*

Bei Kassatransaktionen ist der zeitliche Abstand zwischen Abschluß und Abwicklung durch technische und operationelle Reibungsverluste bedingt. Dagegen liegt es bei derivativen Instrumenten in der Natur des Geschäfts, daß die Beziehung zwischen Käufer und Verkäufer länger bestehen bleibt. Derivative Kontrakte beinhalten die Verpflichtung, zu einem zukünftigen Zeitpunkt Geld zu übertragen oder einen Austausch vorzunehmen. Wie bei einer Kreditgewährung entsteht dabei automatisch ein Ausfallrisiko zwischen den beiden Kontraktparteien. Reibungsverluste spielen dabei nur insofern eine Rolle, als bei den künftigen *Kassatransaktionen*, d. h. dem vorgesehenen Austausch von Geld gegen finanzielle oder reale Vermögenswerte, der Abschluß und die Abwicklung nicht zusammenfallen und die Abwicklung nicht durch Lieferung gegen Zahlung erfolgt.

Die Expansion der Derivativmärkte in den letzten Jahren ist wahrhaft bemerkenswert, sowohl am Umsatz als auch an der Höhe der Nominalbeträge gemessen, aber sie hat sich auf die Zahlungsströme bei der Abwicklung weit weniger ausgewirkt, als man aufgrund dieser Zahlen annehmen könnte (s. die

Tabellen in Kapitel V, S. 123 und 124). Bei vielen Arten von derivativen Instrumenten sind die Abwicklungsmodalitäten bereits so gestaltet, daß die Zahlungsströme begrenzt sind. So müssen etwa bei Währungsfutures und Zinsswaps die Kapitalbeträge nicht ausgetauscht werden. Außerdem werden auf breiter Basis Nettingverfahren eingesetzt, und bei börsengehandelten derivativen Produkten können Positionen beispielsweise auch einfach durch den Abschluß eines gegengerichteten Geschäfts glattgestellt werden. Im Jahr 1993 betrugen z. B. die täglichen Zahlungen von Mitgliedern an die Options Clearing Corporation in Chicago durchschnittlich \$ 71 Mio., d. h. nur etwa 0,4% des geschätzten Umsatzes.

Derivative  
Instrumente  
begrenzen  
Zahlungs-  
ströme ...

Das heißt aber nicht, daß das Erfüllungsrisiko nicht von Bedeutung wäre. Vielmehr ist das Management dieses Risikos schwieriger gegen die Verfahren zur Verminderung des vor der Abwicklung bestehenden Wiederbeschaffungsrisikos abzugrenzen. Tatsächlich können die Zahlungsströme bei der Abwicklung stark variieren und in ihrer Höhe unvorhersehbar sein, denn die offenen Positionen bleiben nicht nur länger bestehen als bei Kassatransaktionen, sondern der Marktwert einiger Arten von Derivaten (z. B. Optionen) ist auch größeren Schwankungen ausgesetzt als der des zugrundeliegenden Instruments. Das Management des Wiederbeschaffungsrisikos und des dazugehörigen Erfüllungsrisikos hängt sehr stark davon ab, ob die derivativen Produkte an der Börse oder außerbörslich gehandelt werden.

... aber weiterhin  
beträchtliches  
Erfüllungsrisiko

Das Risikomanagement für börsengehandelte Instrumente ist zentralisiert. Ein Clearinghaus fungiert bei allen Geschäften zwischen seinen Mitgliedern, die auf eigene Rechnung und/oder im Auftrag ihrer Kunden tätig sind, als Gegenpartei. Die zugrundeliegenden Kreditengagements werden auf diese Weise wirksam multilateral gegeneinander aufgerechnet. Um sich für den Fall zu schützen, daß ein Mitglied seiner Verpflichtung bei der Abwicklung nicht nachkommt, verlangt das Clearinghaus die Hinterlegung von Sicherheiten („Einschuß“) und – z. B. bei Futureskontrakten – die tägliche Anpassung der Einschußkonten gegebenenfalls durch eine zusätzliche Zahlung („Nachschuß“). Wenn die Preisausschläge besonders groß sind, können auch innerhalb des Tages Einschußzahlungen eingefordert werden. Die tatsächliche Erfüllung dieser Verpflichtungen findet in der Regel am folgenden Tag statt. In vielerlei Hinsicht erinnern die zusätzlichen Verfahren des Risikomanagements an die Vorkehrungen in einigen Großbetragsüberweisungssystemen: betragsmäßige Begrenzung der Positionen, die die Mitglieder eingehen dürfen (multilaterale Limits), Möglichkeit des Rückgriffs auf die Mitglieder (Haftungsverbund) und Kreditlinien zur Absicherung (Dauerfazilitäten im Interbankverkehr oder bei der Zentralbank).

Risikomanage-  
ment für an  
Börsen und  
außerbörslich  
gehandelte  
Instrumente

An den außerbörslichen Märkten erfolgt das Management des Ausfallrisikos dagegen auf bilateraler Basis. In der Regel setzen die Marktteilnehmer für ihre gegenseitigen Engagements und für das Netting Kreditlimits fest, so z. B. beim ISDA-Rahmenvertrag für Swapgeschäfte. Auch verlangen sie jetzt immer häufiger – wenngleich weiterhin in begrenztem Umfang – eine Besicherung, deren Höhe je nach der Größe der Engagements bzw. der Bonität der Gegenpartei angepaßt wird. Eine taggleiche Abwicklung ist selten.

Eine aktuelle Frage ist derzeit, ob auch die Abwicklung außerbörslicher Geschäfte über Clearinghäuser wünschenswert und durchführbar ist. Dabei ist

Abwicklung  
außerbörslicher  
Geschäfte  
über Clearing-  
häuser ...

es unvermeidlich, daß es beim Clearinghaus, dessen Stabilität den gesamten Markt trägt, tendenziell zu einer Risikokonzentration kommt. Außerdem ist der kurzfristige Liquiditätsspielraum geringer, weil die Einschubkonten täglich angepaßt werden müssen. Beide Faktoren traten beim Börsenkrach 1987 in den USA zutage: Es entstand ein Liquiditätsengpaß, als die verlangten Einschubzahlungen und die Abwicklungen an bestimmten wichtigen Märkten für derivative Instrumente von weniger als \$ 1 Mrd. sprunghaft auf rund \$ 4 Mrd. stiegen, und als überdies ein großes Clearingmitglied der Options Clearing Corporation in finanzielle Schwierigkeiten geriet, mußte der Markt beinahe geschlossen werden. Nach diesem Vorfall haben etliche große Institute begonnen, Clearinghäuser wie andere Gegenparteien zu behandeln, d. h. sie setzen Limits für die Engagements fest und diversifizieren ihre Geschäfte zwischen verschiedenen Börsen. Außerdem wurden mehrere Maßnahmen ergriffen, um eine unnötige Einengung des Liquiditätsspielraums zu vermeiden; vor allem werden immer öfter die Einschüsse für verschiedene Kontrakte gegeneinander aufgerechnet („cross-margining“). Dennoch kommt der Lamfalussy-Report zu dem Schluß, daß richtig konzipierte Clearinghaussysteme beträchtliche Vorteile bezüglich des Risikomanagements mit sich bringen können.

... kann beachtliche Vorteile mit sich bringen

Gleichzeitig gibt es aber eine Reihe praktischer Hindernisse, die einer Ausdehnung der Clearinghäuser auf außerbörsliche Märkte im Wege stehen. Ein großer Teil der außerbörslich gehandelten Produkte ist ganz speziell auf die Bedürfnisse des jeweiligen Geschäftspartners zugeschnitten, die Preise lassen sich nicht beobachten, und es gibt erhebliche Schwierigkeiten, sich auf eine Bewertung zu einigen. Die Instrumente werden oft international gehandelt, was schwerwiegende rechtliche und speziell aufsichtsrechtliche Probleme aufwirft. Außerdem dürfte ein multilaterales Netting nicht unbedingt im Interesse aller Teilnehmer liegen. Die Marktteilnehmer mit der höchsten Bonität, die jetzt den Markt dominieren, laufen Gefahr, ihren Wettbewerbsvorteil einzubüßen. Für sie wäre dieses Verfahren nur dann interessant, wenn sie dafür im Gegenzug ihre Aktivität steigern und an einem breiter angelegten, effizienteren und liquideren Markt operieren könnten.

#### *Gesamtbeurteilung*

Die vorangegangene Untersuchung zeigt, daß in den letzten Jahren vieles auf den Weg gebracht wurde, um das Risikomanagement in den Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssystemen zu verbessern. Die auftretenden Risiken sind besser erforscht, und es wurden konkrete Maßnahmen ergriffen bzw. sind geplant, um sie zu begrenzen. Allerdings war dieser Fortschritt weder leicht zu erreichen noch überall gleich, und für die Zukunft besteht noch immer großer Handlungsbedarf.

Noch immer großer Handlungsbedarf

Einige rein ökonomische Faktoren haben dazu beigetragen, diesen Fortschritt zu bremsen. Die notwendigen Änderungen sind kostspielig, denn sie erfordern in der Regel massive Investitionen in neue Technologien, die ihrerseits die Rentabilität früherer Investitionsentscheidungen in Frage stellen können, und sie können auch die Hinterlegung beträchtlicher Sicherheiten notwendig machen. Die Kosten lassen sich leicht in Zahlen ausdrücken, die Vorteile hingegen nicht. Die Kosten werden im allgemeinen von einzelnen getragen, die

Hindernisse bremsen Fortschritt ...

Vorteile fallen allen gleichermaßen zu. Die Verteilung der Kosten ist klar, die der Vorteile weniger. Obwohl Banken beispielsweise die Vorzüge von RTGS-Systemen anerkennen, gab es manchmal Widerstand gegen ihre Einführung oder aktive Nutzung. Kostenüberlegungen sind auch der wichtigste Grund dafür, daß bei der Einführung von Verfahren, mit denen Rückabwicklungen von Wertpapiergeschäften vermieden werden sollen, und bei der Errichtung multilateraler Netting-Systeme für internationale Transaktionen bisher nur begrenzte Fortschritte erzielt wurden.

Ein zweiter Faktor, der den Fortschritt hemmt, ist die Schwierigkeit, die rechtlichen Rahmenbedingungen an die neuen Marktgegebenheiten anzupassen. Diese Rahmenbedingungen konnten mit dem rapiden Wandel, der sich in den Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssystemen vollzogen hat, nicht Schritt halten. Aus diesem Grund sind die Rechte und Pflichten der Teilnehmer mit erheblichen Rechtsunsicherheiten behaftet. So stammen etwa die geltenden Rechtsvorschriften über den Eigentumsbegriff, die Übertragung und die Verpfändung von Wertpapieren vielfach noch aus der Zeit, als Wertpapiere nur als effektive Stücke existierten. Ein weiteres Beispiel ist die sogenannte „Null-Uhr“-Regelung in einigen Ländern, wonach alle Transaktionen, die ein vor dem Konkurs stehender Marktteilnehmer am Tag der Konkurseröffnung getätigt hat, nichtig sein können, so daß eine taggleiche Endgültigkeit der Abwicklung nicht möglich ist.

Es dürfte kaum überraschen, daß der Fortschritt bei den internationalen Transaktionen am langsamsten war. In diesem Bereich sind die Wettbewerbskräfte am größten, und eine freiwillige Zusammenarbeit ist unabdingbar. Hier tritt auch das Spannungspotential zwischen der globalen Natur des Finanzgeschäfts einerseits und den im wesentlichen nationalen, aber nicht unbedingt einheitlichen rechtlichen Rahmenbedingungen andererseits am stärksten in Erscheinung. Die komplexen Fragen im Zusammenhang mit Rechtswahl und Rechtskollision, die mit grenzüberschreitenden Netting- und Abrechnungssystemen verbunden sind, veranschaulichen diese Schwierigkeiten recht deutlich.

