
BANK FÜR INTERNATIONALEN
ZAHLUNGSAusGLEICH

65. JAHRBERICHT

1. APRIL 1994–31. MÄRZ 1995

BASEL, 12. JUNI 1995

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

65. Jahresbericht

1. April 1994–31. März 1995

Basel, 12. Juni 1995

© Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 1995. Alle Rechte vorbehalten.
Kurze Auszüge dürfen reproduziert oder übersetzt werden, sofern die Quelle
angegeben wird.

ISSN 1021-2485

ISBN 92-9131-395-5

Auch in Englisch, Französisch und Italienisch veröffentlicht.

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Einleitung	1
I. Wirtschaftliche Eckdaten und Finanzmärkte:	
veränderte Risikoeinschätzung	3
Geldpolitik und Inflationsprobleme	4
Volatilität an den Finanzmärkten und langfristige Probleme	6
Probleme mit Marktinstrumenten und der Marktinfrastruktur	8
II. Entwicklungen in der Weltwirtschaft	10
Schwerpunkte	10
Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern	11
<i>Hauptmerkmale des derzeitigen Konjunkturaufschwungs</i>	11
<i>Produktionspotential im derzeitigen Konjunkturzyklus</i>	19
<i>Hemmnisse für die Inlandsnachfrage</i>	27
Entwicklungsländer und ehemalige Staatshandelsländer	33
<i>Wachstum und Strukturreformen in den Entwicklungsländern</i>	33
<i>Ersparnis und Investitionen</i>	35
<i>Strukturreformen und inflationärer Druck</i>	36
<i>Strukturwandel in Lateinamerika</i>	37
<i>Inflationäre Tendenzen in Asien</i>	41
<i>Gedämpftes Wachstum in Afrika</i>	43
<i>Reform in den ehemaligen Staatshandelsländern</i>	45
III. Internationaler Handel.....	49
Schwerpunkte	49
Welthandel	50
<i>Entwicklungen</i>	50
<i>Entwicklungen auf dem Rohölmarkt</i>	52
<i>Veränderung der Handelsstrukturen in den Entwicklungsländern</i>	53
<i>Handelspolitik: aktuelle und künftige Herausforderungen</i>	54
Leistungsbilanzentwicklungen: Überblick	56
Industrieländer	58
<i>Vereinigte Staaten</i>	58
<i>Japan</i>	60
<i>Westeuropa</i>	61
<i>Andere Industrieländer</i>	64
Volkswirtschaften im Übergang	65
Entwicklungsländer	66
<i>China</i>	68
<i>Junge Industrieländer und übrige Länder Asiens</i>	69
<i>Lateinamerika</i>	70
Direktinvestitionen	71
IV. Geldpolitik in den Industrieländern	75
Schwerpunkte	75

	Seite
Zinspolitik im laufenden Wirtschaftsaufschwung	75
<i>Zeitpunkt und Abstimmung von Zinsänderungen</i>	76
<i>Zunehmende Transparenz der Entscheidungen über die geldpolitischen Instrumente</i>	78
<i>Zinspolitik und Markterwartungen</i>	80
Richtschnur für die Geldpolitik und monetäre Bedingungen	83
<i>Geldmengen und Kreditaggregate</i>	84
<i>Wechselkurse</i>	86
<i>Monetäre Bedingungen</i>	86
Inflationsaussichten	88
<i>Inflationsdruck</i>	88
<i>Wechselkurs und Inflation</i>	89
<i>Inflationsprognosen des privaten Sektors</i>	91
<i>Zinssätze und Inflationserwartungen</i>	93
Geldpolitik und Glaubwürdigkeit	94
<i>Erhöhung der Glaubwürdigkeit</i>	95
Explizite Inflationsziele	97
<i>Festlegung der Zielvariablen</i>	98
<i>Umsetzung von Strategien für Inflationsziele</i>	100
<i>Vereinbarkeit anderer Politikbereiche mit Inflationszielen</i>	100
V. Turbulenzen auf den Anleihemärkten	102
Schwerpunkte	102
Aktienmärkte	103
Anleihemärkte: Entwicklung der Renditen	106
Anleihemärkte: Volatilität der Anleiherenditen	119
Schlußfolgerungen	127
VI. Wechselkurse und Kapitalverkehr in den Industrieländern	129
Schwerpunkte	129
US-Dollar, Yen und D-Mark	130
<i>Kurzfristige Schocks und neue Wirtschaftsdaten</i>	132
<i>Fundamentale Einflußfaktoren</i>	133
<i>Finanzierung der Zahlungsbilanz in den drei größten Volkswirtschaften</i>	137
<i>Der US-Dollar Anfang der achtziger und Anfang der neunziger Jahre</i>	141
Andere ausgewählte Währungen mit flexiblen Wechselkursen	144
Entwicklungen im EWS-Wechselkursmechanismus	146
Realer gewogener Außenwert und außenwirtschaftliche Anpassung	150
VII. Kapitalverkehr und Wirtschaftspolitik in den aufstrebenden Volkswirtschaften	154
Schwerpunkte	154
Umfeld und Art der Kapitalzuflüsse	155
Stärker liberalisierte Finanzmärkte	160
<i>Liberalisierung im Finanzsektor</i>	160
<i>Makroökonomische Auswirkungen der Reformen im Finanzsektor</i>	161
<i>Auswirkungen der Reformen auf das Bankensystem</i>	162
<i>Auswirkungen der Entwicklung auf den Wertpapiermärkten</i>	165
Wirtschaftspolitische Reaktionen auf die Kapitalzuflüsse	166
<i>Begrenzung der Kapitalzuflüsse</i>	166
<i>Binnen- gegen außenwirtschaftliche geldpolitische Ziele</i>	168
<i>Geldpolitik</i>	171
<i>Sterilisierung</i>	173

	Seite
Die Finanzkrise in Mexiko: Bewältigung der Kapitalabflüsse	175
<i>Auswirkungen auf andere aufstrebende Länder</i>	178
VIII. Internationale Finanzmärkte	182
Schwerpunkte	182
Das internationale Bankgeschäft	184
<i>Entwicklung nach Währungen</i>	184
<i>Geschäft nach Finanzplätzen</i>	186
<i>Geschäft mit Nichtbanken im Berichtsgebiet</i>	187
<i>Geschäft mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets</i>	188
<i>Internationale Konsortialkredite</i>	190
Die internationalen Wertpapiermärkte	191
<i>Der Markt für kurz- und mittelfristige Euronotes</i>	191
<i>Der internationale Anleihemarkt</i>	193
<i>Sektor und Sitzland der Emittenten internationaler Wertpapiere</i>	198
<i>Strukturelle und aufsichtsrechtliche Entwicklungen</i>	200
Der Markt für derivative Instrumente	201
<i>Börsengehandelte Instrumente</i>	202
<i>Außerbörsliche Märkte</i>	203
<i>Entwicklung der Marktstrukturen</i>	205
<i>Derivate und die Frage der Aufsicht</i>	207
<i>Einfluß der Derivatmärkte auf Gesamtwirtschaft und Geldpolitik</i>	210
IX. Die Tätigkeit der Bank	212
Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen ...	212
Die Bank als Agent und Treuhänder	215
<i>Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ)</i> – <i>Agent für das Europäische Währungsinstitut (EWI)</i>	215
<i>Agent des Verrechnungs- und Saldenausgleichssystems für private ECU</i>	216
<i>Treuhänder für internationale Staatsanleihen</i>	216
<i>Pfandhalter für brasilianische Anleihen</i>	217
Multilaterale Finanzhilfe für Zentralbanken	217
Die Tätigkeit der Bankabteilung	217
<i>Passiva (Mittelaufkommen)</i>	218
<i>Aktiva (Mittelverwendung)</i>	221
Der Reingewinn und seine Verwendung	223
Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion	224
Schlußbemerkungen	226
Wirtschaftspolitik	227
Begrenzung der Risiken auf den Finanzmärkten	230
Verstärkung der internationalen Zusammenarbeit im Finanzbereich	232
—————	
Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung	233
Verwaltungsrat	238
Direktion	239

Die Kapitel dieses Berichts wurden nacheinander zwischen dem 15. und 24. Mai 1995 abgeschlossen.

Verzeichnis der Grafiken (*) und Tabellen

	Seite
Entwicklungen in der Weltwirtschaft	
Reales BIP in den größten Industrieländern*	12
Reales BIP, Inlandsnachfrage, Importe und Exporte	13
Einzelhandels- und Exportumsätze sowie Wechselkurse in ausgewählten Ländern*	14
Produktions- und Beschäftigungswachstum in Aufschwungphasen*	17
Inflation und Arbeitslosigkeit	18
Produktion und Preise in ausgewählten Ländern*	19
BIP und Produktionspotential	20
Lohnstückkosten und ihre Zusammensetzung	21
Reallohnlücke in der Industrie*	22
Arbeitslosigkeit und Lohnzuwachsrate in ausgewählten Ländern*	24
Kapazitätsauslastung, Investitionen und Erzeugerpreise*	26
Reales verfügbares Einkommen der privaten Haushalte, reale Verbrauchsausgaben und Sparquote der privaten Haushalte	27
Nominale und inflationsbereinigte Immobilienpreise	29
Verschuldung 1993 nach Art der Verzinsung	30
Bruttoverschuldungs- und Zinsausgabenquoten der privaten Haushalte*	31
Bestimmungsfaktoren für die Gesamtverschuldung der öffentlichen Haushalte	32
Außenwirtschaftliches Umfeld*	33
Wachstum und Inflation	34
Ersparnis und Investitionen*	36
Wirtschaftsentwicklung in Mexiko*	38
Stabilisierung in Brasilien*	40
Inflationäre Tendenzen in Asien	41
Anpassung in der CFA-Franc-Zone	44
Indikatoren der wirtschaftlichen Umgestaltung	45
Inflation und monetäre Bedingungen in der Russischen Föderation*	47
Internationaler Handel	
Indikatoren des Welthandels*	50
Weltweiter Rohölhandel	52
Internationaler Vergleich der Außenhandelsstrukturen*	54
Dynamik der Inlandsnachfrage, Wettbewerbsfähigkeit und Ergebnisse auf den Exportmärkten*	57
Nettoauslandsvermögen	58
Außenhandelsungleichgewichte in Japan und den USA*	59
Auswirkung der Yen-Aufwertung auf den Handel mit Fertigwaren*	60
Leistungsbilanzsalden der Industrieländer	62
Realer gewogener Außenwert in ausgewählten Ländern Europas*	63
Reales Außenhandelswachstum ausgewählter europäischer Länder	64
Handel Osteuropas	66
Leistungsbilanzsalden der Entwicklungsländer	67
Außenhandel der Entwicklungsländer	68
Wechselkurse in China*	69
Wechselkurse, Außenhandel und Produktion in Lateinamerika*	71
Weltweite Direktinvestitionen	72
Ausländische Direktinvestitionen und Exporte*	73
Geldpolitik in den Industrieländern	
Notenbankzinssätze	76
Zinssätze und Zyklen des Verbraucherpreisanstiegs*	77