... insbesondere bei internationalen Transaktionen

## Banken- und Wertpapieraufsicht

Zwischen der Überwachung von Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssystemen und der Aufsicht über Banken und Wertpapierhäuser gibt es viele Gemeinsamkeiten, insbesondere die fundamentale Sorge um die Solvenz der Finanzinstitute und letztlich um die Stabilität des Finanzsystems. Wie bereits erörtert, ist gerade die – tatsächliche oder drohende – Insolvenz von Teilnehmern der Auslöser von Störungen in Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssystemen. Umgekehrt kann die Verbreitung von finanziellen Schwierigkeiten durch diese Systeme zu einer Häufung von Insolvenzen führen. Reine Liquiditätsschwierigkeiten sind, *sofern sie korrekt und unzweifelhaft als solche identifiziert werden*, weniger ein Anlaß zur Besorgnis. Beispielsweise mußte eine Bank in New York im November 1985 wegen eines technischen Versagens, das ihre Wertpapierübertragungen beeinträchtigte, einen Tagesüberziehungskredit von fast \$ 30 Mrd. bei der Zentralbank in Anspruch nehmen und war am Tagesende am Diskontfenster mit über \$ 20 Mrd. verschuldet, was nahezu dem Doppelten

Gemeinsame Probleme

ihrer Bilanzsumme und mehr als dem Zwanzigfachen ihres Eigenkapitals entsprach. Dieser Fall war ein Musterbeispiel dafür, wie rasch und wie leicht in solchen Systemen hohe Kreditengagements gegenüber der Zentralbank entstehen können und welche Kettenreaktion andernfalls hätte ausgelöst werden können. Er zeigte aber auch, daß es möglich ist, die Probleme in den Griff zu bekommen, sofern die Solvenz des betreffenden Instituts gesichert ist.

Hauptunterschiede in den Lösungsansätzen ...

Während sich die Probleme in den beiden Bereichen, die einer Überwachung unterliegen, deutlich überschneiden, sind die Lösungsansätze sehr unterschiedlich. Die Banken- und Wertpapieraufsicht stellt das einzelne Institut in den Mittelpunkt ihrer Betrachtung. Sie tendiert eher dazu, den nach der Abwicklung noch bestehenden Risiken – in unterschiedlichem Maße, abhängig vom Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit des betreffenden Instituts – höhere Priorität einzuräumen; die Risiken während des Tages werden nur begrenzt berücksichtigt. Dagegen liegt der Schwerpunkt beim Risikomanagement der Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme auf den Beziehungen zwischen den Instituten. Besondere Aufmerksamkeit gilt dem Erfüllungsrisiko, und die innerhalb des Tages bestehenden Risiken spielen eine entscheidende Rolle.

... werden verwischt

Durch den tiefgreifenden Wandel im Finanzgeschäft im letzten Jahrzehnt sind einige dieser Unterscheidungen allerdings etwas verwischt worden. Zwar hat für die Banken- und Wertpapieraufsicht die Finanzkraft der einzelnen Institute noch immer den höchsten Stellenwert, aber inzwischen wird auch einigen der Risiken, die bei der Abwicklung von Transaktionen entstehen, und den Mechanismen, die u. a. die Reduzierung dieser Risiken zum Ziel haben, größeres Gewicht beigemessen. Hier seien nur zwei Beispiele genannt, die beide mit den Eigenkapitalanforderungen im Zusammenhang stehen, nämlich die Behandlung von offenen Positionen und die Anerkennung des Netting von Kontrakten.

Früher blieben die mit offenen Positionen verbundenen Ausfallrisiken – ebenso wie die Marktrisiken – in den Eigenkapitalanforderungen für Banken weitgehend unberücksichtigt. In den entsprechenden Anforderungen für Wertpapierhäuser erhielten beide Risiken hingegen eine hohe Priorität. Mit der immer aktiveren Rolle der Banken im Handel ist auch die Forderung nach einer stärkeren Harmonisierung der Eigenkapitalstandards lauter geworden. In der EG-Kapitaladäquanz-Richtlinie vom März 1993, die sowohl für Kreditinstitute als auch für Wertpapierhäuser gilt, werden bestimmte offene Verpflichtungen explizit berücksichtigt. Die Richtlinie soll spätestens bis Januar 1996 in nationales Recht umgesetzt sein.

Die Frage der Anerkennung des Netting von Kontrakten im Rahmen der Eigenkapitalberechnung hat mit der zunehmenden Verbreitung von Nettingverfahren erheblich an Bedeutung gewonnen. Im April 1993 machte der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht – teilweise im Lichte der Veröffentlichung des Lamfalussy-Reports – Vorschläge für eine Änderung und Erweiterung seiner Eigenkapitalvereinbarung aus dem Jahr 1988. Nach diesen Vorschlägen soll die Anerkennung des bilateralen Netting auf alle Verfahren ausgedehnt werden, die nach den einschlägigen rechtlichen Bestimmungen als wirksam angesehen werden und die die in dem Bericht aufgestellten Mindestanforderungen erfüllen. Der Bericht geht ferner auf die Überlegungen ein, die den Ausschuß bei seiner künftigen Beurteilung multilateraler Systeme leiten könnten.

Angesichts der Ähnlichkeit der Anliegen bei der Überwachung von Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssystemen einerseits und der Banken- und Wertpapieraufsicht andererseits überrascht es nicht, daß in vielen Fällen beide Funktionen zumindest teilweise von derselben Institution wahrgenommen werden, nämlich der Zentralbank. Die Zentralbanken in allen Ländern der Zehnergruppe spielen de jure oder de facto eine – wenngleich unterschiedlich aktive – Rolle bei der Beobachtung und Überwachung des Zahlungsverkehrssystems. In den meisten Ländern ist die Zentralbank auch an der Aufsicht über die einzelnen Banken beteiligt. Historisch haben beide Aufgaben ihren Ursprung in der Rolle der Zentralbank als letzte Instanz für die Bereitstellung eines nicht mit Risiken behafteten Mediums für die Abwicklung im Finanzsystem, denn die Bereitstellung von Liquidität ist der letzte Schutzwall bei der Begrenzung von Systemkrisen.

Schlüsselrolle der Zentralbank

Unabhängig davon, ob die Zentralbank tatsächlich eine besondere Aufsichtsfunktion besitzt, ist der Zugang zu Informationen über die finanzielle Verfassung der Teilnehmer am Zahlungsverkehrssystem unabdingbar für die Ausübung ihrer Überwachungsaufgabe und für das Krisenmanagement. Echte Solvenzprobleme von bloßen Liquiditätsschwierigkeiten zu unterscheiden ist in jedem Fall schwierig und wird praktisch unmöglich, wenn nicht im voraus die nötigen Informationen über die finanzielle Lage der Teilnehmer vorhanden sind. Ein Mangel an Information engt den Handlungsspielraum der Zentralbanken beträchtlich ein. Der grundlegende Wandel der Finanzmarktaktivitäten hat dieses Problem verschärft, und zwar durch den sich rasch verändernden Umfang und die oftmals mangelhafte Transparenz der Marktrisiken und Abwicklungsverpflichtungen, die breitere Palette der Märkte und Marktteilnehmer, die zum Teil weiter von der Zentralbank entfernt sind als deren bevorzugte Gesprächspartner, nämlich die Banken, sowie die wachsende Geschwindigkeit, mit der Störungen zwischen verschiedenen Marktsegmenten, Instituten und Ländern übertragen werden können.

Der Informationsbedarf der Zentralbank ist ein wichtiger Aspekt des Problems, wie die Schutzwälle gegen das Systemrisiko aufzubauen sind. Diese Frage steht bei den derzeitigen Diskussionen in den USA im Mittelpunkt, wo es Pläne für eine Neuordnung der Bankenaufsicht gibt. Derzeit ist die Zuständigkeit für die Bankenaufsicht auf mehrere Institutionen aufgeteilt, darunter auch die Zentralbank. In Europa ist das Thema ebenso aktuell. Die Errichtung des Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen in der Europäischen Union bedeutet eine Verlagerung der Aufsicht vom Aufnahmeland in das Herkunftsland sowie die Möglichkeit einer grenzüberschreitenden Direktbeteiligung an inländischen Großbetragsüberweisungssystemen. So werden geeignete Kanäle für den Informationsaustausch zwischen den nationalen Behörden noch wichtiger. Auf welche Weise die Zentralbanken künftig im einzelnen an der Beobachtung und Überwachung der Zahlungsverkehrssysteme und der Aufsicht über die Banken und Wertpapierfirmen in der zukünftigen europäischen Wirtschafts- und Währungsunion beteiligt sein werden, bleibt noch zu entscheiden.

Da sich das Wesen der Finanzmarktaktivitäten weiterhin verändern wird, dürften die nächsten Jahre eine Intensivierung der Kooperationsbemühungen zwischen jenen Behörden bringen, die für die Aufsicht über die Banken und

Ausblick

Wertpapierfirmen bzw. für die Überwachung der Zahlungsverkehrssysteme zuständig sind. Mit der wachsenden Expansion der Märkte und folglich auch des Handels dürften die Risiken bei der Abwicklung von Finanztransaktionen weiter steigen, unabhängig davon, ob sie bei den Kontraktparteien oder bei den in die Abwicklung eingeschalteten Intermediären auftreten. Die Herausforderung besteht darin, eine Reihe von Schutzwällen aufzubauen, die in der Lage sind, das Systemrisiko einzudämmen, ohne die Effizienz der Systeme zu beeinträchtigen; vielmehr soll diese – wenn möglich – verbessert werden. In der gegenwärtigen Finanzlandschaft wird eine enge internationale Zusammenarbeit hierfür unabdingbar sein.

## IX. Die Tätigkeit der Bank

### 1. Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen

Im vergangenen Jahr nahm die Bank wiederum ihre traditionelle Aufgabe bei der Förderung der internationalen Zusammenarbeit auf dem Gebiet der Währungs politik wahr.

An den Sitzungen des Interimsausschusses des Gouverneursrats des Internationalen Währungsfonds sowie der Finanzminister und der Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe nahm die Bank als Beobachter teil. Ferner war sie an den Arbeiten der Stellvertreter der Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe beteiligt.

Die Bank organisierte periodisch stattfindende Zusammenkünfte von Zentralbankvertretern zu einem breiten Themenspektrum, und wie bisher stellte sie auch die Sekretariate für verschiedene Ausschüsse und Expertengruppen.

Der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht legte den Schwerpunkt seiner Arbeit im vergangenen Jahr auf die aufsichtsrechtliche Behandlung der Risiken an den Finanzmärkten. In den letzten Monaten wertete er die Kommentare der Banken zu drei im April 1993 veröffentlichten Konsultationspapieren über die Themen Netting, Marktrisiko und Zinsänderungsrisiko aus. Der Ausschuß arbeitet an einer Leitlinie für die Bankenaufsichtsbehörden über die Handhabung und Kontrolle der mit dem Derivatgeschäft verbundenen Risiken durch die Kreditinstitute; ferner ist er dabei, seine Kenntnisse über die haus-eigenen Modelle der Banken für die Messung dieser Risiken zu erweitern. Zur Tätigkeit des Ausschusses gehörte sodann, daß er als Schnittstelle für den Ausbau der regionalen Zusammenarbeit zwischen Bankenaufsichtsbehörden in nicht zur Zehnergruppe gehörenden Ländern fungierte, vor allem jenen, die für Banken an den aufstrebenden Märkten zuständig sind. Zu diesem Zweck wurde eine Erhebung über nationale Aufsichtspraktiken durchgeführt, und die Ergebnisse werden nun jenen Aufsichtsbehörden mitgeteilt, für die sie von Interesse sein können. Nach dem Rücktritt von Herrn E. Gerald Corrigan im Juni 1993 wurde im September 1993 Herr Dr. T. Padoa-Schioppa, Stellvertretender Generaldirektor der Banca d'Italia, zum Vorsitzenden des Ausschusses ernannt.