Erwartete und tatsächliche Veränderungen der Einmonatszinssätze am Eurogeldmarkt*	81
Interbanksätze*	82
Veröffentlichte Zielvorgaben für monetäre Aggregate	84
Realzinssätze und reale Wechselkurse	87
Inflation in wichtigen Industrieländern*	89
Wechselkurse und Preise in ausgewählten Ländern*	90
Inflationsprognosen der Marktteilnehmer*	92
Implizite einjährige Terminalsätze*	93
Anstieg der Anleiherenditen, historische Inflationsraten und Haushaltssalden*	95
Veröffentlichte Inflationsziele	98
Turbulenzen auf den Anleihemärkten	
Kurs-Gewinn-Verhältnisse	103
Abstände der Dividendenrenditen zu den langfristigen Zinsen, inflationsbereinigt ..	104
Aktienindizes	105
Anleiherenditen*	107
Zwei Schwächephasen auf den Anleihemärkten im Vergleich: Zusammenhänge in den internationalen Zinszyklen	108
Veränderung der Anleiherenditen nach einer Straffung der US-Geldpolitik	109
Anstieg der Anleiherenditen und Änderung der Inflations- und Wachstumserwartungen*	110
Zwei Schwächephasen auf den Anleihemärkten im Vergleich: Veränderung der Erwartungen	111
Zwei Schwächephasen auf den Anleihemärkten im Vergleich: Zusammenhang mit der Inflationsentwicklung	112
Wachstumserwartungen der Marktteilnehmer*	113
Schwächephasen auf den US-Anleihemärkten im Vergleich: Zusammenhang mit dem Tagesgeldsatz*	114
Langfristige Zinssätze, inflationsbereinigt	114
Anleiherenditen: Referenzzinssatz basierend auf ökonomischen Eckdaten*	115
Rückgang und Anstieg der Anleiherenditen im internationalen Vergleich*	116
Ausgewählte Indikatoren für die Hebelwirkung („Leverage“) auf den internationalen Anleihemärkten	117
Anleiherenditenabstände zwischen den Märkten*	118
Renditen auf den europäischen Anleihemärkten und ihre Volatilität*	119
Volatilität der Anleiherenditen seit 1993*	120
Volatilität der Anleiherenditen in längerfristiger Perspektive*	121
Volatilität der Wachstums- und Inflationsprognosen der Marktteilnehmer	122
Volatilität der Anleiherenditen: Zusammenhang mit der Volatilität der Geldmarktsätze*	123
Volatilität auf dem Anleihe- und dem Geldmarkt 1993 und 1994	124
Volatilität der Anleiherenditen: internationale Korrelationen*	125
Volatilität der Anleiherenditen im ersten Quartal 1994*	125
Volatilität der Anleiherenditen und Anleiheverkäufe Gebietsfremder in Deutschland*	126
Volatilität der Anleiherenditen und Anleihebestände Gebietsfremder*	127
Wechselkurse und Kapitalverkehr in den Industrieländern	
US-Dollar: Wechselkurse gegenüber ausgewählten Währungen und nominaler gewogener Außenwert*	131
Zinsabstände in Japan und Deutschland*	133
D-Mark: bilaterale Wechselkurse und nominaler gewogener Außenwert*	136
Zahlungsbilanzen der USA, Japans und Deutschlands	138

	Seite
Offizielle Währungsreserven	139
Wichtige Kapitalströme in ausgewählten Industrieländern	140
US-Dollar: zwei wirtschaftliche Aufschwungphasen im Vergleich*	142
Bilaterale Wechselkurse ausgewählter Währungen gegenüber der D-Mark*	144
Differenzen der Dreimonatssätze am Euromarkt in ausgewählten Ländern*	145
Position der Währungen im EWS-Wechselkursmechanismus*	147
Realer gewogener Außenwert der Währung in ausgewählten europäischen Ländern*	148
Differenz der Dreimonatssätze am Euromarkt gegenüber der D-Mark*	149
Realer gewogener Außenwert der Währung*	151

Kapitalverkehr und Wirtschaftspolitik in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Makroökonomische Indikatoren in den aufstrebenden Volkswirtschaften*	158
Kapitalzuflüsse und Reservenanstieg in den Entwicklungsländern	159
Reales Wachstum der Bankkredite an den Privatsektor	162
Strukturelle monetäre Indikatoren	163
Nominale US-Dollar-Wechselkurs und realer gewogener Außenwert*	169
Nominale und reale kurzfristige Zinssätze*	170
Kredit- und Geldmengenaggregate	172
Bruttoauslandsvermögen der Zentralbanken und Zentralbankgeld	173
Währungsreserven: Importdeckung und geldpolitische Effekte*	174
Zinssätze an ausgewählten aufstrebenden Märkten*	179
Aufstrebende Märkte: jüngste Entwicklungen im Finanzbereich	180

Internationale Finanzmärkte

Geschäft an den internationalen Finanzmärkten*	182
Nettofinanzierung an den internationalen Märkten (Schätzung)	183
Hauptmerkmale des internationalen Bankgeschäfts	185
Gliederung der Auslandsforderungen der Banken nach Währungen	186
Auslandsgeschäft der Banken an einzelnen Finanzplätzen	187
Auslandsgeschäft der Banken mit Nichtbanken im Berichtsgebiet	188
Geschäft der Banken mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets	189
Internationale Bankkreditaufnahme und Wertpapieremissionen*	190
Mittelaufnahme an den Wertpapiermärkten nach Art und Währung der Emission	
Der internationale Anleihemarkt*	194
Internationale lang- und kurzfristige Zinssätze*	195
Art und Währungsstruktur internationaler Anleiheemissionen	197
Mittelaufnahme an den Wertpapiermärkten nach Sektor und Sitzland des Emittenten	199
Märkte für ausgewählte derivative Finanzinstrumente	201
An organisierten Börsen gehandelte derivative Finanzinstrumente	202
Märkte für ausgewählte außerbörslich gehandelte derivative Instrumente	204

Die Tätigkeit der Bank

Ausstehende Gemeinschaftsdarlehen per 31. März 1995	216
Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf Geschäftsjahren	218
Struktur der Passiva in den letzten fünf Geschäftsjahren	218
Fremdmittel (Herkunft)	219
Fremdmittel (Sachkategorien und Restlaufzeit)	220
Aktiva (Sachkategorien)	222
„Terminguthaben und Kredite“ sowie „Staats- und andere Wertpapiere“ nach Restlaufzeit	223

65. Jahresbericht

*an die ordentliche Generalversammlung
der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
am 12. Juni 1995 in Basel*

Hiermit darf ich den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das 65. Geschäftsjahr (1. April 1994–31. März 1995) vorlegen.

Nach Zuweisung von 3 389 388 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und 4 741 170 Goldfranken an die Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und Erneuerung der Geschäftsausstattung ergab sich für das Geschäftsjahr ein Reingewinn von 162 408 716 Goldfranken. Im Vorjahr hatte er 138 085 797 Goldfranken betragen.

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, gemäß Artikel 51 der Statuten der Bank 53 408 716 Goldfranken zur Zahlung einer Dividende von 250 Schweizer Franken je Aktie zu verwenden.

Ferner empfiehlt der Verwaltungsrat, 32 700 000 Goldfranken dem Allgemeinen Reservefonds, 3 000 000 Goldfranken dem Besonderen Dividenden-Reservefonds und den verbleibenden Betrag von 73 300 000 Goldfranken dem Freien Reservefonds zuzuweisen.

Bei Annahme dieser Empfehlungen wird die Dividende der Bank für das Geschäftsjahr 1994/95 den Aktionären am 1. Juli 1995 gezahlt.

I. Wirtschaftliche Eckdaten und Finanzmärkte: veränderte Risikoeinschätzung

1994 und Anfang 1995 erlebten die internationalen Finanzmärkte eine Reihe von Erschütterungen. Besonders auffällig war der sprunghafte Anstieg der langfristigen Zinssätze Anfang 1994, der die Industrieländer, die sich in unterschiedlichen Phasen des Konjunkturverlaufs befanden, in ähnlichem Ausmaß traf. Vorangegangen war eine lange Periode sinkender Zinssätze und leicht zu erzielender Anlagegewinne, und viele Investoren sahen sich nunmehr veranlaßt, die ihren globalen Anlagestrategien zugrundeliegenden Annahmen neu zu überdenken. Das wachsende Risikobewußtsein verschob die Liquiditäts- und Währungspräferenzen zugunsten solcher Vermögenswerte, die als weniger risikoreich eingeschätzt wurden. Nachfolgende Preisanpassungen bei den Vermögenswerten haben es nur noch notwendiger gemacht, bei der Risikobewertung die gesamtwirtschaftlichen Eckdaten stärker im Auge zu behalten. So groß solche Erschütterungen kurzfristig auch sein können, dürften sich die Veränderungen längerfristig doch heilsam auswirken, sofern sie die Anleger zu stärkerem Risikobewußtsein und die Schuldner zu einer umsichtigeren Verschuldungspolitik anregen. Beides ist unabdingbar, wenn die Stabilität an den Finanzmärkten bewahrt werden soll.

Viele andere Entwicklungen im letzten Jahr sind als solche zu begrüßen. Vor allem hat der Wirtschaftsaufschwung in den großen Industrieländern weitere Fortschritte gemacht und auch eine breitere Basis erhalten. In den Ländern Kontinentaleuropas wuchs die Produktion im vergangenen Jahr sogar erheblich deutlicher, als Anfang 1994 erwartet worden war. Darüber hinaus beginnt sich zwar in den im Konjunkturzyklus am weitesten vorangeschrittenen Industrieländern die typische Anspannung der Kapazitäten abzuzeichnen, doch hat sich die Inflation nicht wesentlich beschleunigt. Selbst in Ländern, deren Währung in den letzten Jahren beträchtlich an Wert verloren hat – Italien, Vereinigtes Königreich, Schweden, Kanada –, sind die Auswirkungen auf das inländische Preisniveau bisher überraschend gering geblieben.

Offensichtlich hält also der längerfristige Trend zu größerer Preisstabilität, der durch die geldpolitischen Kurskorrekturen Ende der siebziger Jahre in Gang gesetzt wurde, immer noch an. Der Beginn einer Zeit relativ niedriger Inflation wirft zwar einige schwierige Fragen auf – vor allem die Frage, welche Inflationsrate tatsächlich niedrig genug ist –, aber kaum jemand wird anzweifeln, daß die erzielten Stabilitätserfolge bewahrt werden müssen.

Auch andere Länder hatten 1994 eine gute Wirtschaftsentwicklung aufzuweisen. Viele Staaten Südostasiens und Lateinamerikas verzeichneten abermals ein rasantes Wirtschaftswachstum, obwohl sie von den Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten bisweilen schwer getroffen wurden. In einer Reihe osteuropäischer Länder nahm die Produktion nach jahrelangem Rückgang ebenfalls

wieder zu. Wenngleich gegenüber 1993 etwas vermindert, floß im Laufe des letzten Jahres in viele Entwicklungsländer erneut in hohem Umfang Auslandskapital, größtenteils als Direktinvestitionen. Offenbar herrscht also die Überzeugung, daß die längerfristigen Aussichten für Länder mit einer marktwirtschaftlichen Ausrichtung insgesamt nach wie vor günstig sind.

Wenn man die positiven Aspekte der weltwirtschaftlichen Entwicklung 1994 hervorhebt, so heißt dies nicht, daß es nicht auch in vielerlei Hinsicht Anlaß zur Sorge gibt. Diesen Themen wird im vorliegenden Jahresbericht sogar besondere Aufmerksamkeit gewidmet. Einige der aufgetretenen gesamtwirtschaftlichen Probleme waren im wesentlichen konjunktureller Art und mit den üblichen wirtschaftspolitischen Herausforderungen verbunden. Andere dagegen sind viel tiefer verwurzelt, z. B. die wachsende Schuldenlast vieler Länder, die hohe Arbeitslosigkeit in Europa sowie weiterhin große Ungleichgewichte und die hartnäckige Inflation in zahlreichen Entwicklungsländern. Wieder andere können als außergewöhnlich eingestuft werden bzw. dürften auf Sondereinflüsse im Jahr 1994 zurückzuführen sein; hier ist insbesondere die abrupte Veränderung der Risikobereitschaft der Marktteilnehmer zu nennen.

Die jüngsten Erfahrungen zeigen, daß die meisten Industrieländer und viele Entwicklungsländer durchaus auf dem richtigen Weg zu nachhaltigem Wachstum und höherem Lebensstandard zu sein scheinen, auch wenn sich dieser Pfad als etwas steiniger erwiesen hat, als vor ein oder zwei Jahren erwartet worden war. Zwar ist ermutigend, daß das weltweite Finanzsystem die diversen Schockwellen, von denen es im vergangenen Jahr erschüttert wurde, sehr gut verkraftet hat, aber dennoch müssen sowohl die Marktteilnehmer als auch die politischen Verantwortlichen weiterhin mit großer Sorgfalt darauf achten, daß diese Stabilität des Finanzsystems auch in Zukunft gewährleistet bleibt.

Geldpolitik und Inflationsprobleme

In einigen Industrieländern scheint sich der konjunkturbedingte Preisauftrieb dennoch zu verstärken. Der langanhaltende Rückgang der durchschnittlichen Inflationsrate der Länder der Zehnergruppe wurde Mitte 1994 unterbrochen, und seither beschleunigt sich der Anstieg der Verbraucherpreise. Bei den Rohstoffpreisen, den Produktionskosten und den Erzeugerpreisen ist die Richtungsänderung noch ausgeprägter. Diese Entwicklung kommt nicht sehr überraschend. Angesichts von Kapazitätsüberschüssen war die Inflationsrate in den letzten Jahren in vielen Ländern rückläufig, während sie sich in jüngster Zeit tendenziell stabilisierte, als – zumindest in einigen Ländern – die Produktion näher an die Kapazitätsgrenzen rückte. Auch wenn es vereinzelt anders dargestellt wird, lassen sich doch aus den ökonometrischen Untersuchungen kaum Hinweise darauf ableiten, daß sich die traditionellen strukturellen Zusammenhänge, die für die Inflation maßgebend sind, nennenswert verändert haben.