Der Ständige Ausschuß für Euromarktangelegenheiten setzte seine Beobachtung der Entwicklungen an den internationalen Kredit- und Kapitalmärkten fort und erörterte Fragen zu ihrer Funktionsweise und Stabilität. Insbesondere arbeitete er weiter an der Beurteilung der Implikationen der wachsenden Märkte für derivative Finanzinstrumente. Ferner erörterte der Ausschuß Fragen im Zusammenhang mit Veränderungen des Umfangs und der Richtung der internationalen Kapitalströme und den jüngsten Änderungen des Anlagemanagements

und der Handelspraktiken. Die Bank war auch weiterhin mit der Zusammenstellung, Aufbereitung und Veröffentlichung von Daten über die Entwicklungen an den internationalen Banken- und anderen Finanzmärkten befaßt.

Der Ausschuß für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme setzte seine Beobachtung der Entwicklungen in nationalen und internationalen Zahlungsverkehrs-, Netting- und Abwicklungssystemen in den Ländern der Zehnergruppe fort. Im September 1993 veröffentlichte die BIZ einen Bericht des Ausschusses mit dem Titel „Zahlungsverkehrsdienstleistungen der Zentralbanken für grenzüberschreitende und mehrere Währungen einbeziehende Transaktionen“. Dieser Bericht schließt sich an den Bericht des Ausschusses für Interbank-Netting-Systeme an, der von der BIZ 1990 veröffentlicht wurde. Er enthält die Forschungsergebnisse einer speziellen Arbeitsgruppe unter dem Vorsitz von Herrn T. Noël von der Bank of Canada, die eine Reihe von Maßnahmen analysierte, mit denen die Zentralbanken möglicherweise zu einer Risikominderung und Effizienzsteigerung bei der Abwicklung von grenzüberschreitenden und mehrere Währungen einbeziehenden Interbankgeschäften beitragen können. Eine weitere Arbeitsgruppe unter dem Vorsitz von Herrn P. Parkinson vom Board of Governors des Federal Reserve System führt zur Zeit eine Untersuchung der Abwicklungseinrichtungen für internationale Wertpapiergeschäfte durch. Im Dezember 1993 brachte die BIZ eine neue Auflage des Nachschlagewerks über Zahlungsverkehrssysteme in den Ländern der Zehnergruppe heraus (bekannt als das „Rote Buch“). Diese gründlich überarbeitete Neuauflage enthält umfassende statistische Angaben zu Zahlungsverkehrssystemen, ein besonderes Kapitel über grenzüberschreitende Zahlungsverkehrssysteme sowie ein Glossar. Im Februar 1994 ernannten die Notenbankgouverneure der Zehnergruppe Herrn W. McDonough, Präsident der Federal Reserve Bank of New York, als Nachfolger von Herrn W. Angell zum Vorsitzenden des Ausschusses.

Der Dienst „Osteuropäische Länder und internationale Organisationen“ erweiterte seine Tätigkeit der Koordinierung der technischen Hilfe und Schulung, die von einer beträchtlichen Anzahl von Zentralbanken für die Währungsbehörden der osteuropäischen Länder und der Staaten der ehemaligen Sowjetunion geleistet werden. Einige dieser Länder bieten inzwischen schon selbst Unterstützung an. Insbesondere pflegt der Dienst eine Datenbank über die technische Hilfe und Schulung, die diese Länder empfangen haben; diese Aufzeichnungen werden größtenteils monatlich aktualisiert und sind ein wichtiges Hilfsmittel, um Doppelarbeiten zu vermeiden. Die Informationen werden an die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung zur Eintragung in deren Register weitergeleitet. Der Dienst organisierte auch weiterhin Sitzungen und Seminare für Vertreter der meisten der in seinen Bereich fallenden Zentralbanken. Ferner beteiligte sich die BIZ aktiv an der Arbeit des Joint Vienna Institute (dessen Kurse seit der Gründung im September 1992 von rund 2 000 Teilnehmern besucht wurden), z. B. durch Mitwirkung am ersten „Comprehensive Course“. Dieser fünf Monate dauernde Kompaktkurs soll Nachwuchskräften Wissen vermitteln, damit sie selbst in einer Vielzahl von Politikbereichen beratend tätig sein können. Überdies organisierte der Dienst erneut Spezialseminare über Zentralbankthemen, wobei er von Vortragenden

aus der BIZ und verschiedenen – teils auch osteuropäischen – Zentralbanken unterstützt wurde.

Der Ausschuß der EDV-Fachleute beschäftigte sich bei seinen zweimal jährlich stattfindenden Sitzungen schwerpunktmäßig mit den Änderungen, die die Zentralbanken und insbesondere ihre Informatikabteilungen vornehmen müssen, um sich an die Entwicklungen der letzten Jahre anzupassen. Die beiden Hauptthemen, mit denen sich der Ausschuß befaßte, waren erstens die Verteilung der Informatikressourcen und die damit verbundenen Fragen der Kostenkontrolle, der Personalschulung und der Kompetenzverteilung zwischen Benutzer und Informatikabteilung sowie zweitens offene Systeme, zu deren potentiellen Vorzügen u. a. die größere Unabhängigkeit von EDV-Anbietern gehört. Die Arbeitsgruppe für Sicherheitsfragen untersuchte diese Problematik aus ihrem speziellen Blickwinkel. Ferner schloß sie ihre Untersuchung der Systeme für den Austausch von Daten, die nicht den Zahlungsverkehr betreffen, zwischen Zentralbanken und externen Stellen ab und erstellte eine Liste von Maßnahmen zum Schutz vor den Risiken, die bei dieser Art des Datenaustauschs auftreten können.

Die Expertengruppe für Fragen monetärer und ökonomischer Datenbanken prüfte, wie die Datenbankdienste der BIZ ausgebaut werden könnten, vor allem hinsichtlich der Übermittlung von Daten durch die Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe und deren Zugriffsmöglichkeiten. Besondere Aufmerksamkeit widmete die Gruppe weiteren Verbesserungsmöglichkeiten bezüglich des rechtzeitigen Eingangs der Meldungen, der Qualitätskontrolle der Daten, der Zugriffstechniken und der Informationssicherheit. Bei der Erweiterung des statistischen Erfassungsbereichs der Datenbank wurden Fortschritte erzielt, vor allem durch bilaterale Vereinbarungen mit Zentralbanken von nicht zur Zehnergruppe gehörenden Ländern. Ferner wurden Fragen im Zusammenhang mit internationalen Normen bei der Datenübermittlung geprüft.

Bis zu ihrer Auflösung Ende Dezember 1993 hielten 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 wiederum die meisten ihrer Sitzungen bei der BIZ ab, bei der sich auch das ständige Sekretariat des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten befand. Eine genaue Beschreibung der Tätigkeit des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten, der fast dreißig Jahre lang das wichtigste Forum für die währungspolitische Zusammenarbeit in der Europäischen Gemeinschaft war, ist in den Jahresberichten des Ausschusses an das Europäische Parlament, den Rat der Europäischen Gemeinschaften und den Europäischen Rat zu finden.<sup>1</sup>

Am 1. Januar 1994, dem in Artikel 109e des Vertrags über die Europäische Union („Vertrag von Maastricht“) als Beginn der Stufe II der Wirtschafts- und

<sup>1</sup> Der letzte Jahresbericht wurde im April 1993 veröffentlicht und behandelte im wesentlichen die Entwicklungen im Jahr 1992. Mit dem Geschehen im Jahr 1993 wird sich der erste Jahresbericht des Europäischen Währungsinstituts befassen, der voraussichtlich im April 1995 erscheinen wird. Die Jahresberichte des Ausschusses der Zentralbankpräsidenten sind für EU-Gebietsansässige bei der Zentralbank ihres Landes und für Gebietsansässige anderer Länder beim EWI unter seiner vorläufigen Postanschrift in Basel erhältlich.

Währungsunion (WWU) festgelegten Termin, wurden der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten und der EFWZ durch das Europäische Währungsinstitut (EWI) ersetzt. Die Hauptaufgaben dieses neuen Instituts, das gemäß Artikel 109f des Vertrags mit eigener Rechtspersönlichkeit ausgestattet wurde, bestehen darin, die Koordinierung der Geldpolitiken der EU-Mitgliedstaaten zu verstärken und den Übergang zur Stufe III der WWU im Bereich der Geld- und Währungspolitik vorzubereiten. Das EWI nahm seine Arbeit am 1. Januar 1994 auf; für eine kurze Übergangszeit wird es die Infrastruktur weiterbenutzen, die bisher dem Ausschuß der Zentralbankpräsidenten und dem EFWZ diente. Sobald die nötigen praktischen und organisatorischen Vorkehrungen getroffen sind, soll das EWI im Herbst 1994 seine Tätigkeit an seinem Sitz in Frankfurt in vollem Umfang aufnehmen.

## 2. Die Bank als Agent und Treuhänder

Im vergangenen Geschäftsjahr führte die Bank weiterhin verschiedene Aufgaben als Agent im Zusammenhang mit internationalen Zahlungsausgleichsfunktionen aus.

### *a) Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ) – Agent für das Europäische Währungsinstitut (EWI)*

Bis zum 31. Dezember 1993 nahm die Bank wiederum die Aufgaben des Agenten des EFWZ<sup>2</sup> wahr, eine Tätigkeit, die sie seit dem 1. Juni 1973 ausgeübt hatte. Mit Wirkung vom 1. Januar 1994 wurden gemäß Artikel 109f(2) des Vertrags über die Europäische Union die bis dahin vom EFWZ wahrgenommenen Aufgaben vom Europäischen Währungsinstitut (EWI) übernommen, und der EFWZ wurde damit aufgelöst. Gemäß Artikel 1.3 der Satzung des EWI gingen sämtliche Aktiva und Passiva des EFWZ automatisch auf das EWI über. Das EWI und die BIZ haben vereinbart, daß die BIZ die Aufgaben, die sie bis dahin für den EFWZ wahrgenommen hatte, weiterhin auf einer Übergangsbasis und zu den gleichen Bedingungen für das EWI wahrnehmen soll.

Diese Funktionen stehen zum einen im Zusammenhang mit den Transaktionen im Rahmen des EWS und beziehen sich zum anderen auf die finanzielle Abwicklung der zur Stützung der Zahlungsbilanzen der EG-Länder durchgeführten Anleihe- und Darlehenstransaktionen der Gemeinschaft.

Das vom EFWZ/EWI über Dreimonatsswaps mit jeder EG-Zentralbank, die das Abkommen vom 13. März 1979 unterzeichnet hat, und mit dem Institut Monétaire Luxembourgeois ausgegebene ECU-Volumen stieg von rund ECU 51 Mrd. am 1. April 1993 auf ECU 58 Mrd. am 31. März 1994. Die Ausweitung um ECU 7 Mrd. im Jahresverlauf war in erster Linie einem kräftigen Anstieg des Goldpreises in ECU und des Dollars gegenüber der ECU zuzuschreiben; dieser Zuwachs wurde teilweise durch eine geringfügige Reduzierung der von den EG-Zentralbanken eingebrachten US-Dollar- und Goldreserven wieder ausgeglichen.

<sup>2</sup> Zur Beschreibung der Struktur und der Aufgaben des EFWZ s. den 54. Jahresbericht, S. 179ff.

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<sup>3</sup> (Einzelheiten s. im 56., 57., 61. und 63. Jahresbericht, S. 188, S. 196, S. 221f. bzw. S. 225), so nahm der Agent im Berichtszeitraum weiterhin von den Schuldnern Griechenland und Italien die fälligen Zahlungen für Zinsen, Provisionen und Auslagen entgegen und leitete sie an die Anleihegläubiger der Gemeinschaft weiter.