Den wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern, die sich aussagekräftige Wirtschaftsindikatoren als Richtschnur für die künftige Geldpolitik wünschen, mag dies beruhigend erscheinen. Es muß aber bedacht werden, daß sich die einzelnen Einflußfaktoren in ihren Auswirkungen auf die Inflation in den letzten Jahren oft gegenseitig ausgeglichen haben dürften, und es läßt sich nicht garantieren, daß diese

Rechnung auch in Zukunft aufgeht. Der internationale Wettbewerb, raschere Produktivitätsfortschritte sowie in einigen Ländern verbesserte Vertriebswege im Einzelhandel dürften zu der niedrigeren Inflationsrate im Jahr 1994 beigetragen haben. Umgekehrt hat der Anstieg der strukturellen Arbeitslosigkeit in manchen Ländern den Inflationsdruck anscheinend verstärkt. In Kontinentaleuropa stellt sich u.a. die Frage, inwieweit aus einer konjunkturbedingten Zunahme der Arbeitslosigkeit mit der Zeit permanente Arbeitslosigkeit wird. In Italien, dem Vereinigten Königreich, Schweden und Kanada kam der ausgeprägte Wertverlust der Währung in letzter Zeit hinzu, der zu einer lebhaften Expansion der im internationalen Wettbewerb stehenden Sektoren und bereits auch zu spürbaren sektoralen Kapazitätsengpässen geführt hat. Ferner ist durch den technologischen Wandel und die Globalisierung des Handels eine Strukturanpassung in Gang gekommen. Diese ist als kontinuierlicher Prozeß zu begreifen, durch den ein Teil des Kapitalstocks vernichtet, gleichzeitig aber in anderen Bereichen Kapazität geschaffen wird. Es ist nicht leicht zu beurteilen, wie das Produktionspotential und der Preisauftrieb hiervon unter dem Strich tatsächlich beeinflußt werden.

Angesichts solcher Schwierigkeiten suchten die geldpolitischen Entscheidungsträger 1994 weiter nach anderen Konzepten und Indikatoren, die ihnen als Orientierungsgrößen dienen könnten, mit denen sie aber auch gegenüber den Wirtschaftsakteuren ihre längerfristige Verpflichtung auf die Preisstabilität bestätigen könnten. Letztere Überlegung ist insofern von Bedeutung, als durch die Schaffung und Pflege von Glaubwürdigkeit die Inflationserwartungen und damit auch die Produktionsverluste, die üblicherweise mit der Inflationsbekämpfung verbunden sind, reduziert werden können. Sowohl Deutschland als auch die Schweiz hielten 1994 an der Tradition fest, die Geldpolitik anhand einer Größe für das Geldmengenwachstum zu definieren. Obwohl es in Deutschland im Verlauf des Jahres einige erhebliche Probleme bei der Kontrolle des Geldaggregats M3 gab, hat die Geldmenge beider Länder als monetäres Zwischenziel in all den Jahren gute Dienste geleistet. Viele andere Länder stützen sich zunehmend auf veröffentlichte Ziele oder Zielbänder für die Inflationsrate. Natürlich läßt sich noch nicht abschließend beurteilen, ob dieser neue Ansatz eine Lücke füllen und die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik entscheidend verbessern wird; der kritische Zeitpunkt scheint aber rasch näherzukommen, da der konjunkturbedingte Preisdruck steigt.

Niemals bezweifelt wurde jedoch, daß die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik mehr von Taten als von Worten abhängt. Mit Rücksicht darauf und um Fehler der Vergangenheit auf keinen Fall zu wiederholen, wurde die Geldpolitik sowohl in den USA als auch im Vereinigten Königreich 1994 gestrafft, lange bevor die Inflation meßbar zu steigen begann. Das war ungewöhnlich und höchst willkommen zugleich, und es verbessert die Chancen eines nachhaltigen Wachstums in diesen Ländern. In Deutschland wurde die Senkung der kurzfristigen Zinssätze im Sommer letzten Jahres unterbrochen, obwohl der Aufschwung gerade erst begonnen hatte, aber steigende Produktion, zunehmende Kapazitätsauslastung und der damit einhergehende Lohnkostendruck bewiesen später, daß die Entscheidung richtig gewesen war. Als die Deutsche Bundesbank im Frühjahr 1995 die kurzfristigen Zinssätze weiter herabsetzte, war dies in erster Linie eine Reaktion darauf, daß sich der Preisauftrieb in Deutschland aufgrund des verlangsamten Geldmengenwachstums und der starken Aufwertung der D-Mark abgeschwächt hatte. Der Beschluß zur

Senkung der japanischen Zinssätze im April dieses Jahres war allein durch den weiteren erheblichen Anstieg des Außenwerts des Yen motiviert. Im Falle einiger europäischer Währungen waren die Bemühungen, die Wechselkursbindung an die D-Mark aufrechtzuerhalten, zwar nicht immer erfolgreich, unterstützten aber auf jeden Fall die Stabilitätspolitik der Währungsbehörden.

Volatilität an den Finanzmärkten und langfristige Probleme

Die zunehmende Straffung der Geldpolitik in den USA ab Februar 1994 trug zur Beruhigung der US-Wirtschaft Anfang 1995 bei und damit zuletzt auch zu einer gewissen Dämpfung von Inflationsängsten. Unmittelbare Auswirkungen auf die Inflationserwartungen sind allerdings nicht so deutlich zu erkennen. Nach der ersten geldpolitischen Maßnahme zogen die Anleiherenditen scharf an und reagierten allgemein bis gegen Ende des Jahres ähnlich. In anderen Industrieländern, einschließlich jener, die im Konjunkturzyklus eher hinterherhinkten, stiegen die Anleihezinsen in gleichem oder noch stärkerem Maße. In Europa erhöhte sich auch die Zinsvolatilität besonders deutlich und nachhaltig. 1994 war somit für die Investoren am Anleihemarkt insgesamt ein schwieriges Jahr, und einige Anleger, die eine hohe Hebelwirkung anstrebten, erlitten große Verluste, die in der Öffentlichkeit auch viel Beachtung fanden.

Im Rückblick stellt sich die Entwicklung der Anleihezinsen weitaus weniger besorgniserregend dar als im Frühjahr 1994. Zum Teil ergab sich der Anstieg zunächst offenbar aus der Umkehr eines spekulativen Überschießens Ende 1993, das die inflationsbereinigten Anleiherenditen (ex post) in vielen Ländern deutlich unter die seit Anfang der achtziger Jahre verzeichneten Durchschnittswerte hatte sinken lassen. Ein weiterer Grund aber dürfte gewesen sein, daß die Anleihemärkte das stärkere Wirtschaftswachstum erwartet hatten, das dann 1994 auch eintrat. Die Realzinsen waren Ende 1994 nicht höher als in dieser Phase des Konjunkturaufschwungs üblich, und das Ausbleiben eines erheblichen Renditenanstiegs wäre eine größere Überraschung gewesen.

Die jüngsten Entwicklungen lassen außerdem erkennen, daß die Finanzmärkte wieder zwischen Ländern mit unterschiedlichen Fundamentaldaten differenzieren gelernt haben. Der Vergleich des Zinsverlaufs in verschiedenen Ländern ergibt, daß der Anstieg in Ländern mit geringen Stabilitätserfolgen besonders ausgeprägt war – wobei der historischen Inflationsentwicklung anscheinend mehr Gewicht beigegeben wurde als der aktuellen. Außerdem zeigten die Anleger große Skepsis gegenüber hohen Staatsdefiziten, und zwar vor allem dann, wenn politische Unsicherheiten im Inland Konsolidierungsbemühungen in Frage zu stellen schienen. In Ländern wie Italien, Schweden, Kanada und Australien spielten mehrere dieser Faktoren eine Rolle. Ihre Auswirkungen auf die Zinsabstände waren bisweilen sehr ausgeprägt, und es bestand die Gefahr, daß der Anstieg der Schuldendienstzahlungen wiederum einen Anstieg der Zinssätze nach sich ziehen würde, sollten die zugrundeliegenden Probleme nicht angemessen bekämpft werden.

Die kräftige und nachhaltige Erhöhung der Zinsvolatilität – insbesondere in Europa – schien die Hoffnung zunichte zu machen, daß eine niedrige Inflation letztlich eine größere Stabilität an den Märkten zur Folge haben würde. Erste vorliegende Zahlen lassen aber darauf schließen, daß in Ländern mit historisch hohen

Inflationsraten und großen Haushaltsdefiziten die Zinssätze tatsächlich stärker schwanken. Außerdem stieg die Zinsvolatilität in denjenigen europäischen Ländern am meisten, in denen ein großer Teil der Staatsverschuldung von Ausländern gehalten wurde, und die stärksten Kursausschläge gab es in den Monaten, in denen ausländische Käufer, die Risikopositionen mit hoher Hebelwirkung eingegangen waren, Verkäufe tätigten. All dies läßt hoffen, daß eine geringere Inflation tatsächlich zu niedrigeren und weniger volatilen Anleiherenditen führen wird, wenn die vorübergehenden Liquiditätsschwierigkeiten beseitigt und die Haushaltsdefizite besser unter Kontrolle sind.

Das Geschehen an den wichtigsten Devisenmärkten verlief im vergangenen Jahr ähnlich und war hiervon nicht unabhängig. Anfang 1994 prognostizierten viele Marktbeobachter einen Kursanstieg des US-Dollars, da sie von einem Wachstumsvorsprung der US-Wirtschaft und entsprechenden Veränderungen der Zinsdifferenzen ausgingen. In Wirklichkeit jedoch war der US-Dollar trotz der für die USA meist günstigen Entwicklung des Zinsgefälles (am kurzen wie am langen Ende) gegenüber dem Yen und der D-Mark ständig unter Druck. Nicht nur die historische Inflationsentwicklung scheint der Markt – wie oben beschrieben – als wichtiger anzusehen, sondern zunehmend auch die langandauernden Leistungsbilanzdefizite in den USA, die damit zusammenhängende steigende Auslandsverschuldung und Befürchtungen ob der Aussichten für eine rechtzeitige und ausreichende Haushaltsdisziplin. Die Dollarschwäche steht in krassem Gegensatz zu früheren Perioden, als sowohl die Staatsverschuldung als auch die Auslandsverbindlichkeiten weit geringer waren.

Daß der Markt wieder mehr auf die im langfristigen Vergleich erzielten gesamtwirtschaftlichen Ergebnisse schaut, zeigen auch die anhaltende Stärke des Yen, der D-Mark und des Schweizer Frankens sowie die entsprechende Schwäche der Währungen Italiens, Schwedens und Kanadas. Für das Halten von Vermögenswerten in den letztgenannten Währungen verlangt der Markt eine höhere Risikoprämie in Form einer besseren Verzinsung und/oder eines niedrigeren Wechselkurses. Es kann allerdings auch sein, daß die jüngsten Entwicklungen mit einem gewissen Überschießen an den Devisenmärkten zusammenhängen. Wenn z.B. private japanische Anleger zunehmend zögern, Leistungsbilanzüberschüsse wieder in US-Dollar anzulegen, nachdem sie jahrelang die Kursverluste des Dollars in Kauf genommen hatten, könnte man diesem an der Fortschreibung der vergangenen Entwicklung orientierten Anlegerverhalten möglicherweise einen destabilisierenden Einfluß zuschreiben. Dennoch sollte man es im Rahmen einer allgemeinen Tendenz zu größerer Beachtung der gesamtwirtschaftlichen Eckdaten durch die Märkte sehen, die grundsätzlich wünschenswert ist.

Auf vergleichbare, aber noch deutlichere Weise hat sich auch bei Anlagen in den aufstrebenden Volkswirtschaften („emerging markets“) das Augenmerk der Marktteilnehmer zugunsten längerfristiger Überlegungen verschoben. Die großen Unterschiede zwischen den verschiedenen Ländern, insbesondere hinsichtlich der Wirtschaftspolitik und des Spar- und Investitionsverhaltens, werden immer stärker beachtet. Die Entwicklung der Kapitalströme, die im Verlauf des Jahres 1994 in die aufstrebenden Volkswirtschaften flossen, spiegelte dies bereits wider. Aber erst die Mexiko-Krise, die gegen Ende des Jahres ausbrach, rückte viele Probleme sichtbar in den Vordergrund, und das um so mehr, als Mexiko sich in den letzten Jahren dank

seiner fast zehn Jahre lang konsequent durchgeführten Reformbemühungen einen sehr guten Ruf erarbeitet hatte. Der Fall Mexiko hat gezeigt, daß eine ausgeglichene Haushaltsposition die gesamtwirtschaftliche Stabilisierung allein nicht garantieren kann, sondern daß auch das außenwirtschaftliche Gleichgewicht und andere Faktoren von Bedeutung sind. In Mexiko ließ die Deregulierung des Bankensystems gemeinsam mit massiven Kapitalzuflüssen die Bankkredite abrupt anschwellen, was eine Verringerung der inländischen Ersparnis zur Folge hatte. Ein erheblicher Anstieg des realen Wechselkurses sowie ein großes und letztlich nicht tragbares Leistungsbilanzdefizit waren die Folge.

Aber auch wenn die Krise ihre eigentliche Ursache in der Schwäche einiger gesamtwirtschaftlicher Grunddaten hatte, so ist doch beunruhigend, daß sie so plötzlich eintreten konnte. Ausgelöst wurde sie durch eine Reihe politischer Schocks, die es für die mexikanischen Behörden schließlich unmöglich machten, an den US-Dollar gebundene kurzfristige Verbindlichkeiten, die von Gebietsfremden gehalten wurden, zu erneuern. Dieser plötzliche Ausbruch der Krise macht die Gefahr deutlich, die mit einem starken Anstieg der realen Wechselkurse infolge leicht umkehrbarer internationaler Kapitalströme verbunden ist. Die in der Folge aufgetretenen Schwierigkeiten im mexikanischen Finanzsystem unterstreichen die Bedeutung solider Bank- und Aufsichtsstrukturen in den aufstrebenden Ländern. Darüber hinaus weisen sie darauf hin, daß die Finanzsysteme in regelmäßigen Abständen dahingehend bewertet werden sollten, ob sie auch bei großen und unerwarteten Veränderungen der makroökonomischen Grunddaten angemessen funktionieren können.

Probleme mit Marktinstrumenten und der Marktinfrastruktur

Das weltweite Finanzsystem wurde im vergangenen Jahr von vielen Schocks erschüttert. Weitere Beispiele hierfür sind der Zusammenbruch von Baring Brothers und das Bekanntwerden der Tatsache, daß auch etliche andere Finanzintermediäre und Endverwender 1994 große Verluste im Derivatgeschäft erlitten hatten. Bemerkenswert ist aber, daß im Finanzsystem insgesamt keine Funktionsstörungen zu verzeichnen waren. Mit jeweils schwankenden Risikoaufschlägen haben die Mittel im allgemeinen nach wie vor den Weg von den Endausleihern zu den Endverwendern gefunden, wobei das internationale Bankensystem weiterhin eine wichtige Rolle als Finanzintermediär wahrnahm. Diese Stabilität ist zu begrüßen. Sie ist teilweise das Ergebnis der intensiven Bemühungen um die Verbesserung des Risikomanagements, die Finanzinstitute sowie Banken- und Finanzmarktaufsicht auf nationaler wie auf internationaler Ebene in den letzten Jahren unternommen haben.

Was die Verbesserung des Risikomanagements auf Institutsebene betrifft, so dürfte sich die Erkenntnis, daß einige Institute große Verluste hinnehmen mußten, für andere als sehr heilsam erweisen. Die Entscheidung der britischen Währungsbehörden gegen eine Rettungsaktion für Baring Brothers wird in die gleiche Richtung wirken. So war im Verlauf des Jahres zu beobachten, daß die einfachen Derivate zunehmend den komplexer strukturierten vorgezogen wurden. Die vorsichtigeren Haltung der Investoren zeigte sich auch in ihrer Präferenz für kürzerfristige Anlagen und dem verstärkten Interesse an Anlagen bei Instituten mit einer guten Eigenkapitalausstattung.

Etliche 1994 veröffentlichte Berichte hoben ebenfalls die Bedeutung der Marktdisziplin für die Kontrolle des Derivatgeschäfts hervor und betonten in diesem Zusammenhang die Notwendigkeit einer Verschärfung der Publizitätsanforderungen, d.h. die Institute sollen verpflichtet werden, mehr Informationen über ihre Risikopolitik zur Verfügung zu stellen. Mit der Zeit könnte dieser Ansatz die traditionellen Aufsichtspraktiken, die sich ohnehin fortlaufend verändern, in wünschenswerter Weise ergänzen. Im April 1995 kündigte der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht Ergänzungsvorschläge zur Eigenkapitalvereinbarung von 1988 an, die die Marktrisiken erfassen sollen. Darüber hinaus analysierte er in einem veröffentlichten Diskussionspapier den Einsatz von ursprünglich bankinternen Risikobewertungsmodellen für die Berechnung der Eigenkapitalunterlegung des Marktrisikos. Bei all diesen Initiativen waren der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht und die für andere international tätige Finanzinstitute zuständigen Aufsichtsbehörden bestrebt, mehr voneinander zu lernen und ihre Zusammenarbeit zu vertiefen.

Im Hinblick auf die Handhabung von Systemrisiken wurden im Verlauf des letzten Jahres zahlreiche Schritte unternommen, um angesichts des ständig wachsenden Umsatzvolumens an den Finanzmärkten die Zuverlässigkeit der inländischen und internationalen Clearing- und Abwicklungssysteme zu verbessern. Durch die Globalisierung der Finanzmärkte hat die internationale Zusammenarbeit zwischen den Zentralbanken, denen in diesem Bereich allgemeine Verantwortung zukommt, an Bedeutung gewonnen. Im März 1995 veröffentlichte der Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme der Länder der Zehnergruppe eine Analyse über die grenzüberschreitende Abwicklung von Wertpapiergeschäften, und zur Zeit untersucht er verschiedene Möglichkeiten, das Risiko in diesem Bereich zu senken. Trotz der jüngsten Anstrengungen und grundsätzlich positiver Erfahrungen bleibt natürlich noch eine Menge zu tun, um die Infrastruktur im Finanzbereich an das globalisierte und immer stärker deregulierte Finanzgeschäft anzupassen.

II. Entwicklungen in der Weltwirtschaft

Schwerpunkte

Nach der divergierenden Konjunktorentwicklung in den wichtigsten Regionen der Weltwirtschaft seit Anfang 1990 verlief das Wirtschaftswachstum 1994 ausgeglichener und gleichmäßiger. Die anhaltend kräftige Expansion in den USA und den Ländern Südostasiens bildete ein solides Fundament für eine unerwartet rasche exportinduzierte Erholung in den meisten europäischen Ländern. Unterstützt durch das Wachstum in den USA sowie durch inländische Liberalisierungs- und Stabilisierungsprogramme hielt auch die Wirtschaftsstärke in Lateinamerika an, während etliche osteuropäische Länder dank des Aufschwungs in Westeuropa die Früchte ihrer zügigen Umgestaltung ernten und zum ersten Mal in den neunziger Jahren positive Wachstumsraten verzeichnen konnten. Die afrikanischen Länder profitierten ebenfalls von der weltweiten Nachfragebelebung sowie vom Anstieg der Rohstoffpreise.

Die Zunahme der weltweiten Nachfrage vollzog sich 1994 vor dem Hintergrund einer stabilen Preisentwicklung in den Industrieländern. Bei Ländern in der Anfangsphase der Konjunkturerholung ist das allerdings nicht ungewöhnlich, denn die Preisentwicklung wird noch davon beeinflusst, daß die Produktion niedriger ist als das Produktionspotential. Die außergewöhnlich niedrigen Inflationsraten etlicher Länder im derzeitigen Konjunkturzyklus lassen sich dadurch erklären, daß die jüngste Rezession – zum Teil infolge des Rückgangs der Preise von Vermögenswerten und einer übermäßigen Verschuldung – besonders lang und tief war.

Für die Zukunft stellt sich die Frage, ob sich dieser Konjunkturzyklus in den Industrieländern im Hinblick auf den Aufschwung und die Inflation von dem Muster früherer Zyklen unterscheiden wird. In den USA stiegen die Nominallöhne trotz relativ niedriger Arbeitslosigkeit und einer hohen Kapazitätsauslastung bisher maßvoll. In vielen Ländern wurden durch eine umfassende Umstrukturierung in der Industrie erhebliche Produktivitätsfortschritte erzielt und die Lohnstückkosten gesenkt. In anderen Ländern mehren sich jedoch bereits die Anzeichen dafür, daß die Steigerungsrate der Nominallöhne trotz einer relativ hohen Arbeitslosigkeit nicht mehr so niedrig ist wie bisher. Im verarbeitenden Sektor einiger Länder, deren Währung sich abgewertet hat, erhöhte sich infolge rasch zunehmender Exporte außerdem die Kapazitätsauslastung, und die inflationären Tendenzen verstärkten sich erheblich.

Auch zahlreiche Strukturprobleme in den Industrieländern scheinen weiter keiner Lösung nahe. Die hohe Arbeitslosigkeit gibt in vielen europäischen Ländern nach wie vor Anlaß zur Sorge, und die bisherigen Bemühungen der Regierungen, die Flexibilität auf den Arbeitsmärkten zu vergrößern, waren offensichtlich unzureichend. Weiterhin äußern sich anhaltend niedrige Sparquoten, die in erster Linie auf Defizite im Staatshaushalt zurückzuführen sind, in relativ hohen Realzinsen.

Die staatliche Nettoverschuldungsquote in den Industrieländern nahm 1994 weiter zu, so daß der Anstieg der Verschuldung insgesamt seit Ende der achtziger Jahre gemessen am BIP inzwischen über 10 Prozentpunkte beträgt.

In den übrigen Ländern zeigte sich ein weniger einheitliches Bild, wobei ein hohes Nachfragewachstum oftmals Preisdruck hervorrief und das außenwirtschaftliche Gleichgewicht belastete. Der Inflationsrückgang in vielen lateinamerikanischen Ländern war mit einer realen Aufwertung der Währungen und einer Verschlechterung der Leistungsbilanzen verbunden. Die Liquiditätskrise und der anschließende sprunghafte Preisanstieg in Mexiko Anfang 1995 zeigen, daß sich die Preissituation womöglich weniger verbessert hatte, als es zuvor aus den Daten erkennbar gewesen war. All dies veranschaulicht, welche schwierigen Balanceakt viele Reformländer, einschließlich früherer Staatshandelsländer, zu vollziehen haben: Einerseits muß die internationale Wettbewerbsfähigkeit gefördert werden, damit sich der exponierte Sektor der Volkswirtschaft auf den liberalisierten Außenhandel und den Importwettbewerb einstellen kann; andererseits wollen diese Länder den nominalen Wechselkurs als Anker für ihre Stabilisierungsbemühungen im Inland einsetzen.

In vielen asiatischen Ländern wurden die Leistungsbilanzdefizite durch eine hohe inländische Ersparnis begrenzt, die zum Teil einem Klima gesamtwirtschaftlicher Stabilität sowie gezielten staatlichen Anreizen zu verdanken ist. Zwar ist die Inflationsrate nach wie vor moderat, aber in einigen Ländern scheint dennoch die Gefahr einer konjunkturellen Überhitzung zu bestehen, da die Industriekapazitäten und die Infrastruktur bis an ihre Grenzen belastet sind und die Löhne weiterhin in raschem Tempo steigen.

Sechs Jahre des Übergangs und ganz unterschiedliche Umgestaltungsstrategien in den früheren Staatshandelsländern haben bewiesen: Die Tatsache, daß eine strukturelle Umgestaltung zwangsläufig ihre Zeit braucht, schließt eine rasche Liberalisierung und Stabilisierung nicht aus. Eine konsequente makroökonomische Politik hat für den mikroökonomischen Wandel und die Belebung der privaten Initiative eine entscheidende Rolle gespielt. In den meisten dieser Länder verharrte die Inflation jedoch auf hohem Niveau, was in vielen Fällen auf die vergleichsweise großen staatlichen Haushaltsdefizite zurückzuführen war.