Gestützt auf den Beschluß des Rates der Europäischen Gemeinschaften vom 18. Januar 1993 und im Rahmen der oben erwähnten Verordnung (EWG) Nr. 1969/88 gewährte die EG der Italienischen Republik ein Darlehen in vier Tranchen im Gesamtbetrag von ECU 8 Mrd. oder dem Gegenwert in anderen Währungen. Die erste Tranche von ECU 2 Mrd. war Italien im März 1993 zur Verfügung gestellt worden und umfaßte zwei Darlehen (s. 63. Jahresbericht, S. 225); die zweite Tranche wurde im November 1993 zur Verfügung gestellt und umfaßte die drei folgenden Darlehen: ein Darlehen über ECU 1 Mrd. 1993–2000 zu 6% p. a., ein Darlehen über DM 1 Mrd. 1993–98 zu 5½% p. a. und ein variabel verzinsliches Darlehen über ECU 475 Mio. 1993–98 (entsprechend der Anleihebegebung im gleichen Betrag zu 5½% p.a.). Die mit diesen drei Transaktionen zusammenhängenden Finanzgeschäfte wurden mit Wertstellung 3., 10. bzw. 26. November 1993 ausgeführt.

Am Endfälligkeitsdatum 25. Februar 1994 führte der Agent ferner mit Wertstellung am gleichen Tag die finanziellen Transaktionen im Zusammenhang mit der Rückzahlung des Darlehens über ECU 200 Mio. 1987–94 zu 7½% p. a. durch Griechenland durch (zweite Tranche des Darlehens über ECU 350 Mio. in zwei Tranchen); dieses Darlehen entsprach der zweiten Tranche der Notes-Emission in gleicher Höhe und mit gleicher Verzinsung.

Die nachstehende Tabelle gibt eine Übersicht über die per 31. März 1994 ausstehenden Gemeinschaftsdarlehen.

Ausstehende Gemeinschaftsdarlehen per 31. März 1994		
Schuldnerland	D-Mark	ECU
	Millionen	
Griechenland	536	740
Italien	3 900	1 975
Insgesamt	4 436	2 715

*b) Agent des Verrechnungs- und Saldenausgleichssystems für private ECU*

Seit Oktober 1986 ist die Bank als Agent des für private ECU errichteten Verrechnungs- und Saldenausgleichssystems tätig; diese Tätigkeit ist durch sukzes-

<sup>3</sup> Diese Verordnung ersetzte mit Wirkung vom 24. Juni 1988 die Verordnung (EWG) Nr. 682/81 vom 16. März 1981, die bis dahin die rechtliche Grundlage für die Tätigkeit des EFWZ im Zusammenhang mit den Anleihe- und Darlehenstransaktionen der Gemeinschaft gebildet hatte.

sive Vereinbarungen zwischen der ECU Banking Association (EBA) in Paris und der BIZ geregelt worden, deren jüngste am 15. September 1993 unterzeichnet wurde und in Kraft trat.<sup>4</sup> Die Mitgliedsbanken der EBA können aufgrund der von der EBA erarbeiteten Kriterien den Status einer Clearingbank erhalten. Am 21. März 1994 trat eine weitere Bank dem System bei, so daß es nun 45 Clearingbanken gibt.

#### *c) Treuhänder für internationale Staatsanleihen*

Die Bank erfüllt bestimmte Aufgaben als Treuhänder im Zusammenhang mit den Fundierungsschuldverschreibungen 1990–2010 aus der Dawes- und Young-Anleihe, die von der Regierung der Bundesrepublik Deutschland gemäß dem Londoner Abkommen über deutsche Auslandsschulden vom 27. Februar 1953 begeben wurden. Einzelheiten zu diesen Anleihebegebungen und den Aufgaben der Bank finden sich im 63. Jahresbericht, S. 225ff.

Die Deutsche Bundesbank als Zahlungsagent für sämtliche stückelosen Schuldverschreibungen aller Tranchen der Dawes- und Young-Anleihe teilte der Bank mit, daß sie am 3. April und 3. Oktober 1993 rund DM 7,5 Mio. an fälligen Zinsen sowie Zinsrückständen an die Inhaber der Schuldverschreibungen ausbezahlt hat. Die neu berechneten Einlösungswerte und Umrechnungsfaktoren für die genannten Zinsfälligkeiten wurden von der Bundesschuldenverwaltung im Bundesanzeiger veröffentlicht.

Hinsichtlich der Anwendung der Währungssicherungsklausel der Young-Anleihe durch die Bundesschuldenverwaltung hat die Bank erneut ihre früheren Vorbehalte geltend gemacht (s. den 50. Jahresbericht, S. 177ff. sowie die von der Bank in verschiedenen Wirtschaftszeitungen vom 30./31. Mai 1980 veröffentlichte Bekanntmachung) und bekräftigt, daß sich diese auch auf die Fundierungsschuldverschreibungen 1990–2010 erstrecken. Den Zahlungsagenten wurde geraten, entsprechende Vorsorgemaßnahmen zu treffen, um die Rechte der Schuldverschreibungsinhaber zu schützen. Weitere Einzelheiten finden sich in den Bekanntmachungen, die die Deutsche Bundesbank u. a. im Bundesanzeiger Nr. 192 vom 12. Oktober 1993 (S. 9459) veröffentlicht hat.

#### *d) Pfandhalter für brasilianische Anleihen*

Am 15. April 1994 übernahm die BIZ neue Aufgaben im Zusammenhang mit der Umstrukturierung brasilianischer Auslandsschulden, der Brasilien im November 1993 zugestimmt hatte. Gemäß zweier Pfandverträge ist die BIZ als Pfandhalter mit dem Halten und der Anlage von Sicherheiten betraut, die zugunsten der Inhaber bestimmter US-Dollar-Anleihen gestellt wurden. Diese Anleihen haben eine Laufzeit von 15 bzw. 30 Jahren und sind von Brasilien im Rahmen der Umschuldungsvereinbarungen ausgegeben worden.

### **3. Multilaterale Finanzhilfe für Zentralbanken**

Im Geschäftsjahr 1993/94 wurde nur eine einzige sehr kurzfristige Fazilität bereitgestellt, nämlich zugunsten der Zentralbank der ehemaligen jugoslawischen

<sup>4</sup> Zur Beschreibung der Struktur und Funktionsweise des Verrechnungssystems s. den 56. Jahresbericht, S. 189f.

Republik Mazedonien. Diese Transaktion erfolgte in Form eines Überbrückungskredits im Betrag von US-\$ 30 Mio. und war mit Transaktionen der Weltbank verknüpft; sie wurde von einer Gruppe von Zentralbanken garantiert.

#### 4. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank, die beide in Goldfranken<sup>5</sup> erstellt wurden, sind – mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen – am Ende dieses Berichts abgedruckt.

Am Ende des Geschäftsjahres 1993/94, d. h. per 31. März 1994, betrug die Bilanzsumme GFr. 64 975 713 443  
 gegenüber einer Vorjahressumme von GFr. 59 966 449 459  
 Dies ergibt eine Zunahme von GFr. 5 009 263 984  
 oder 8%, verglichen mit GFr. 12 Mrd. oder 25% im Vorjahr.

Die Zunahme ist auf einen Anstieg der Währungseinlagen zurückzuführen; die Goldeinlagen gingen dagegen zurück. Die Auswirkungen von Wechselkursveränderungen waren gemessen in Goldfranken gering; sie betrafen die auf andere Währungen als den US-Dollar lautenden Bilanzposten. Im Verlauf des Geschäftsjahres büßte die D-Mark 2,9%, das Pfund Sterling 0,5% und die ECU 3,4% gegenüber dem Goldfranken ein; hingegen festigte sich der Schweizer Franken um 5,6% und der Yen um 13,2%. Ohne diese Wechselkurseffekte wäre der Anstieg der Bilanzsumme um rund GFr. 150 Mio. höher ausgefallen.

BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf Geschäftsjahren			
Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Bilanzsumme	Veränderung gegen Vorjahr	
	Millionen Goldfranken		Prozent
1990	41 291	– 943	– 2
1991	45 719	+ 4 428	+ 11
1992	47 961	+ 2 242	+ 5
1993	59 966	+ 12 005	+ 25
1994	64 976	+ 5 010	+ 8

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 Währungsinstituts ergeben;
- das für Rechnung von verschiedenen Einlegern verwahrte Gold, dessen Gesamtwert sich per 31. März 1994 auf GFr. 960 Mio. belief, gegenüber GFr. 1 059 Mio. am 31. März 1993.

<sup>5</sup> Der Goldfranken (abgekürzt GFr.) entspricht 0,290 322 58... Gramm Feingold – Artikel 4 der Statuten. Aktiva und Passiva in US-Dollar werden zu US-\$ 208 je Feinunze Gold (entspricht 1 Goldfranken = US-\$ 1,941 49...) umgerechnet, alle anderen auf Währungen lautenden Bilanzposten zu den Marktkursen gegenüber dem US-Dollar.

## Passiva (Mittelaufkommen)

BIZ: Struktur der Passiva in den letzten fünf Geschäftsjahren (nach Verwendung des Reingewinns aus dem Geschäftsjahr gemäß Vorschlag an die ordentliche Generalversammlung)				
Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Eingezahltes Kapital, Reserven	Fremdmittel	Sonstige Passiva	Bilanzsumme
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
1993	1 745	56 515	1 706	59 966
1994	1 842	61 226	1 908	64 976

### 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*

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. 732 216 157

Dieser Wert ergibt sich nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 29,1 Mio. aus dem Reingewinn (gemäß Artikel 51(3) der Statuten); am 31. März 1993 hatte dieser Fonds GFr. 703,1 Mio. enthalten.

3. *Besonderer Dividenden-Reservefonds* GFr. 50 530 055

Dieser Fonds soll durch eine Zuführung von GFr. 3 Mio. aus dem Reingewinn von GFr. 47,5 Mio. auf GFr. 50,5 Mio. erhöht werden.

4. *Freier Reservefonds* GFr. 733 666 872

Dieser Wert ergibt sich nach der vorgeschlagenen Erhöhung um GFr. 64,9 Mio.; im Vorjahr hatte dieser Fonds GFr. 668,8 Mio. betragen.

Am 31. März 1994 belaufen sich die Reserven der Bank somit insgesamt auf GFr. 1 546 483 397

verglichen mit GFr. 1 449,5 Mio. am 31. März 1993; aus dem Reingewinn des Geschäftsjahres 1993/94 wird den Reserven ein Gesamtbetrag von GFr. 97 Mio. zugewiesen (Vorjahr: GFr. 101 Mio.).

## B. Fremdmittel

In den beiden nachstehenden Tabellen sind die Fremdmittel der Bank nach Herkunft bzw. Sachkategorien und Restlaufzeit gegliedert.

BIZ: Fremdmittel (Herkunft)			
Herkunft	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1993	1994	
	Millionen Goldfranken		
Einlagen von Zentralbanken	54 686	59 211	+ 4 525
Einlagen von anderen Einlegern	1 829	2 015	+ 186
Zusammen	56 515	61 226	+ 4 711

Der Gesamtbetrag der Fremdmittel – Gold- und Währungseinlagen – stieg um 8% an, verglichen mit 26% im Vorjahr. Der Zuwachs war hauptsächlich einer Erhöhung der Einlagen von Zentralbanken (+ 8%) zuzuschreiben, aber auch einer Ausweitung der Einlagen anderer Einleger (+ 10%).

Der Anteil der „Einlagen von Zentralbanken“ an den gesamten Fremdmitteln veränderte sich kaum; er betrug 96,7% nach 96,8% im Vorjahr; der Anteil anderer Einleger (vornehmlich internationale Institutionen) erhöhte sich somit sehr geringfügig von 3,2% auf 3,3%.

Der Zuwachs der Währungseinlagen war in erster Linie den Einlagen in US-Dollar zuzuschreiben. Die Einlagen in D-Mark und Pfund Sterling gingen zurück. Im Verlauf des Geschäftsjahres waren die Schwankungen der Einlagenbestände jeder einzelnen Währung beträchtlich.

69% der Währungseinlagen lauten auf US-Dollar, 18% auf D-Mark und 4% auf ECU. Die Anteile aller übrigen Währungen sind kleiner.

Die Goldeinlagen gingen um 7% zurück, und die Währungseinlagen erhöhten sich um 9,6%. Der Anteil der Goldeinlagen an den gesamten Fremdmitteln beträgt somit 6,6%, verglichen mit 7,7% am 31. März 1993; der Anteil der Währungseinlagen ist auf 93,4% gestiegen (Vorjahr: 92,3%).