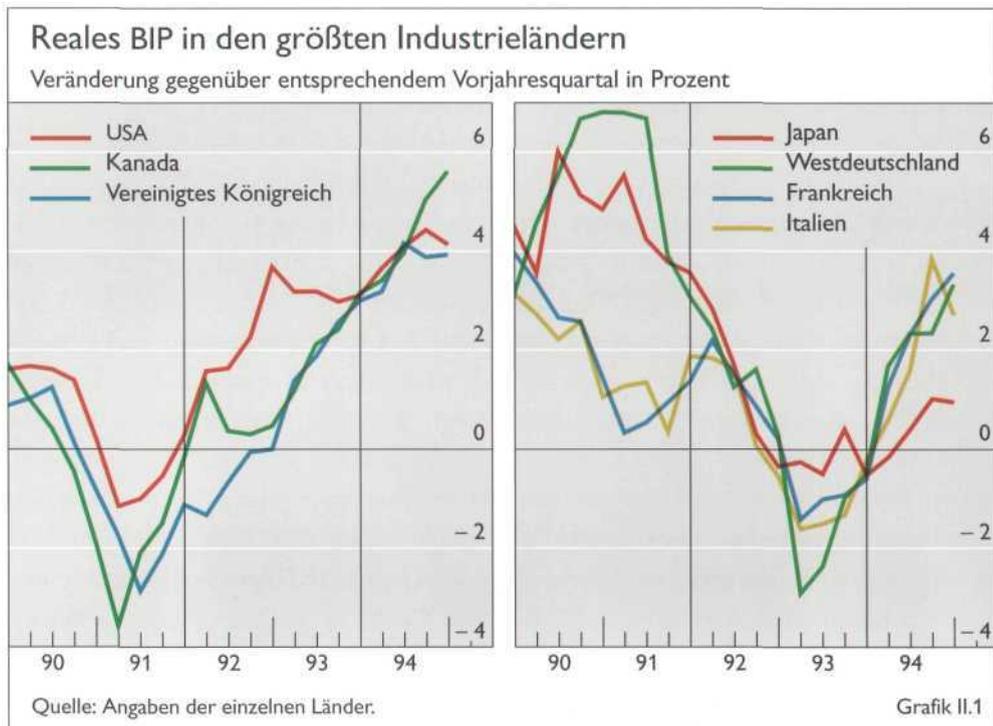
Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern

Hauptmerkmale des derzeitigen Konjunkturaufschwungs

Unerwartet hohes Wachstum bei stabiler Preisentwicklung

In den Industrieländern war 1994 eine allgemeine Belebung der Wirtschaftstätigkeit zu beobachten. Die Wachstumsrate war mit 3,0% erheblich höher, als vor einem Jahr prognostiziert worden war. Diese unerwartete Stärke kennzeichnete nicht nur Länder, die 1993 noch in der Rezession gewesen waren, sondern auch solche, die im Konjunkturzyklus bereits recht weit vorangeschritten waren. In den USA erreichte das Wirtschaftswachstum mit 4,1% die höchste Jahresrate seit zehn Jahren. Gleichzeitig sank die durchschnittliche Inflationsrate für die Gruppe der Industrieländer insgesamt, gemessen an den Verbraucherpreisen, weiter auf 2,4%.

Neben den Gemeinsamkeiten gibt es zwischen den Industrieländern jedoch auch Unterschiede. Grafik II.1 zeigt, daß sich der Konjunkturzyklus in den



kontinentaleuropäischen Ländern und Japan weiterhin nicht mit jenem der englischsprachigen Länder deckt. Schätzungen zufolge liegen die großen Länder Kontinentaleuropas in ihrer Konjunktorentwicklung inzwischen sogar mehr als sechs Quartale hinter dem Zyklus in den USA, verglichen mit einem durchschnittlichen Abstand von ein oder zwei Quartalen in den siebziger und frühen achtziger Jahren. Am deutlichsten sichtbar wird diese Inkongruenz, wenn man die beiden Extremfälle vergleicht, nämlich die USA und Japan. In den USA hat längst das vierte Jahr des Wirtschaftsaufschwungs begonnen. Die japanische Wirtschaft bewegt sich dagegen erst jetzt allmählich aus einer tiefen und langen Rezession heraus, und angesichts der Yen-Stärke, weiterer Umstrukturierungen in den Bilanzpositionen des Banken- und Unternehmenssektors und der Nachwirkungen des Erdbebens von Kobe ist das Tempo der Erholung immer noch ungewiß.

Sowohl in Japan als auch in den USA war die wichtigste Triebfeder des Wachstums 1994 die Inlandsnachfrage, da der Außenbeitrag in beiden Ländern kontraktiv wirkte. Das Wachstum hatte jedoch unterschiedliche Ursachen. Von besonderer Bedeutung in den USA war die anhaltend rasche Ausweitung der Anlageinvestitionen der Unternehmen, insbesondere der Ausrüstungsinvestitionen, als Reaktion auf die hohe Kapazitätsauslastung und den Reorganisationsbedarf angesichts des zunehmenden Wettbewerbs aus den jungen Industrieländern. Auch die privaten Verbrauchsausgaben stiegen 1994 beträchtlich weiter an, so daß die Sparquote der privaten Haushalte auf den niedrigen Stand von vor der Rezession, d.h. rund 4%, zurückging. Obwohl sich die Exporte – gestützt durch die fortdauernde Dollarschwäche – 1994 recht kräftig ausweiteten, wurde ihr Wachstum von der Importzunahme noch übertroffen, worin die relativ weit fortgeschrittene Position der USA im Konjunkturzyklus zum Ausdruck kam.

Anders als in den USA verlief die Investitionstätigkeit des privaten Sektors in Japan – nach dem übersteigerten Investitionsboom Ende der achtziger Jahre und

Inlandsnachfrage als Triebfeder ...

... in den USA ...

... und Japan

den damit zusammenhängenden Preisblasen bei den Vermögenswerten – 1994 gedämpft. Seit nicht weniger als drei Jahren leisten die privaten Investitionen in Japan einen negativen Beitrag zum Wirtschaftswachstum. Die Inlandsnachfrage wurde vor allem durch den Verbrauch gestützt – der seinerseits stimuliert wurde durch eine weitere Verbesserung der Terms of Trade und den daraus entstehenden Abwärtsdruck auf die Inlandspreise – sowie durch vorübergehende Steuersenkungen. Eine gewisse Erholung des Konsumklimas spiegelte sich auch in einer Ausweitung der Wohnbauinvestitionen wider, die mehrere Jahre lang rückläufig gewesen waren.

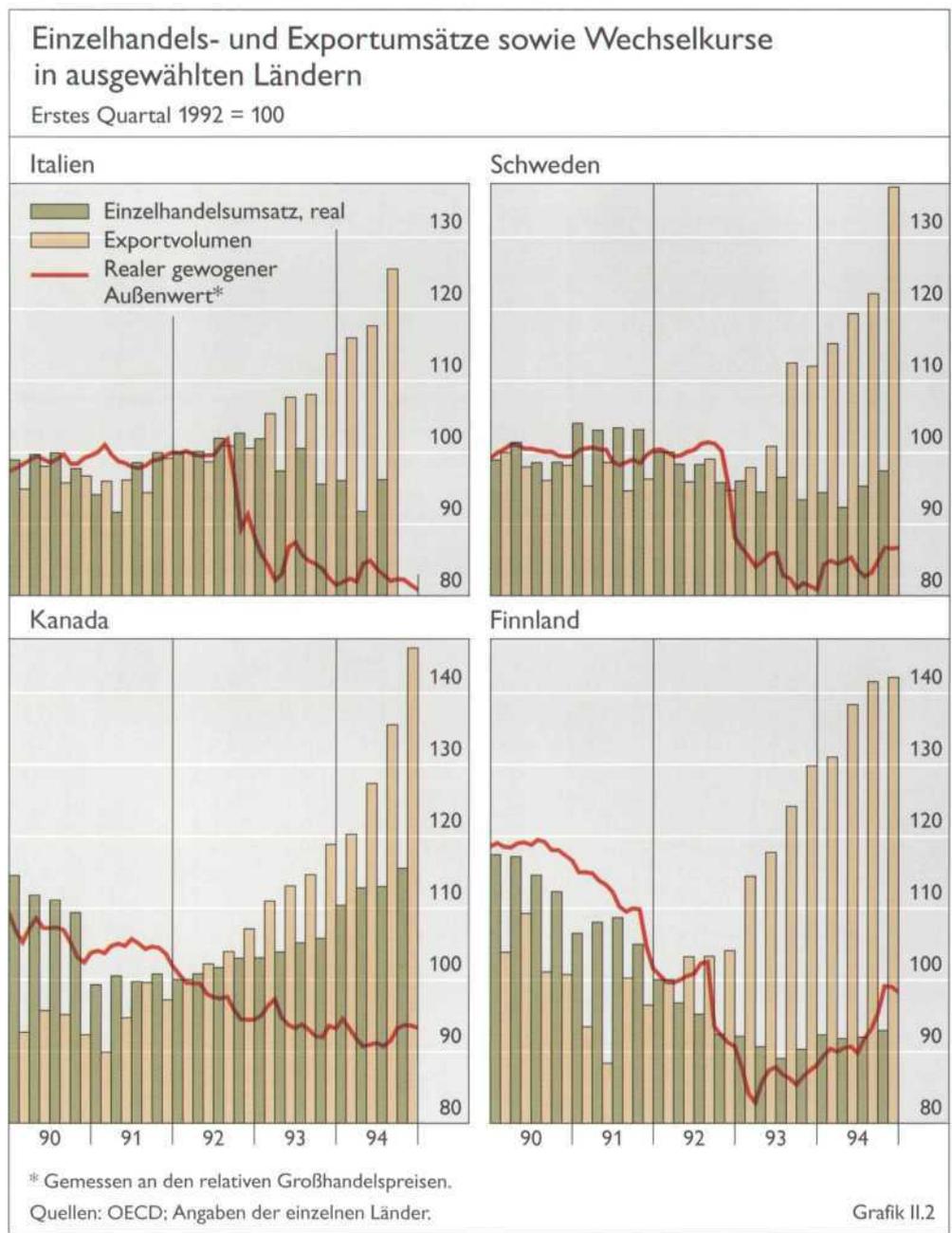
In Ländern mit abwertender Währung Anzeichen einer „gespaltenen“ Expansion

Typisch für die derzeitige Wirtschaftslage in vielen Ländern ist ein lebhaftes Wachstum der Exporte und Importe, worin deutlich wird, daß sich die Nachfragebelebung schwerpunktmäßig in den Sektoren der handelbaren Güter abspielt (s. Tabelle II.1 und Kapitel III). In den Ländern, deren Währung sich in diesem Zyklus ziemlich abgeschwächt hat – Kanada, Italien, Finnland, Schweden, Spanien, Vereinigtes Königreich –, sind sogar Anzeichen einer unausgewogenen, sozusagen „gespaltenen“ Expansion erkennbar: Während sich das verarbeitende Gewerbe

Reales BIP, Inlandsnachfrage, Importe und Exporte									
Land	Reales BIP			Inlandsnachfrage		Importe		Exporte	
	1983–92	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1993	1994
Jahresveränderung in Prozent									
USA	2,8	3,1	4,1	3,9	4,7	10,7	13,4	4,1	9,0
Japan	4,0	-0,2	0,5	-0,1	1,1	-0,3	6,7	-1,1	3,3
Westdeutschland	3,0	-1,7	2,4	-1,6	2,7	-3,0	8,0	-3,0	6,3
Frankreich	2,2	-1,5	2,7	-2,3	2,9	-3,4	6,6	-0,4	5,8
Italien	2,3	-1,2	2,2	-5,5	1,9	-7,8	9,8	9,4	10,9
Vereinigtes Königreich	2,4	2,3	3,7	2,2	3,0	2,8	5,9	3,3	8,9
Kanada	2,7	2,2	4,5	1,8	3,0	8,8	9,6	10,4	14,4
<i>Siebenergruppe¹</i>	2,9	1,2	3,0	1,2	3,3	4,1	10,1	2,7	7,8
Australien	3,0	3,9	5,4	3,5	6,5	5,2	14,7	7,4	8,4
Belgien	2,3	-1,7	2,3	-1,7	1,6	1,6	5,4	1,6	6,2
Dänemark	2,0	1,5	4,4	1,0	5,5	-4,1	10,5	-2,0	6,9
Finnland	1,5	-1,5	3,9	-5,9	3,3	0,7	12,6	16,7	12,5
Griechenland	1,8	-0,5	1,0	0,4	1,3	2,3	3,7	-0,7	4,0
Irland	3,9	4,0	5,5	0,2	4,0	5,9	9,0	9,6	9,8
Neuseeland ²	1,4	5,3	3,8	6,2	7,2	11,9	19,1	8,4	7,4
Niederlande	2,6	0,4	2,4	-0,6	2,0	0,2	5,2	1,7	5,6
Norwegen	2,8	2,4	5,1	3,2	4,7	3,2	7,2	1,6	7,6
Österreich	2,6	-0,1	2,7	0,1	4,1	-0,6	7,8	-1,0	4,9
Portugal	2,6	-1,2	1,0	-0,9	0,5	-3,2	-0,2	-5,1	1,1
Schweden	1,6	-2,6	2,2	-5,6	1,4	-2,8	13,2	7,6	13,8
Schweiz	2,0	-0,9	2,1	-1,8	4,4	-1,0	8,8	1,3	3,9
Spanien	3,2	-1,1	2,0	-4,1	0,7	-5,1	11,0	8,3	17,7
<i>Übrige Industrieländer¹</i>	2,5	0,1	2,9	-1,2	2,9	-0,3	9,4	4,5	9,4
Alle Industrieländer¹	2,9	1,1	3,0	0,9	3,2	3,5	10,0	2,9	8,0

¹ Berechnet anhand von Gewichten auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1990. ² Rechnungsjahr beginnt am 1. April.
 Quellen: OECD; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle II.1

sehr dynamisch zeigt, verläuft die Entwicklung des Dienstleistungssektors nach früheren Übersteigerungen in einigen Ländern immer noch gedämpft. Grafik II.2 veranschaulicht die krassen Unterschiede in den Einzelhandels- und Exportumsätzen einiger dieser Länder. Ein nominaler Wertverlust der Währung müßte über eine Erhöhung der Preise für handelbare Güter im Vergleich zu den übrigen Gütern eigentlich zu einer Verschiebung von Ressourcen zum exponierten Sektor der Volkswirtschaft beitragen. Da eine solche Umlenkung der Produktionsfaktoren jedoch ihre Zeit braucht, geht die bestehende Arbeitslosigkeit im geschützten Sektor nicht unbedingt sofort zurück, und die Inflationstendenzen im exponierten Sektor können sich verstärken. Wenn sich die Erholung auf breiterer Basis durchsetzt, dürfte das Problem der Arbeitslosigkeit gemildert werden, aber möglicherweise um den Preis steigender Inflation.