BIZ: Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeit)									
Laufzeit	Goldeinlagen			Währungseinlagen			Insgesamt		
	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1993	1994		1993	1994		1993	1994	
Millionen Goldfranken									
Auf Sicht	4 334	3 927	– 407	1 845	1 233	– 612	6 179	5 160	– 1 019
Bis zu 3 Monaten	30	44	+ 14	49 437	53 951	+ 4 514	49 467	53 995	+ 4 528
Mehr als 3 Monate	3	90	+ 87	866	1 981	+ 1 115	869	2 071	+ 1 202
Zusammen	4 367	4 061	– 306	52 148	57 165	+ 5 017	56 515	61 226	+ 4 711

Die Sichteinlagen nahmen um 33,2% ab, während die Einlagen von bis zu drei Monaten um 9,1% anstiegen; die Einlagen mit längerer Laufzeit haben sich mehr als verdoppelt.

Schlüsselt man alle Einlagen nach Laufzeiten auf, so machen die Sichteinlagen 8,4% der gesamten Fremdmittel aus, die Einlagen mit Laufzeiten von bis zu drei Monaten 88,2% und die Einlagen mit Laufzeiten von mehr als drei Monaten 3,4%. Die entsprechenden Vorjahreswerte betragen 10,9%, 87,5% und 1,6%.

a) *Goldeinlagen* GFr. 4 061 111 651

verglichen mit GFr. 4 367 Mio. am 31. März 1993. Dieser Posten verzeichnete einen noch stärkeren Rückgang als im Vorjahr.

Der Rückgang um GFr. 306 Mio. ist auf die Abnahme der Sichteinlagen zurückzuführen, die durch eine Zunahme der Termineinlagen in Gold teilweise ausgeglichen wurde.

b) *Währungseinlagen* GFr. 57 164 913 520

verglichen mit GFr. 52 148 Mio. am 31. März 1993. Der Anstieg um GFr. 5 017 Mio. spiegelt vor allem die Zunahme der Einlagen von bis zu drei Monaten wider.

### C. *Sonstige Verbindlichkeiten*

Die sonstigen Verbindlichkeiten beliefen sich insgesamt auf GFr. 1 907 510 750 verglichen mit GFr. 1 706 Mio. ein Jahr zuvor. In diesem Betrag enthalten sind die Posten „Vorsorgesystem des Personals“, „Verschiedenes“ und „Dividende, zahlbar am 1. Juli 1994“.

a) *Vorsorgesystem des Personals* GFr. 200 202 916

verglichen mit GFr. 172 Mio. am 31. März 1993. Dieser Posten, der während des Geschäftsjahres regelmäßig erhöht wird, stellt die Verpflichtung der Bank aus dem Pensionssystem des Personals dar; er lautet auf Schweizer Franken.

b) *Verschiedenes* GFr. 1 666 213 037

verglichen mit GFr. 1 495 Mio. im Vorjahr.

c) *Dividende, zahlbar am 1. Juli 1994* GFr. 41 085 797

Die Dividende je Aktie war im Vorjahr von sfr 200 auf sfr 240 erhöht worden; sie beträgt in diesem Jahr unverändert sfr 240. Der Gegenwert in Goldfranken soll dem Reingewinn des Geschäftsjahres 1993/94 entnommen werden; im Vorjahr betrug diese Entnahme GFr. 38,9 Mio. Die Differenz erklärt sich aus Wechselkursveränderungen.

Der in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesene Reingewinn für das Geschäftsjahr 1993/94 beträgt vor Entnahme der Dividende GFr. 138,1 Mio.

Der verbleibende Reingewinn von GFr. 97 Mio. soll gemäß Artikel 51 der Statuten verwendet werden. Nähere Angaben zur Gewinnverwendung finden sich in Abschnitt 5 dieses Kapitels.

Im Vorjahr hatte der Reingewinn GFr. 139,9 Mio. betragen.

## Aktiva (Mittelverwendung)

In der nachstehenden Tabelle sind die wichtigsten Aktiva nach Sachkategorien zusammengestellt:

BIZ: Aktiva (Sachkategorien)						
Aktiva	Ende des Geschäftsjahres am 31. März				Veränderung	
	1993		1994			
Millionen Goldfranken						
Kassenmittel						
Gold	4 727		4 338		- 389	
Währungen	8	4 735	12	4 350	+ 4	- 385
Schatzwechsel	2 175		3 511		+ 1 336	
Terminguthaben und Kredite						
Gold	413		580		+ 167	
Währungen	41 184	41 597	41 370	41 950	+ 186	+ 353
Staats- und andere Wertpapiere	11 428		15 088		+ 3 660	
Verschiedenes	31		77		+ 46	
Zusammen						
Gold	5 140		4 918		- 222	
Währungen	54 826	59 966	60 058	64 976	+ 5 232	+ 5 010

Aus der Tabelle geht hervor, daß die Goldaktiva abnahmen und die Währungsaktiva sich erhöhten. Sie entwickelten sich somit in gleicher Richtung wie die entsprechenden Passiva.

a) *Kassenmittel in Gold* GFr. 4 338 320 401

verglichen mit GFr. 4 727 Mio. im Vorjahr. Der Rückgang dieses Postens um GFr. 389 Mio. ist weitgehend dem Rückgang der Goldverbindlichkeiten, aber auch den am Markt getätigten Anlagen zuzuschreiben (Posten d).

b) *Kassenbestand und Sichtguthaben in Währungen* GFr. 12 021 055

verglichen mit GFr. 8 Mio. am 31. März 1993.

c) *Schatzwechsel* GFr. 3 510 671 575

gegenüber GFr. 2 175 Mio. ein Jahr zuvor. Umfang und Zusammensetzung dieses Portfolios können erheblich schwanken. Schatzwechsel werden an verschiedenen Märkten erworben.

d) *Terminguthaben und Kredite* GFr. 41 950 211 324

Am 31. März 1993 hatte dieser Posten, der die Gold- und die Währungsgeschäfte zusammenfaßt, GFr. 41 597 Mio. betragen, so daß sich ein Zuwachs von lediglich GFr. 353 Mio. ergibt.

– In Gold GFr. 579 775 726  
 verglichen mit GFr. 413 Mio. im Vorjahr.

– In Währungen GFr. 41 370 435 598  
 verglichen mit GFr. 41 184 Mio. im Vorjahr.

Der Anstieg dieses Postens hing, wie jener der „Schatzwechsel“ (Posten c) und der „Staats- und anderen Wertpapiere“ (Posten e), mit der Zunahme der Währungsposten auf der Passivseite zusammen.

e) *Staats- und andere Wertpapiere* GFr. 15 087 920 103  
 verglichen mit GFr. 11 428 Mio. im Vorjahr. Der Wert dieses Portfolios schwankte im Verlauf des Geschäftsjahres erheblich. Es besteht aus Wertpapieren, insbesondere Schatzanleihen und Commercial Paper, die auf verschiedenen Märkten erworben werden.

Die wichtigste Veränderung bei der Währungszusammensetzung der Aktiva der Bank war der weitere Anstieg der auf US-Dollar lautenden Posten, die den Hauptanteil ausmachen.

Die Aktiva und die Passiva in Gold nahmen um GFr. 222 Mio. bzw. GFr. 306 Mio. ab. Die Differenz von GFr. 84 Mio. entspricht dem Anstieg der Goldtermingeschäfte, die weiter unten erwähnt werden.

In der nachstehenden Tabelle sind die Aktiva „Terminguthaben und Kredite“ (in Gold und Währungen) und „Staats- und andere Wertpapiere“ nach der Restlaufzeit zusammengestellt.

BIZ: „Terminguthaben und Kredite“ sowie „Staats- und andere Wertpapiere“ nach Restlaufzeit			
Restlaufzeit	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1993	1994	
	Millionen Goldfranken		
Bis zu 3 Monaten	43 649	43 704	+ 55
Mehr als 3 Monate	9 376	13 334	+ 3 958
Zusammen	53 025	57 038	+ 4 013

Die Anlagen mit einer Laufzeit von bis zu drei Monaten veränderten sich nur wenig, sie erhöhten sich um lediglich GFr. 55 Mio.; die längerfristigen Anlagen dagegen stiegen um GFr. 3 958 Mio. oder 42%.

Ein Vergleich der jeweiligen Anteile am Gesamtbetrag ergibt, daß die Anlagen mit Laufzeiten bis zu drei Monaten 76,6% ausmachen (Vorjahr: 82,3%), jene über mehr als drei Monate 23,4% (Vorjahr: 17,7%).

f) *Verschiedenes* GFr. 76 568 985  
 verglichen mit GFr. 31,5 Mio. am 31. März 1993.

### Goldtermingeschäfte

Diese Geschäfte erscheinen in der Bilanz in Anmerkung 2. Sie ergaben einen negativen Saldo von GFr. 195 074 876 verglichen mit einem ebenfalls negativen Saldo von GFr. 111 Mio. im Vorjahr. Diese Geschäfte verzeichneten somit einen deutlichen Zuwachs.

## 5. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1994 abgelaufene 64. Geschäftsjahr schloß mit einem Geschäftsüberschuß von GFr. 145 227 801 (Vorjahr: GFr. 162 427 719). Im Rückgang des Geschäftsüberschusses schlägt sich vor allem das gegenüber dem Vorjahr niedrigere Zinsniveau für die wichtigsten Währungen nieder; dadurch verringerten sich die Zinseinkünfte auf die Eigenmittel der Bank in Währungen, und auch die Handelsspannen bei ihren Fremdmitteltransaktionen wurden enger.

Der Geschäftsüberschuß ergibt sich nach Abzug von GFr. 50 450 402 für Verwaltungskosten; gegenüber dem Vorjahresbetrag von GFr. 49 255 621 entspricht dies einem Zuwachs von 2,4%. Der Anstieg wäre größer gewesen, wenn sich nicht Wechselkursänderungen ausgewirkt hätten, insbesondere die im Lauf des Geschäftsjahres meist niedrigere Bewertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Goldfranken. In Schweizer Franken – der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank anfallen – betrug der Zuwachs rund 6%.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, GFr. 3 274 041 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten zuzuweisen sowie – mittels Zuweisung von weiteren GFr. 3 867 963 – die Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung zu erhöhen, deren Zweck die Deckung der Kosten für den Unterhalt der Bankgebäude und die Finanzierung der laufenden Investitionsvorhaben ist. Nach diesen Zuweisungen beträgt der Reingewinn GFr. 138 085 797, verglichen mit GFr. 139 895 417 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. 138 085 797 wie folgt zu verwenden:

- GFr. 41 085 797 zur Zahlung einer Dividende von sfr 240 je Aktie;
- GFr. 29 100 000 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
- GFr. 3 000 000 zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds;
- GFr. 64 900 000, 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 1994 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1994 im Aktienregister der Bank eingetragen sind.

Die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung sowie eine Aufstellung über die Veränderung der Reserven der Bank während des Geschäftsjahres befinden 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 – auf der in Anmerkung 1 beschriebenen Grundlage – eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1994 und ihres Gewinns für das an diesem Tag endende Geschäftsjahr geben. Der Bestätigungsvermerk steht am Ende der Bilanz.

## 6. Aktionärszentralbanken

Nach der Auflösung der Tschechoslowakischen Föderalistischen Republik und der Gründung einer unabhängigen Tschechischen Republik und einer unabhängigen Slowakischen Republik mit Wirkung vom 1. Januar 1993 traten die beiden Nachfolgezentralbanken der früheren tschechoslowakischen Zentralbank an die BIZ heran, um eine einvernehmliche Teilung der tschechoslowakischen Ausgabe des Aktienkapitals der Bank zu erreichen. In einer außerordentlichen Generalversammlung der Bank, die am 14. Juni 1993 unmittelbar vor der ordentlichen Generalversammlung stattfand, wurde daher die tschechoslowakische Ausgabe annulliert, und gleichzeitig wurde die entsprechende Anzahl neuer Aktien, die die tschechische bzw. die slowakische Ausgabe bildeten, an die Česká Národní Banka bzw. die Národná Banka Slovenska ausgegeben.