In einigen dieser Länder scheint nunmehr eine ausgewogenere Nachfrageexpansion eingesetzt zu haben, da die gestiegenen Gewinne und die hohe Kapazitätsauslastung im exponierten Sektor nicht nur die Investitionstätigkeit, sondern über Spillover-Effekte auch die Nachfrage nach sonstigen Gütern fördern. Am weitesten fortgeschritten ist dieser Prozeß in Kanada und im Vereinigten Königreich, wo der Aufschwung bereits deutlich Fuß gefaßt hat, aber auch in einer Anzahl anderer Länder beginnt er sich abzuzeichnen.

In Kanada sind die Ausrüstungsinvestitionen seit dem zweiten Halbjahr 1993 sehr lebhaft, und im vergangenen Jahr begann sich auch der gewerbliche Bau zu erholen. Die Verbrauchsausgaben zeigten 1994 ebenfalls etwas mehr Dynamik, aber ihre Entwicklung wird nach wie vor gehemmt durch die hohe Arbeitslosigkeit und die nur mäßige Zunahme des realen verfügbaren Einkommens. Im Vereinigten Königreich wurde erst im zweiten Quartal 1994 eine Erholung der Investitionen sichtbar, was zu Befürchtungen eines wachsenden Preisdrucks aufgrund frühzeitiger Kapazitätsengpässe Anlaß gab. Die Verbrauchsausgaben blieben 1994 recht hoch, obwohl die bescheidenen Reallohnsteigerungen einerseits und Steuererhöhungen sowie die wechselkursbedingte Verschlechterung der Terms of Trade andererseits die Entwicklung der Realeinkommen dämpften. Auch in den meisten anderen europäischen Ländern, deren Währung nominal stark an Wert verlor, zogen die Ausrüstungsinvestitionen im zweiten Halbjahr 1994 recht stark an, was die rasche Ausweitung der Importe erklärt. Die zunehmende Zuversicht der Verbraucher und die jüngste Wachstumsbeschleunigung bei den Einzelhandelsumsätzen lassen darauf schließen, daß die Erholung in diesen Ländern ebenfalls den privaten Verbrauch erfaßt hat. In Italien z.B. erhöhten sich die Verbrauchsausgaben wieder recht sprunghaft, nachdem sie 1993 drastisch zurückgegangen waren.

In den europäischen Ländern mit relativ starker Währung ist nichtsdestoweniger eine traditionelle exportgestützte Erholung sichtbar. In Westdeutschland begann die Exportnachfrage 1993 zu steigen, und in der Folge gewann die Investitionstätigkeit beträchtlich an Schwung, da die Kapazitätsauslastung zunahm. Die Verbrauchsnachfrage blieb jedoch gedämpft, da gestiegene Steuern, die hohe Arbeitslosigkeit und eine geringe Zunahme der Reallöhne die Ausweitung des realen verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte einschränkten. In Ostdeutschland beschleunigte sich das ohnehin beträchtliche Wachstum weiter auf über 9%, denn hier waren sowohl die Investitions- als auch die Verbrauchsnachfrage sehr lebhaft. In Frankreich dagegen kam die Investitionstätigkeit trotz eines hohen Cash-flows der Unternehmen nur langsam wieder in Gang. Die Erhöhung der Verbrauchsnachfrage nach langlebigen Gütern war in erster Linie auf staatliche Anreize zum Erwerb von Neuwagen zurückzuführen.

Außer im Vereinigten Königreich beschleunigte sich in den im Konjunkturzyklus am weitesten vorangeschrittenen Ländern auch das Beschäftigungswachstum deutlich, so daß die Arbeitslosenquoten inzwischen erheblich unter ihren Höchstständen liegen. Am meisten verbesserte sich die Beschäftigungssituation im vergangenen Jahr in Kanada, Neuseeland und Australien (s. Tabelle II.2). Die anfänglichen Befürchtungen, wegen verbreiteter Rationalisierungen und Umstrukturierungen werde es zu einem Aufschwung ohne neue Arbeitsplätze kommen, stellten sich als übertrieben heraus. Wie Grafik II.3 zeigt, wuchs die Arbeitsproduktivität in den englischsprachigen Ländern insgesamt etwa im gleichen Maße wie in

Exportgestützte
Erholung in
Deutschland ...

... und Frankreich

Höheres Beschäftigungswachstum
in Ländern mit
Konjunkturvorsprung ...

vorangegangenen Erholungsphasen. Zwar ist die Beschäftigung im Vereinigten Königreich noch immer geringer als in der konjunkturellen Talsohle vor drei Jahren, aber dies war in früheren Konjunkturzyklen nicht wesentlich anders. Der Rückgang der Arbeitslosenquote ist vor allem auf eine Verringerung des Arbeitskräfteangebots zurückzuführen, die ihrerseits in demographischen Faktoren sowie im Ausscheiden entmutigter Arbeitssuchender aus dem Erwerbsleben begründet liegt.

Daß die Beschäftigung in den Ländern Kontinentaleuropas seit dem Konjunkturtief noch gesunken ist oder nur sehr langsam wächst, dürfte damit zusammenhängen, daß der Aufschwung noch in seinen Anfängen steckt. In einer solchen Phase des Konjunkturzyklus ist ein rascher Anstieg der Produktivität normal, weil zunächst das zuvor gehortete Arbeitskräftepotential ausgeschöpft wird und die Unternehmen zögern, neue Mitarbeiter einzustellen, solange die Erholung noch nicht auf sicheren Füßen steht. Es bleibt abzuwarten, ob mit fortschreitender Expansion in Europa mehr Arbeitsplätze geschaffen werden. Die Situation in den europäischen Ländern, die 1994 hohe Wachstumsraten aufwiesen, ist vielversprechend. In Dänemark, Irland und Norwegen ist die Beschäftigung im privaten Sektor im letzten Jahr schätzungsweise um rund 2% gestiegen. In zahlreichen Ländern, z.B. Italien, waren die Beschäftigungseinbußen in diesem Konjunkturzyklus außergewöhnlich groß. Dies ließ die Arbeitsproduktivität in der Anfangsphase der Erholung ungewöhnlich stark ansteigen, und es ist auch möglich, daß sich dadurch die Beschäftigung in einer späteren Phase relativ betrachtet rascher ausweiten wird.

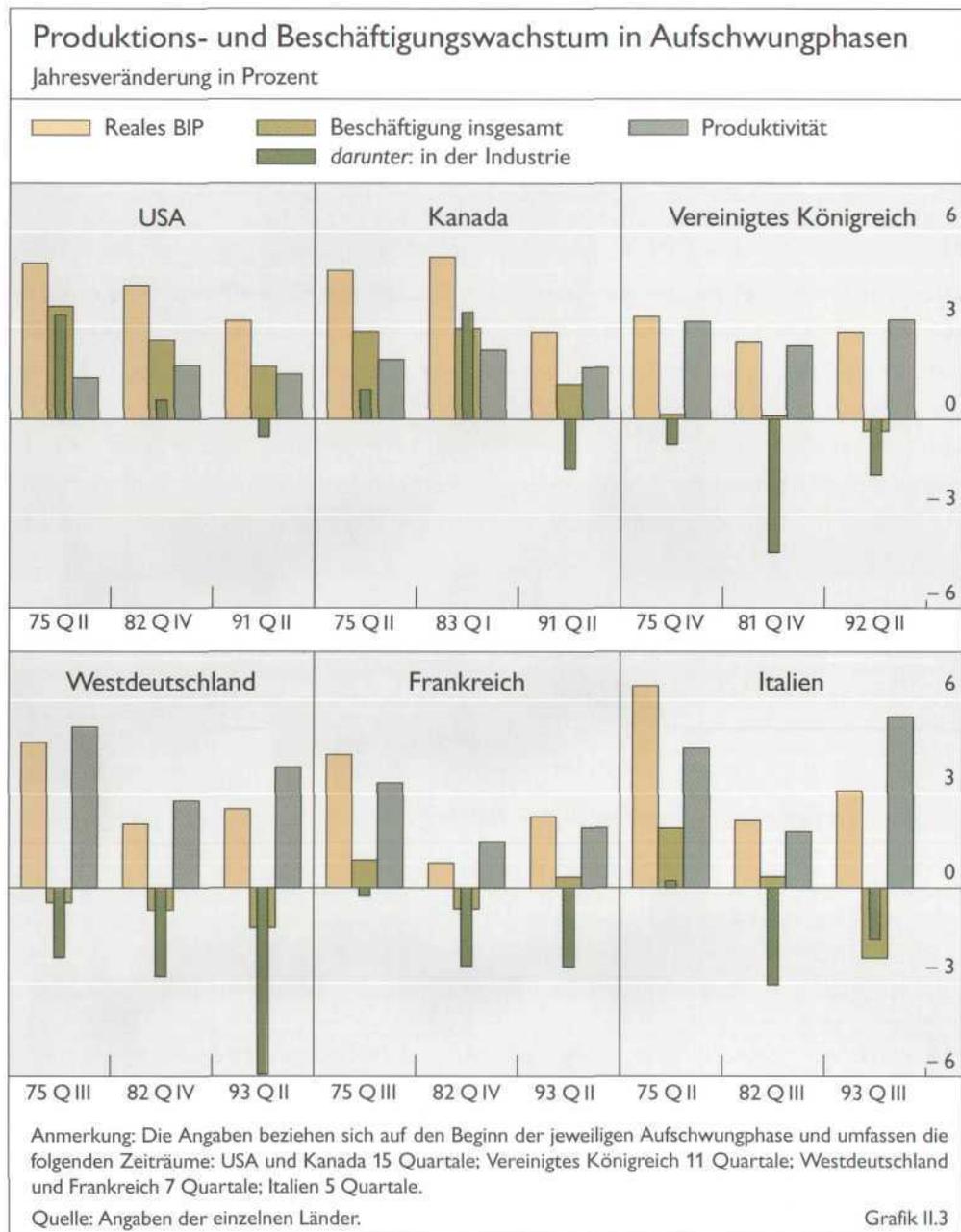
Auch in den verschiedenen Wirtschaftssektoren der Volkswirtschaft war das Beschäftigungswachstum unterschiedlich. In den Dienstleistungsbereichen wurden in der Regel mehr neue Arbeitsplätze geschaffen als im warenproduzierenden Gewerbe. In den USA und Kanada nahm die Beschäftigung in der Industrie und im Baugewerbe 1994 zwar recht stark zu, erreichte aber weder hier noch dort das Niveau aus der Zeit des Konjunkturtiefs. Im Dienstleistungsbereich entstanden dagegen – zum Teil infolge der wachsenden Bedeutung der Teilzeitbeschäftigung – sehr viele neue Arbeitsplätze. In Europa spielten auch die unterschiedlichen Wechselkursentwicklungen eine Rolle. In der westdeutschen Industrie wurden außerordentlich viele Arbeitsplätze abgebaut, und die Beschäftigung verringerte sich gegenüber dem Konjunkturtief von Anfang 1993 um über 10%. In Italien war die Abnahme im Dienstleistungsbereich besonders ausgeprägt; Gründe hierfür waren der gesunkene reale Außenwert der Währung und die Strukturreformen, durch die im geschützten Sektor der Volkswirtschaft der Wettbewerb verstärkt wurde. Insgesamt bestätigen die jüngsten Entwicklungen jedoch den längerfristigen Trend, daß im Dienstleistungsbereich schneller Arbeitsplätze geschaffen werden als in der übrigen Wirtschaft. In gewissem Maße mag diese Tendenz allerdings auch statistisch bedingt sein, denn viele Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe haben begonnen, Dienstleistungen, die zuvor im Unternehmen selbst erbracht wurden, durch „Outsourcing“ auszulagern.