## 7. Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion

Herr Bengt Dennis legte am 31. Dezember 1993 nach Ablauf der dreijährigen Amtszeit seine Ämter als Vorsitzender des Verwaltungsrats und Präsident der Bank nieder. Der Verwaltungsrat wählte Herrn Dr. W.F. Duisenberg, den Präsidenten der De Nederlandsche Bank, mit Wirkung vom 1. Januar 1994 für die Dauer von drei Jahren zum Nachfolger von Herrn Dennis in diesen beiden Ämtern.

Lord Richardson of Duntisbourne legte Ende Juni 1993 sein Amt als Mitglied des Verwaltungsrats nieder und gab damit auch seine Position als Stellvertretender Vorsitzender auf. Am 1. Juli 1993 folgte Herr Edward A.J. George Herrn Robert Leigh-Pemberton als Gouverneur der Bank of England nach und wurde damit an seiner Stelle Ex-officio-Mitglied des Verwaltungsrats. Herr George ernannte Herrn Leigh-Pemberton (jetzt Lord Kingsdown) mit Wirkung vom 1. Juli 1993 zum Mitglied des Verwaltungsrats als Nachfolger von Lord Richardson of Duntisbourne.

In seiner Sitzung vom 14. September 1993 wählte der Verwaltungsrat Herrn Dr. Lamberto Dini mit Wirkung von diesem Tag für die Dauer von drei Jahren zum Stellvertretenden Vorsitzenden des Verwaltungsrats.

Herr Jacques de Larosière schied am 15. September 1993 aus dem Verwaltungsrat aus, als er sein Amt als Gouverneur der Banque de France niederlegte. Sein Nachfolger in diesem Amt, Herr Jean-Claude Trichet, wurde mit Wirkung vom 16. September 1993 Ex-officio-Mitglied des Verwaltungsrats. Herr Prof. Dr. Helmut Schlesinger legte Ende September 1993 sein Amt als Präsident der Deutschen Bundesbank nieder. Sein Nachfolger in diesem Amt, Herr Dr. Hans Tietmeyer, wurde mit Wirkung vom 1. Oktober 1993 Ex-officio-Mitglied des Verwaltungsrats. Am 30. September 1993 schied Herr Prof. Dr. Leonhard Gleske aus dem Verwaltungsrat aus. Zu dessen Nachfolger ernannte Herr

Dr. Tietmeyer mit Wirkung vom 1. Oktober 1993 Herrn Prof. Dr. Schlesinger. Herr Urban Bäckström wurde mit Wirkung vom 1. Januar 1994 als Nachfolger von Herrn Dennis in den Verwaltungsrat gewählt. Herr Dr. Dini und Herr Philippe Wilmès wurden im September 1993 bzw. Februar 1994 als Mitglieder des Verwaltungsrats bestätigt. Herr Dr. Duisenberg wurde im März 1994 wiedergewählt.

Im Oktober 1993 ernannte Herr Dr. Tietmeyer, Präsident der Deutschen Bundesbank, Herrn Helmut Schieber zu seinem Stellvertreter, und im November 1993 ernannte Herr Dr. Antonio Fazio, Gouverneur der Banca d'Italia, Herrn Dr. Stefano Lo Faso zu seinem Stellvertreter bei Abwesenheit von Herrn Dr. Carlo Santini. Im März 1994 schließlich ernannte Herr George, Gouverneur der Bank of England, Herrn W. A. Allen zu seinem Stellvertreter bei Abwesenheit von Herrn T. A. Clark.

Was die Direktion der Bank anbelangt, so gab Herr Alexandre Lamfalussy Ende Dezember 1993 sein Amt als Generaldirektor ab. Sein Nachfolger wurde am 1. Januar 1994 Herr Andrew D. Crockett. Herr Dr. Gunter D. Baer und Herr Guy Noppen wurden mit Wirkung vom März 1994 zu Direktoren im Generalsekretariat ernannt und Herr Dr. W. R. White mit Wirkung vom Juni 1994 zum Direktor in der Währungs- und Wirtschaftsabteilung. Herr Dr. Kurt Spinnler, Stellvertretender Direktor, und Herr Robert von Werra, Beigeordneter Direktor, traten Ende Dezember 1993 in den Ruhestand.

## Schlußbemerkungen

Während die Erholung von der hartnäckigen Rezession immer mehr Industrieländer erfaßt, sieht sich die Wirtschaftspolitik sowohl vor eine kurzfristige als auch vor eine längerfristige Aufgabe gestellt. Kurzfristig muß sie einer Belebung der Nachfrage Raum geben, ohne die Glaubwürdigkeit ihrer grundlegenden antiinflationären Ausrichtung zu beeinträchtigen. Längerfristig müssen strukturelle Verbesserungen in den industrialisierten Volkswirtschaften durchgesetzt werden, damit die Geißel der Arbeitslosigkeit wirksamer bekämpft werden kann und Überhitzungs- und Rezessionstendenzen im zyklischen Auf und Ab gemildert werden können. Was die Entwicklungsländer betrifft, so hat eine wachsende Anzahl von ihnen bewiesen, daß die richtige Politik auch in einem ungünstigen internationalen Umfeld zu guten Ergebnissen führen kann. Es kommt darauf an, aus ihren Erfahrungen zu lernen, damit auch anderen Ländern eine Verbesserung der Investitionstätigkeit, der Beschäftigung und des Wachstums gelingen kann.

Der größte Lichtblick der jüngsten Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern war die niedrige Inflationsrate, die – neben günstigen Terms of Trade und der Konjunkturschwäche – vor allem der Beharrlichkeit der Geldpolitik zu danken war. Auf diese Weise konnten die kostensteigernden Faktoren ausgeschaltet werden, die oftmals die Inflation auch dann noch hoch halten, wenn der unmittelbare Druck der Übernachfrage nachgelassen hat. Aber gleichwohl wird die Frage nach dem Nutzen dieses Erfolgs gestellt: In welcher Weise wird die günstige Preisentwicklung – sofern sie aufrechterhalten werden kann – die Aussichten für Wachstum und Beschäftigung auf längere Sicht verbessern?

Das Streben nach größerer Preisstabilität entsprang den Erfahrungen mit den massiven Kosten der Inflation. Die Inflation kann zur Enteignung der Sparer führen und unterminiert tendenziell sowohl den Willen zu sparen als auch die Fähigkeit zu investieren. Sie verzerrt die Preisstruktur, von der die Verteilung der Ressourcen bestimmt wird; die Folge ist, daß zu viele Ressourcen in Anlagen fließen, die zwar Schutz vor der Inflation bieten, aber nicht notwendigerweise zur Steigerung der gesamtwirtschaftlichen Produktivität beitragen. Die der Inflation innewohnende Tendenz zur Beschleunigung verstärkt die Unsicherheit und führt zu Verzerrungen der langfristigen Zinsen und der Wechselkurse. Früher oder später zwingen diese nachteiligen Effekte die Verantwortlichen, restriktive Maßnahmen zu ergreifen, die auf kurze Sicht die wirtschaftliche Aktivität und die Beschäftigungsentwicklung dämpfen. Die Erfahrung der siebziger Jahre – inzwischen durch weitere Erkenntnisse aus den Entwicklungsländern ergänzt – scheint zu bestätigen, daß Länder mit einer günstigeren Preisentwicklung allgemein mehr Erfolg damit haben, ein dauerhaftes Wachstum zu erzielen.

Das bedeutet allerdings nicht, daß Maßnahmen zur Wahrung der Preisstabilität unbedingt auch die Unterstützung der Öffentlichkeit finden. In dem Maße, wie die Erinnerung an die Kosten der Inflation schwindet, verbreitet sich unvermeidlich wieder die Vorstellung, daß Produktion und Beschäftigung gesteigert werden könnten, wenn man nur eine geringfügig höhere Inflationsrate zuließe. Die unbestrittene Existenz eines kurzfristigen Trade-off zwischen Inflation und Produktionswachstum kann über die Tatsache hinwegtäuschen, daß es längerfristig einen solchen Trade-off nicht gibt. Damit kommt den Zentralbanken die besondere Verantwortung zu, immer wieder die guten Gründe für die Politik der Preisstabilität und die Konsequenzen einer Abweichung darzulegen. Die Verringerung der Inflation ist stets ein langwieriger und schmerzhafter Prozeß; es lohnt sich daher, an der einmal erreichten Preisstabilität mit allen Kräften festzuhalten. Um die Zentralbanken weniger den Stimmungsschwankungen in der Öffentlichkeit auszusetzen, hat man ihnen in vielen Ländern größere Verantwortung für den Erhalt der Preisstabilität übertragen und sie damit besser gegenüber den kurzfristigen Erfordernissen des politischen Prozesses abgesichert.

Das konsequente Festhalten an einer Geldpolitik mit eindeutig definierten Prioritäten – im Rahmen dessen, was die Geldpolitik zu leisten vermag – ist mit der Vertiefung und Internationalisierung der Finanzmärkte noch wichtiger geworden. Es ist nicht immer leicht abzuschätzen, wie die Märkte für die längerfristigen Instrumente, die für Investitionsentscheidungen von besonderer Bedeutung sind, auf geldpolitische Schritte reagieren werden. Die Marktteilnehmer versuchen, aus den einzelnen geldpolitischen Entscheidungen längerfristige Implikationen abzuleiten. Je nachdem, inwieweit die Märkte eine bestimmte Änderung der kurzfristigen Zinssätze als dauerhaft beurteilen, können sich die Renditen am langen Ende in dieselbe Richtung, aber auch entgegengesetzt entwickeln. Dies unterstreicht die Bedeutung einer klaren mittelfristigen Orientierung für die Geldpolitik. Aber es macht den Zentralbanken die Entscheidung über den angemessenen Einsatz der geldpolitischen Instrumente nicht leichter, zumal die traditionellen Indikatoren an Zuverlässigkeit eingebüßt haben.

Der dunkelste Aspekt der jüngsten Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern ist die hohe und in manchen Fällen weiterhin steigende Arbeitslosigkeit. Immer häufiger wird die Frage gestellt, was die Wirtschaftspolitik falsch macht, daß sie nicht in der Lage ist, eine Arbeitslosigkeit dieses Ausmaßes von vornherein zu verhindern oder sie wieder zu beseitigen. Es dürfte kaum überraschen, daß viele Beobachter die konjunkturelle Nachfrageschwäche für die derzeitige Arbeitslosenquote verantwortlich machen und folglich eine Stimulierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage für das wirksamste Gegenmittel halten, selbst wenn diese einen gewissen Anstieg der Basisinflation mit sich bringt.

Ohne Zweifel ist die Arbeitslosigkeit zu einem erheblichen Teil auch konjunkturell bedingt. Aber die verschiedenen Untersuchungen, auf die im vorliegenden Bericht Bezug genommen wurde, führen zu dem Schluß, daß der längerfristige Trend der Arbeitslosigkeit nicht in erster Linie auf die stabilitätsorientierte makroökonomische Politik zurückzuführen ist, sondern auf strukturelle Rigiditäten, die das effiziente Funktionieren des Arbeitsmarktes

verhindern. Positiv ausgedrückt: Die Arbeitsmärkte sollten so sein, daß jeder Beschäftigung finden kann, der fähig und willens ist, für den seinem Können entsprechenden Marktlohn zu arbeiten. In der Praxis haben sich jedoch gesetzliche und andere Regelungen, die ursprünglich zum Schutz der Beschäftigten gedacht waren, als nachteilig für die Arbeitslosen erwiesen, und Maßnahmen, die die Auswirkungen der vorübergehenden Arbeitslosigkeit mildern sollten, tragen nur allzu oft zu ihrer Verlängerung bei. Die Korrelation zwischen dem Ausmaß der verschiedenartigen Rigiditäten an den Arbeitsmärkten und der Höhe der Arbeitslosigkeit wird weltweit immer deutlicher sichtbar.

Dies stellt die Ordnungs- und Strukturpolitik vor eine große Herausforderung. Für die Reformaussichten ist es nicht förderlich, daß die bestehenden Regelungen oft durch einen starken sozialen Konsens gestützt werden. Sie verkörpern zu einem großen Teil das, was noch immer als bedeutende soziale Errungenschaft gilt. Nur selten werden sie von der allgemeinen Öffentlichkeit als Hindernis empfunden, das der Effizienz der Arbeitsmärkte im Wege steht und für die starke Belastung der öffentlichen Haushalte und vermeidbare soziale Härten eine beträchtliche Mitverantwortung trägt.

Wie schwierig es ist, an dieser Einstellung etwas zu ändern, ist offensichtlich. Es scheint kaum eine andere Möglichkeit zu geben, als geduldig den ökonomischen Zusammenhang von Ursache und Wirkung zu erklären, um so die Öffentlichkeit auf die Strukturanpassungen vorzubereiten, die notwendig sind, wenn das Übel der Arbeitslosigkeit mit dauerhaftem Erfolg bekämpft werden soll.

In der öffentlichen Meinung ist das Thema Arbeitsplätze eng – wenn auch nicht unbedingt zutreffend – mit der internationalen Wettbewerbsfähigkeit verknüpft. Die Debatte über die Ursachen und Konsequenzen des Wandels in der internationalen Wettbewerbsfähigkeit wurde vor allem durch das spektakuläre exportgestützte Wachstum so vieler ost- und südostasiatischer Länder angeheizt. Die jüngsten Verschiebungen der Wachstumszentren und der industriellen Aktivität stehen ganz offensichtlich nicht im Zusammenhang mit den vorhandenen natürlichen Ressourcen, sondern sind auf die Strategien der Wirtschaftspolitik, und zwar der Ordnungs-, Struktur- und makroökonomischen Politik, zurückzuführen.

Der Erfolg der ostasiatischen Volkswirtschaften und die Tatsache, daß diese ihren Marktanteil in den traditionellen Industrieländern bei vielen Produktgruppen beträchtlich vergrößern konnten, haben zu einer Verstärkung protektionistischer Tendenzen beigetragen. Gelegentlich spielte dabei auch die Behauptung eine Rolle, es gebe hier gewissermaßen einen „unlauteren“ Wettbewerb, weil die Löhne in den Entwicklungsländern niedriger seien als in Europa und Nordamerika. Solche Auffassungen bedeuten eine weitere Herausforderung für die Politiker. Nur bei einer sehr oberflächlichen Betrachtung verursacht die zunehmende Industrialisierung der Entwicklungsländer tatsächlich Arbeitslosigkeit in den „alten“ Industrieländern, denn insgesamt importieren die jungen Industrieländer genausoviel, wie sie exportieren. Somit ist die Expansion der weltweiten Industriekapazitäten potentiell für alle von Vorteil, und das um so mehr, je größere Entfaltungsmöglichkeiten dem internationalen Wettbewerb gegeben werden. Das Abkommen der Uruguay-Runde ist in dieser Hinsicht von

zentraler Bedeutung, auch wenn noch entschlossene Bemühungen notwendig sind, um bestimmte darin enthaltene Punkte genauer zu klären und um zu verhindern, daß es nach dem Inkrafttreten Rückschläge gibt. Um die sich bietenden Chancen tatsächlich nutzen zu können, ist freilich Flexibilität erforderlich: Die anpassungsfähigeren Volkswirtschaften werden am stärksten profitieren.

Damit ausländische Investoren bereit sind, Mittel in bestimmte Länder zu transferieren, muß in erster Linie das wirtschaftliche Umfeld stimmen. Dank umfassender Reformen sind viele Entwicklungsländer für Investitionen attraktiv geworden. Die massiven Kapitalströme sowohl nach Asien als auch nach Lateinamerika waren eines der bemerkenswertesten Phänomene der frühen neunziger Jahre, wenngleich damit in den beiden Regionen ganz unterschiedliche Erfahrungen verbunden waren. In Asien gingen die Kapitalzuflüsse mit einer hohen Investitionsquote einher, während diese in Lateinamerika erst vor kurzem zu steigen begann und noch immer relativ niedrig ist. Da die Gefahr einer Umkehr der Kapitalströme Druck auf die Wirtschaftspolitik ausübt, die gesamtwirtschaftliche Stabilität zu wahren und die Reformen auf der mikroökonomischen Ebene fortzusetzen, ist der Anreiz für die Regierungen, an ihrem Reformkurs festzuhalten, mit der stärkeren Nutzung von Auslandskapital größer geworden.

Aber in einer Reihe von Entwicklungsländern und Volkswirtschaften im Übergang bleibt noch eine Menge zu tun. China ist es trotz seiner beeindruckenden Wirtschaftsleistung in den letzten Jahren noch nicht gelungen, die Grundprobleme der makroökonomischen Steuerung zu meistern, auch wenn die Einführung eines einheitlichen Wechselkurses ein wichtiger Schritt in diese Richtung war. In Brasilien haben die Behörden ein ehrgeiziges Stabilisierungsprogramm vorgelegt, das aber nur dann zum Erfolg führen wird, wenn es mit überzeugendem und beharrlichem Engagement umgesetzt wird. Indien hat einen entschlossenen Bruch mit seiner bisherigen Politik vollzogen und einen außenwirtschaftlich orientierten Kurs eingeschlagen. Auch hier müssen jedoch die Bemühungen noch eine Reihe von Jahren fortgesetzt werden, wenn sich die neue Strategie schließlich selbst tragen soll.

In Osteuropa haben einige Länder jetzt offensichtlich das Schlimmste überstanden, und ihr Einkommen hat wieder zu steigen begonnen. In keinem Fall hat die Produktion jedoch schon wieder das frühere Niveau erreicht, wenngleich sich die Qualität verbessert haben dürfte. Andere Länder der Region kämpfen noch immer um die Wiederherstellung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität, während der Mangel an Stabilisierungsmaßnahmen in den meisten GUS-Ländern weiterhin die Reformbemühungen behindert und sich Produktion und Beschäftigung immer noch rückläufig entwickeln. Viele afrikanische Entwicklungsländer verzeichnen nach wie vor ein sinkendes Pro-Kopf-Einkommen. Einige in letzter Zeit durchgeführte Änderungen verheißen allerdings Besserung für die nächsten Jahre. Durch den realistischeren Wechselkurs des CFA-Franc dürften sich die Exportchancen der betreffenden Länder vergrößern. Auch in Nordafrika hat eine Reihe von Ländern Maßnahmen ergriffen, um einen angemesseneren Wechselkurs herbeizuführen. Im Anschluß an die ersten Wahlen in Südafrika auf der Basis des allgemeinen Wahlrechts wurde eine neue Regierung gebildet, die

sich sowohl zur freien Marktwirtschaft als auch zu einem politischen Reformkurs bekannt hat. Wenn diese Richtung beibehalten werden kann, dann dürfte nach vielen Jahren der Wirtschaftssanktionen nun wieder ausländisches Kapital ins Land fließen.

Das letzte Thema, das in diesen Schlußbemerkungen angesprochen werden soll, ist die Stabilität der Finanzmärkte vor dem Hintergrund einer immer größeren Freiheit des Kapitalverkehrs über die nationalen Grenzen hinweg und unter Einbeziehung einer immer breiteren Palette von Instrumenten und Instituten. Dabei geht es nicht nur um die privaten Institute und Märkte, sondern auch um die Wechselkursregelungen in Europa und der übrigen Welt. Im weiteren Sinne gehören auch die bereits angesprochenen Probleme der geldpolitischen Steuerung hierher.

Die Vorzüge eines freien Kapitalverkehrs stehen außer Frage, denn auf diese Weise können die Finanzmittel an den Ort ihrer produktivsten Verwendung gelangen, und den Regierungen wird eine im großen und ganzen heilsame Disziplin auferlegt. Aber auf globaler Ebene ist zu fragen, welche Voraussetzungen erfüllt sein müssen, damit ein uneingeschränkter Kapitalverkehr Vorteile bringt, und ob diese Voraussetzungen tatsächlich gegeben sind. Die jüngsten Erfahrungen haben überaus deutlich vor Augen geführt, daß als Basis eine stabile und konsistente Politik notwendig ist, damit die Kapitalströme nicht zur Instabilität der Wechselkurse führen und/oder die Liquiditätssteuerung im Inland gefährden. Die Ereignisse im EWS-Wechselkursmechanismus in den letzten zwei Jahren deuten darauf hin, daß der gewünschte Grad an Wechselkursstabilität eher durch eine glaubwürdige Politik mit einem allseits verstandenen Ziel zu erreichen sein dürfte als über eng umschriebene Interventionsverpflichtungen, wenn deren Einhaltung am Markt unglaublich wird. Genauso offensichtlich ist die große Bedeutung einer stabilen Politik in den Entwicklungsländern, denn die Kapitalströme reflektieren Stimmungsschwankungen der ausländischen Investoren äußerst sensibel.

Die Tragweite des Geschehens an den Kapitalmärkten reicht über die grenzüberschreitenden Finanzströme und die Wechselkurse hinaus. Es hat etliche Fälle gegeben, in denen die Gefahr bestand, daß Störungen an den Finanzmärkten zu Schwierigkeiten in der inländischen Wirtschaft der Industrieländer führen würden. Die Finanzmärkte sind oftmals Stimmungsumschwüngen ausgesetzt, die sich kaum durch Veränderungen der zugrundeliegenden wirtschaftlichen Bedingungen erklären lassen. Der Börsenkrach von 1987 war das erste große Ereignis, das die Aufmerksamkeit verstärkt auf eine neue Qualität von Finanzmärkten lenkte, die aus den internationalen Verknüpfungen, neuen Technologien und der Entwicklung neuer Finanzinstrumente hervorgegangen waren. Die Ereignisse beschleunigten sich mit den Turbulenzen an den europäischen Devisenmärkten, die im September 1992 einsetzten und erst abklangen, als im Sommer 1993 die Bandbreiten im Wechselkursmechanismus erheblich erweitert wurden. Der jüngste drastische Rückgang der Anleihekurse beweist, daß die gesamte Palette der Finanzkontrakte von einem plötzlichen Stimmungswandel erfaßt werden kann.

Diese Entwicklungen werfen eine Reihe von Fragen auf, die zunehmend diskutiert werden, und das nicht nur in Finanzkreisen. Haben die Innovationen

und die Liberalisierung im Finanzsektor zu größeren Preisschwankungen bei Vermögenswerten beigetragen? Ist die Stabilität des Finanzsystems bedroht? Verändern Innovationen die Reaktion der Volkswirtschaft auf den Einsatz wirtschaftspolitischer Instrumente? Und wie – wenn überhaupt – sollte die Verwendung neuer Finanzinstrumente reguliert werden?

Diese Fragen sind nicht leicht zu beantworten. Es dürfte mindestens noch einige Jahre dauern, bis sich ein Konsens etabliert hat. Gleichwohl sind einige Anmerkungen möglich. Erstens können die neuen Instrumente, die durch die Innovationen und die Liberalisierung im Finanzsektor geschaffen wurden, sicherlich unter gewissen Umständen zur Volatilität der Preise für Vermögenswerte beitragen. Allerdings muß die größere Freiheit der Kapitalmarktgeschäfte keineswegs automatisch eine höhere Preisvolatilität zur Folge haben. Eigentlich sollten die größere Tiefe und Liquidität der Märkte und die verbesserten Möglichkeiten zur Risikostreuung und Absicherung gegen unerwünschte Risiken vielmehr die Stabilität der Märkte stärken. Gleichwohl bewirken die Innovationen, daß eine Veränderung der Einschätzung der zugrundeliegenden Politik durch die Marktteilnehmer rascher als zuvor auf die Preisentwicklung durchschlagen kann. Darum ist es noch wichtiger geworden, daß der geldpolitische Kurs als stabil angesehen wird.