Das unerwartet hohe Wachstum in den Industrieländern 1994 vollzog sich in einem Umfeld relativ niedriger und in vielen Ländern weiterhin rückläufiger Inflationsraten (s. Tabelle II.2). Der Rückgang des Inflationstrends seit Anfang der achtziger Jahre zieht sich durch alle Industrieländer und entspricht der bewußten Strategie der Währungsbehörden, die Inflation auf niedrigem Niveau stabil zu halten, um das langfristige Wachstum und die Investitionen zu fördern.

... aber Beschäftigung in den meisten kontinentaleuropäischen Ländern noch schwach

Unterschiede zwischen Wirtschaftssektoren

Stabile oder rückläufige Inflation ...



... in Reaktion auf Kapazitätsüberschüsse

Daß der Preisauftrieb in den meisten Ländern in der gegenwärtigen Konjunkturphase noch gedämpft ist, kommt nicht allzu überraschend, denn die Preisentwicklung reagiert noch immer auf die Produktionslücken, d.h. Kapazitätsunterauslastungen, die in der Rezession entstanden sind. Grafik II.4 veranschaulicht, wie der Anstieg der Inflationsrate Anfang der neunziger Jahre gestoppt wurde und sich umkehrte, als die reale Produktion unter ihren langfristigen Trend sank. Je mehr sich aber die ungenutzten Sachkapazitäten und die Unterbeschäftigung vermindern, um so mehr wird das Wachstum der Volkswirtschaft von der Veränderungsrate des Produktionspotentials abhängig, die ihrerseits bestimmt wird von der Entwicklung der Neuzugänge zum Arbeitsmarkt, der Nettoausweitung des Kapitalstocks und der Steigerung der Produktivität von Arbeit und Kapital. Wenn an den Arbeits- und Gütermärkten keine ungenutzten Kapazitäten vorhanden sind und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage stärker steigt als das

Produktionspotential, dann muß es praktisch zu einem Aufwärtsdruck auf Löhne und Preise kommen. Das Produktionspotential wird manchmal sogar als dasjenige Produktionsniveau definiert, oberhalb dessen ein solcher Druck entsteht.

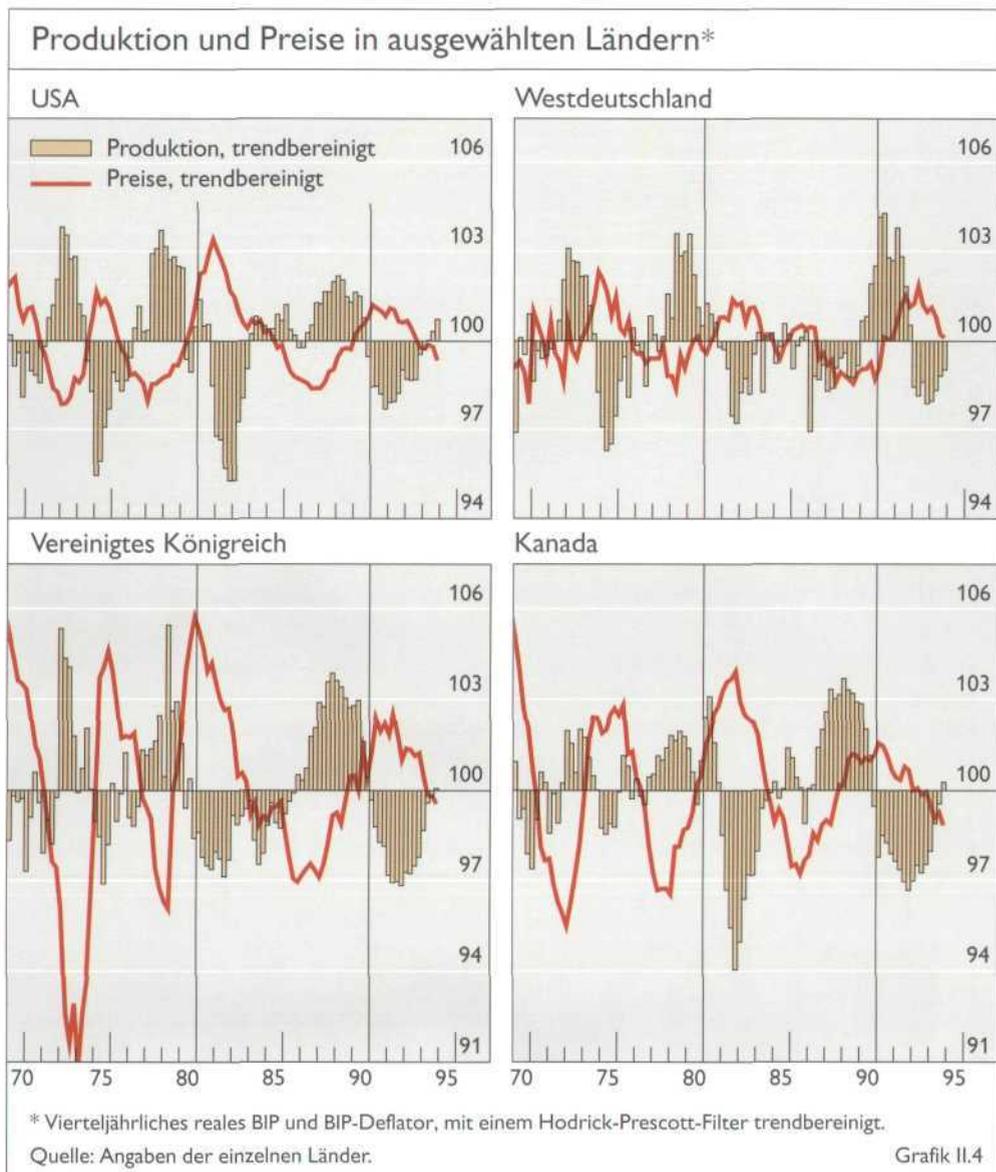
Die geldpolitischen Implikationen der sich verengenden Produktionslücken sowie verschiedener anderer Indikatoren des Preisauftriebs werden in Kapitel IV erörtert. In diesem Zusammenhang ist es sinnvoll zu untersuchen, wie sich der Potentialpfad der Produktion in diesem Konjunkturzyklus möglicherweise verändert hat und welche Auswirkungen dies auf die künftige Inflationsentwicklung haben könnte. Vielleicht gibt dies Aufschluß darüber, ob die jüngste Preisentwicklung als Teil des normalen Konjunkturverlaufs zu sehen ist oder ob sie auf einen Strukturwandel hinweist. Es gibt jedoch auch andersgerichtete Risiken. Eine Reihe von Strukturproblemen wie die hartnäckig hohe Arbeitslosigkeit und anhaltende Haushaltsdefizite könnten die Erholung in den Ländern, die im Konjunkturzyklus zurückliegen, dämpfen, insbesondere wenn die Dynamik der Exportnachfrage nachläßt.

Inflation und Arbeitslosigkeit								
Land	Verbraucherpreise				Arbeitslosenquote			
	1983–92	1993	1994	1995 1.Q.	1983–92	1993	1994	1995 1.Q.
	Jahresveränderung in Prozent				Prozent			
USA	3,8	3,0	2,6	2,8	6,8	6,8	6,1	5,5
Japan	1,8	1,3	0,7	0,1	2,5	2,5	2,9	3,0
Westdeutschland	2,2	4,1	3,0	2,3	8,2	8,3	9,2	9,1
Frankreich	4,4	2,1	1,7	1,7	9,7	11,7	12,5	12,3
Italien	7,4	4,2	3,9	4,4	9,5	10,4	11,5	12,1
Vereinigtes Königreich	5,5	1,6	2,5	3,4	9,1	10,3	9,3	8,4
Kanada	4,3	1,8	0,2	1,6	9,7	11,3	10,4	9,7
<i>Siebenergruppe</i> ¹	3,7	2,6	2,2	2,3	6,8	7,3	7,1	6,9
Australien	6,4	1,8	1,9	3,9	8,4	10,9	9,7	8,9
Belgien	3,5	2,8	2,4	1,8	10,2	9,4	10,0	10,0
Dänemark	4,2	1,3	2,0	2,4	9,3	12,3	12,1	10,7
Finnland	5,3	2,2	1,1	1,8	5,8	17,9	18,4	16,9
Griechenland	18,0	14,4	10,9	10,6	6,1	7,1	7,2	6,9
Irland	4,7	1,4	2,3	2,5	15,5	15,6	14,8	14,4
Neuseeland	7,9	1,3	1,8	4,0	6,4	9,5	8,2	7,5 ²
Niederlande	1,8	2,6	2,8	2,4	7,9	6,4	7,5	7,4
Norwegen	5,7	2,3	1,4	2,6	3,3	5,5	5,2	5,0
Österreich	3,0	3,6	3,0	2,5	5,2	6,8	6,6	6,3
Portugal	14,9	6,5	5,2	4,5	6,4	5,5	6,8	6,8 ²
Schweden	6,7	4,6	2,2	2,6	2,6	8,2	8,0	7,6
Schweiz	3,2	3,3	0,9	1,4	1,0	4,5	4,7	4,2
Spanien	7,6	4,6	4,7	4,8	18,9	22,7	24,2	23,8 ²
<i>Übrige Industrieländer</i> ¹	6,1	3,7	3,1	3,4	9,5	11,9	12,3	11,9
Alle Industrieländer ¹	4,1	2,8	2,4	2,5	7,3	8,1	8,0	7,7

¹ Inflation berechnet anhand von Gewichten auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1990; Arbeitslosenquote berechnet auf der Basis der Erwerbspersonen 1990. ² Viertes Quartal 1994.

Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle II.2



Produktionspotential im derzeitigen Konjunkturzyklus

Die Höhe des Produktionspotentials läßt sich nicht auf direkte Weise ermitteln, und darum ist auch nicht ohne weiteres festzustellen, wie groß die Lücke zwischen Produktion und Produktionspotential ist. In Tabelle II.3 werden zwei Schätzungen dieser Produktionslücke für das Jahr 1994 wiedergegeben, die einer kürzlich veröffentlichten OECD-Studie entnommen wurden. Auch wenn die Wirtschaftstätigkeit in den meisten Industrieländern mit Ausnahme der USA noch das Potential unterschreitet, wird deutlich, daß sich in vielen Ländern die Lücke recht schnell schließt. In den Ländern, die im Konjunkturzyklus schon weit fortgeschritten sind, wie z.B. Australien, Kanada, den USA und dem Vereinigten Königreich, übertraf das Wachstum 1994 die geschätzte Zunahme des Potentials ziemlich deutlich. In den meisten Ländern Kontinentaleuropas lag das Wachstum des BIP dagegen nicht wesentlich über dem des Potentials. Allerdings sind die Produktionslücken in vielen dieser Länder recht klein, was oft auf eine relativ milde Rezession zurückzuführen ist.