Ein zweiter Punkt betrifft die Auswirkungen der Finanzmarktinnovationen auf die Stabilität des Bankensystems. Im Prinzip sollte sich die Widerstandsfähigkeit der Finanzinstitute dadurch erhöhen, daß die neuen Instrumente die Aufmerksamkeit stärker auf die Handhabung und Bewertung von Risiken lenken und eine bessere Risikoabsicherung möglich geworden ist. Aber die Erfahrung hat gezeigt, daß die neuen Instrumente auch mißbräuchlich eingesetzt werden können. Das Wachstum der Märkte für derivative Produkte und die komplexen Strategien des Risikomanagements verlangen ganz besonders, daß alle Marktteilnehmer ihre Portfolios umsichtig verwalten und der Markt selbst robust genug ist, um auf plötzlich auftretende Störungen entsprechend reagieren zu können.

Als drittes ist zu fragen, inwieweit die Innovationen an den Finanzmärkten die Reaktion der Volkswirtschaft auf die üblichen makroökonomischen Instrumente der Zentralbanken beeinflussen. Die Fähigkeit der Notenbanken, die kurzfristigen Geldmarktsätze zu steuern, hat sich nicht verringert, und es gibt keinen Grund, daran zu zweifeln, daß die Reaktion einer Volkswirtschaft auf Zinssatzänderungen noch immer in die gleiche Richtung geht. Hingegen dürfte die Verfügbarkeit neuer oder kostengünstigerer Verfahren zur Absicherung gegen Finanzmarktrisiken das Verhalten – zumindest das Grenzverhalten – der Wirtschaftsakteure verändern. Andernfalls wäre es schwierig, das Wachstum der Märkte für derivative Instrumente zu erklären. Unklar ist, inwieweit diese Verhaltensänderungen von den Zentralbanken eine Anpassung ihrer Geldpolitik verlangen, aber angesichts des anhaltenden Wachstums der Märkte verdient diese Frage eine nähere Untersuchung, die auch bereits im Gange ist.

Viertens schließlich: Wie sollten die Zentralbanken auf den sich beschleunigenden Innovationsprozeß im Finanzsektor reagieren? Dies ist vielleicht die schwierigste Frage. Überhastete Reaktionen haben sicherlich ihre Nachteile. Die Liberalisierung und die Innovationen an den Kapitalmärkten sind von enor-

mem Nutzen für die Marktteilnehmer, weil sie eine effizientere Verteilung der finanziellen Ressourcen zulassen und bessere Möglichkeiten für das Risikomanagement bieten. Diese Vorteile müssen unbedingt bewahrt werden. Jeglicher Eingriff von seiten der Behörden sollte daher darauf zielen, daß es für die Marktteilnehmer leichter wird, sich die Vorzüge der neuen Instrumente zunutze zu machen, ohne ihre eigene finanzielle Solidität oder die Stabilität des gesamten Finanzsystems aufs Spiel zu setzen. Zweifellos muß noch einiges geschehen, um die Kontrollmechanismen der am Markt tätigen Institute zu stärken und eine angemessene Eigenkapitalausstattung der als Marktmacher fungierenden Institute zu gewährleisten. Auch die Markttransparenz muß erhöht werden (durch Publizitätsvorschriften), und die Infrastruktur der Märkte muß robuster gestaltet werden (z. B. durch die Verbesserung der Abrechnungssysteme). Auf makroökonomischer Ebene wäre es ein Fehler zu glauben, daß die Geldpolitik es leichter hätte, wenn die Finanzinstrumente eingeschränkt oder die Kapitaltransaktionen kontrolliert werden könnten. Die Märkte sind mittlerweile in so hohem Maße international integriert, daß Anzeichen einer Anlegerpräferenz an einem Markt nicht unterdrückt werden können, ohne daß diese sich andernorts ein Ventil sucht.

Auf jeden Fall zeigen die Innovationen an den Kapitalmärkten, daß eine stabile, mittelfristig ausgerichtete Geldpolitik notwendig ist. Wenn die Marktteilnehmer Vertrauen in die mittelfristigen Umfeldbedingungen ihrer Investitionsentscheidungen haben, ist die Chance größer, daß diese Entscheidungen zur Stabilität beitragen und keine Störungen zur Folge haben werden. Und wenn die Geldpolitik glaubwürdig ist, besteht bei konjunkturellen Schwankungen auch mehr Spielraum für ein kurzfristiges flexibles Handeln.

Basel, 26. Mai 1994

ANDREW CROCKETT  
Generaldirektor

# Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung

vom 31. März 1994

# Bilanz vom 31. März 1994

(in Goldfranken – siehe Anmerkung 1)

<b>Aktiva</b>		
Gold .....		4 338 320 401
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken .....		12 021 055
Schatzwechsel .....		3 510 671 575
<b>Terminguthaben und Kredite</b>		
Gold		
bis zu 3 Monaten .....	135 148 834	
von mehr als 3 Monaten .....	444 626 892	
Währungen		
bis zu 3 Monaten .....	34 767 434 706	
von mehr als 3 Monaten .....	<u>6 603 000 892</u>	
		41 950 211 324
<b>Staats- und andere Wertpapiere</b>		
bis zu 3 Monaten .....	8 801 168 720	
von mehr als 3 Monaten .....	<u>6 286 751 383</u>	
		15 087 920 103
Verschiedenes .....		76 568 984
Land, Gebäude und Geschäftsausstattung .....		<u>1</u>
		<u>64 975 713 443</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 1994: 195 074 876 Goldfranken.

	Vor	Nach Verwendung des Reingewinns
<b>Passiva</b>		
<b>Stammkapital</b>		
Genehmigt: 600 000 Aktien zu je 2 500 Goldfranken	1 500 000 000	
Begeben: 473 125 Aktien .....	1 182 812 500	
mit 25%iger Einzahlung .....	<u>295 703 125</u>	<u>295 703 125</u>
<b>Reserven</b>		
Gesetzlicher Reservefonds .....	30 070 313	30 070 313
Allgemeiner Reservefonds .....	703 116 157	732 216 157
Besonderer Dividenden-Reservefonds .....	47 530 055	50 530 055
Freier Reservefonds .....	<u>668 766 872</u>	<u>733 666 872</u>
	<u>1 449 483 397</u>	<u>1 546 483 397</u>
<b>Einlagen (Gold)</b>		
Zentralbanken		
auf Sicht .....	3 927 133 252	
bis zu 3 Monaten .....	44 169 042	
von mehr als 3 Monaten .....	89 808 958	
Andere Einleger		
auf Sicht .....	<u>399</u>	
	<u>4 061 111 651</u>	<u>4 061 111 651</u>
<b>Einlagen (Währungen)</b>		
Zentralbanken		
auf Sicht .....	1 184 731 837	
bis zu 3 Monaten .....	51 984 873 492	
von mehr als 3 Monaten .....	1 980 595 968	
Andere Einleger		
auf Sicht .....	48 571 239	
bis zu 3 Monaten .....	<u>1 966 140 984</u>	
	<u>57 164 913 520</u>	<u>57 164 913 520</u>
Vorsorgesystem des Personals .....	200 202 916	200 202 916
Verschiedenes .....	1 666 213 037	1 666 213 037
Gewinn- und Verlustrechnung .....	138 085 797	—
Dividende, zahlbar am 1. Juli 1994 .....	<u>—</u>	<u>41 085 797</u>
	<u>64 975 713 443</u>	<u>64 975 713 443</u>

*Bericht der Buchprüfer an den Verwaltungsrat und die Generalversammlung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel*

*Nach unserer Ansicht geben die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung einschließlich der diesbezüglichen Anmerkungen, auf der in Anmerkung 1 beschriebenen Grundlage, eine angemessene und getreue Darstellung der Geschäftslage der Bank am 31. März 1994 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, 29. April 1994

PRICE WATERHOUSE

# Gewinn- und Verlustrechnung

für das am 31. März 1994 abgeschlossene Geschäftsjahr  
(in Goldfranken)

Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen .....		195 678 203
Abzüglich: Verwaltungskosten		
Verwaltungsrat .....	843 122	
Direktion und Personal .....	34 123 436	
Geschäfts- und Bürokosten .....	<u>15 483 844</u>	<u>50 450 402</u>
Geschäftsertrag .....		145 227 801
Abzüglich: Zuweisungen an		
Rückstellung für außerordentliche		
Verwaltungskosten .....	3 274 041	
Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und		
die Erneuerung der Geschäftsausstattung .....	<u>3 867 963</u>	<u>7 142 004</u>
Reingewinn für das am 31. März 1994		
abgeschlossene Geschäftsjahr .....		138 085 797
<p>Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung, den Reingewinn in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie folgt zu verwenden:</p>		
Dividende: 240 Schweizer Franken auf 473 125 Aktien .....		<u>41 085 797</u>
		97 000 000
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds .....		<u>29 100 000</u>
		67 900 000
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds ....		<u>3 000 000</u>
		64 900 000
Zuweisung an den Freien Reservefonds .....		<u>64 900 000</u>
		<u>          </u>

# Veränderung der Reserven der Bank

während des am 31. März 1994 abgelaufenen Geschäftsjahres  
(in Goldfranken)

## I. Zusammensetzung der Reserven nach Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1993/94

	Gesetzlicher Reservefonds	Allgemeiner Reservefonds	Besonderer Dividenden- Reservefonds	Freier Reservefonds
Stand am 1. April 1993 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 1992/93	30 070 313	703 116 157	47 530 055	668 766 872
Zuzüglich: Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1993/94 .....	—	29 100 000	3 000 000	64 900 000
Stand am 31. März 1994 laut Bilanz .....	30 070 313	732 216 157	50 530 055	733 666 872

## II. Dem eingezahlten Kapital und den Reservefonds per 31. März 1994 (nach Gewinnverwendung) standen gegenüber:

	Eingezahltes Kapital	Reserven	Zusammen
Nettoaktiva in			
Gold .....	295 703 125	366 206 475	661 909 600
Währungen .....	—	1 180 276 922	1 180 276 922
	295 703 125	1 546 483 397	1 842 186 522

## Verwaltungsrat

Dr. W.F. Duisenberg, Amsterdam  
Vorsitzender des Verwaltungsrats,  
Präsident der Bank

Dr. Lamberto Dini, Rom  
Stellvertretender Vorsitzender

Urban Bäckström, Stockholm  
Bernard Clappier, Paris  
Dr. Antonio Fazio, Rom  
Edward A.J. George, London  
The Rt. Hon. Lord Kingsdown, London  
Dr. Markus Lusser, Zürich  
Prof. Dr. Helmut Schlesinger, Frankfurt a.M.  
Dr. Hans Tietmeyer, Frankfurt a.M.  
Jean-Claude Trichet, Paris  
Alfons Verplaetse, Brüssel  
Philippe Wilmès, Brüssel

### *Stellvertreter*

T.A. Clark, London, oder  
W.A. Allen, London  
Hervé Hannoun, Paris, oder  
André Robert, Paris  
Jean-Jacques Rey, Brüssel  
Dr. Carlo Santini, Rom, oder  
Dr. Stefano Lo Faso, Rom  
Helmut Schieber, Frankfurt a.M., oder  
Dr. Wolfgang Rieke, Frankfurt a.M.

## Direktion

Andrew Crockett	Generaldirektor
Rémi Gros	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
Dr. Renato Filosa	Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Prof. Dr. Mario Giovanoli	Rechtsberater, Direktor
Dr. Gunter D. Baer	Direktor, Generalsekretariat
Guy Noppen	Direktor, Generalsekretariat
Dr. W.R. White	Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung (ab 1. Juni 1994)
Jean Vallet	Stellvertretender Generalsekretär
André Bascoul	Stellvertretender Direktor, Generalsekretariat
Dr. Joseph R. Bisignano	Stellvertretender Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Jean-Claude Dagassan	Beigeordneter Direktor, ECU-Clearing-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
F.C. Musch	Generalsekretär des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
J.A. Bispham	Beigeordneter Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Daniel Lefort	Beigeordneter Direktor, Rechtsdienst