BIP und Produktionspotential									
Land	BIP-Wachstum			Potentialwachstum ¹				Produktionslücke ²	
				Insgesamt	Beschäftigung ³	Kapital ³	Produktivität ^{3,4}	A	B
	1971–80	1981–90	1994	1994				1994	
	Jahresveränderung in Prozent							Prozent	
USA	2,8	2,6	4,1	2,7	1,0	0,9	0,7	1,0	0,4
Japan	4,5	4,1	0,5	3,5	1,0 ⁵	3,8 ⁵	2,4 ⁵	-2,3	-2,0
Westdeutschland	2,7	2,3	2,4	2,5	0,0	0,7	1,7	-1,2	-1,1
Frankreich	3,3	2,4	2,7	2,2	0,2	0,6	1,4	-3,5	-2,3
Italien	3,7	2,2	2,2	2,2	0,2	0,4	1,7	-2,0	-1,7
Vereinigtes Königreich	2,0	2,6	3,7	2,3	0,3	0,2	1,8	-3,9	-2,0
Kanada	4,6	2,9	4,5	2,7	1,2	1,0	0,5	-2,9	-2,8
Australien	3,4	3,2	5,4	2,9	1,2	0,7	1,0	-1,4	-0,6
Belgien	3,2	1,9	2,3	2,3	0,4	0,7	1,2	-2,1	-1,7
Dänemark	2,2	2,0	4,4	2,4	0,2	0,6	1,5	-1,9	0,0
Finnland	3,5	3,2	3,9	3,3	1,1	0,0	2,2	-5,0	-4,1
Griechenland	4,7	1,5	1,0	1,5	0,3	0,9	0,3	-2,3	-1,2
Irland	4,7	3,7	5,5	4,9	1,1	0,4	3,3	-0,1	0,1
Niederlande	2,9	2,0	2,4	2,4	0,6	0,8	1,0	-2,1	-1,1
Norwegen ⁶	4,8	2,5	3,9	1,2	0,0	0,4	0,8	-2,1	-0,2
Österreich	3,6	2,1	2,7	2,2	0,4	1,1	0,8	-1,7	-1,2
Schweden	2,0	2,0	2,2	2,1	0,5	0,4	1,3	-3,9	-1,9
Spanien	3,5	3,0	2,0	2,1	0,0	0,6	1,5	-3,2	-2,3

¹ Unternehmenssektor. ² Unterauslastung der Produktionskapazitäten berechnet in Spalte A auf der Grundlage einer Produktionsfunktion, in Spalte B auf der Basis eines univariaten Zeitreihenansatzes unter Verwendung eines Hodrick-Prescott-Filters (Einzelheiten s. die unten genannte Quelle). ³ Beitrag zum Potentialwachstum in Prozentpunkten (außer Japan). ⁴ Trend der totalen Faktorproduktivität. ⁵ Jahreswachstumsraten. Da eine CES-Produktionsfunktion verwendet wird, ist eine analoge Zerlegung des Potentialwachstums nicht möglich. ⁶ Festlandssektoren Norwegens (außer für die ersten beiden Spalten).

Quellen: OECD, Working Paper No. 152; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.3

Produktivitätswachstum und Anpassung am Arbeitsmarkt

Eine der Erklärungen für die Abschwächung der Preisentwicklung war bisher die Entwicklung der inländischen Arbeitskosten. Wie Tabelle II.4 zeigt, haben sich die Lohnstückkosten 1994 in vielen Ländern verringert, was darauf zurückzuführen ist, daß die Lohnsteigerungen gegenüber Anfang der neunziger Jahre bei gleichzeitig hohen Produktivitätsgewinnen relativ niedrig waren. Zwar ist ein rascher Produktivitätsfortschritt in den Anfangsphasen eines Wirtschaftsaufschwungs üblich, aber vielfältige Umstrukturierungen und Kostenreduzierungen in der Industrie dürften zu einer strukturellen Produktivitätsverbesserung beigetragen haben, durch die die Arbeitskräftenachfrage vermindert und der Lohnkostendruck eingedämmt wurde.

Vergleicht man den Produktivitätsfortschritt im verarbeitenden Gewerbe der USA im jetzigen und im vorangegangenen Konjunkturzyklus, so ist eine solche ungewöhnliche Verbesserung nicht erkennbar, während sich die Produktivität in einigen anderen Ländern, z.B. Kanada, Italien, dem Vereinigten Königreich und möglicherweise Deutschland, ganz anders entwickelte als normal. Dort entstand während des vorangegangenen Konjunkturhochs eine Reallohnücke, da die Reallohne, definiert als die mit den Erzeugerpreisen deflationierten Nominallohnkosten,

Sinkende Lohnstückkosten

Vielfältige Umstrukturierungen in der Industrie nach Gewinneinbußen ...

rascher stiegen als die Produktivität, so daß die Gewinnmargen im verarbeitenden Gewerbe kleiner wurden. Grund für diesen Anstieg der Reallöhne war eine Kombination aus steigenden Nominallöhnen infolge einer Überhitzung des Inlandssektors und einem eingegengten Spielraum bei den Erzeugerpreisen, der die Industrieunternehmen daran hinderte, diesen Lohnkostendruck in vollem Umfang an ihre Kunden weiterzugeben. Die Überwälzung von Lohnsteigerungen auf die Erzeugerpreise wurde nicht nur durch die zunehmende internationale Konkurrenz der jungen Industrieländer eingeschränkt, sondern auch durch nominale Wechselkurszwänge. In Deutschland, Italien und dem Vereinigten Königreich war der nominale Wechselkurs im EWS-Wechselkursmechanismus festgeschrieben, während sich die kanadische Währung aufgrund der straffen Ausrichtung der Geldpolitik Ende der achtziger Jahre festigte, so daß die Gewinnmargen im exponierten Sektor der Volkswirtschaft schrumpften.

... führen zu
hohem Produktivitätswachstum,
zunehmender
Arbeitslosigkeit ...

Durch den weltweiten Wirtschaftsabschwung wurde das verarbeitende Gewerbe in diesen Ländern noch weiter beeinträchtigt, und es wuchs der Anreiz, das Produktivitätswachstum zu steigern. In der jüngsten Rezession waren die Einbußen beim Produktivitätswachstum im verarbeitenden Gewerbe dann auch wesentlich geringer, und die Produktivität hat sich seit Beginn der Rezession insgesamt weitaus stärker erhöht als während der Expansionsphase Anfang der achtziger Jahre. Dahinter steht ein beträchtlicher Personalabbau in der Industrie, der einen erheblichen Anstieg der Arbeitslosigkeit zur Folge hatte.

Lohnstückkosten und ihre Zusammensetzung*										
Land	Lohnstückkosten	Erzeugerpreise	Nominal-löhne	Verbraucherpreise	Produktivität	Lohnstückkosten	Erzeugerpreise	Nominal-löhne	Verbraucherpreise	Produktivität
	1990-93					1994				
	Jahresveränderung in Prozent									
USA	2,2	2,4	4,5	3,9	2,3	-1,9	0,6	2,9	2,6	4,9
Japan	5,0	-0,7	4,9	2,3	-0,1	-0,4	-2,0	2,5	0,7	2,9
Westdeutschland	3,9	1,3	6,5	3,6	2,5	-6,1	0,7	1,6	3,0	8,3
Frankreich	2,6	-1,7	4,5	2,8	1,8	-3,6	1,4	3,0	1,7	7,0
Italien	4,9	3,6	7,4	5,5	2,4	-2,7	3,8	3,9	3,9	6,8
Vereinigtes Königreich	4,2	4,6	7,2	5,1	2,9	-0,1	2,5	4,7	2,5	4,8
Kanada	1,0	0,7	5,5	3,4	4,5	-1,5	5,7	2,0	0,2	3,6
Australien	0,1	2,7	4,1	3,3	3,9	-3,2	0,8	2,8	1,9	6,1
Belgien	1,7	-0,6	4,1	3,0	2,4	..	1,7	2,4	2,4	..
Dänemark	1,2	0,2	3,7	2,1	2,5	-7,1	1,1	3,3	2,0	11,3
Finnland	-1,2	1,8	4,8	3,9	6,1	-5,9	1,6	4,2	1,1	10,5
Griechenland	12,0	13,9	15,0	17,5	2,7	11,1	8,7	13,1	10,9	1,9
Irland	0,0	1,4	5,1	2,8	5,2	-2,5	1,1	2,7	2,3	5,4
Niederlande	3,0	1,2	3,9	2,8	0,9	-5,7	0,5	2,3	2,8	8,5
Norwegen	3,3	1,5	4,2	3,0	0,8	0,5	1,4	2,9	1,4	2,4
Österreich	2,1	2,0	6,1	3,6	4,0	-3,6	2,5	3,9	3,0	7,8
Schweden	0,7	2,6	4,9	6,6	4,2	-0,7	4,2	4,7	2,2	5,3
Schweiz	1,8	1,8	5,2	4,6	3,4	-9,5	-0,3	1,9	0,9	12,5
Spanien	6,6	3,2	8,0	5,8	1,2	-5,0	4,4	4,7	4,7	10,2

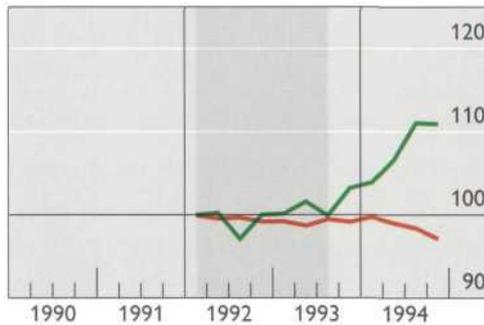
* Im verarbeitenden Gewerbe. Definition der Reihe je nach Land unterschiedlich.
Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Tabelle II.4

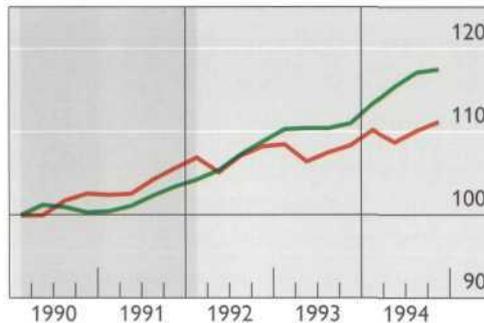
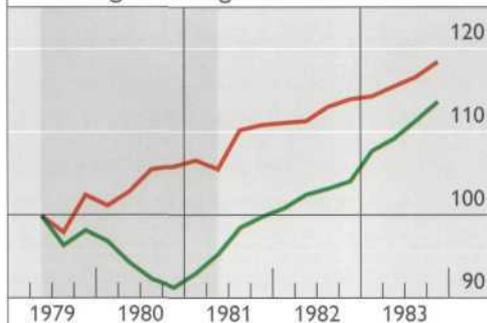
Reallohn­lücke in der Industrie

Quartals­durch­sch­nit­te,
Höchst­stand des vorigen und des gegen­wärtigen Kon­junktur­zyklus¹ = 100

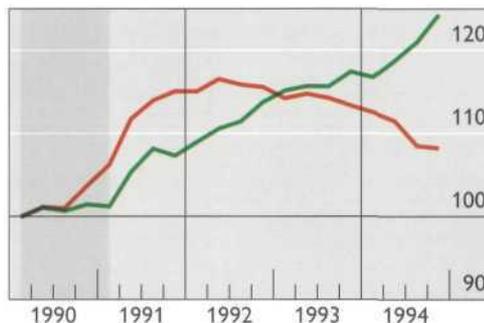
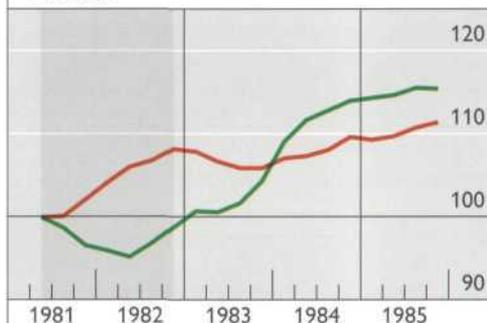
Italien



Vereinigtes Königreich



Kanada



¹ Konjunkturhoch bis Konjunkturtief: Italien 2. Q. 1981–3. Q. 1982 und 1. Q. 1992–3. Q. 1993; Vereinigtes Königreich 2. Q. 1979–2. Q. 1981 und 1. Q. 1990–1. Q. 1992; Kanada 2. Q. 1981–4. Q. 1982 und 1. Q. 1990–1. Q. 1991. ² Lohnkosten mit Erzeugerpreisen deflationiert.

Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

Grafik II.5

Der Rückgang der Lohnsteigerungsraten seit Anfang der neunziger Jahre läßt sich weitgehend dadurch erklären, daß die Löhne auf die steigende Arbeitslosigkeit reagierten. Zunehmender Produktivitätsfortschritt und sinkende Reallöhne aus Produzentensicht haben überdies wieder zu größeren Gewinnmargen geführt. In welchem Tempo dies geschah, hing nicht zuletzt auch von der Wechselkursentwicklung ab. Die Schwäche der Währung in zahlreichen Ländern erleichterte es den Industrieunternehmen, die Reallöhne zu senken und die Gewinnmargen recht erheblich auszuweiten (s. Kapitel IV). In Japan ließen dagegen die reale Aufwertung des Yen und der damit verbundene Anstieg des Anteils der Importe am Inlandsverbrauch die Güterpreise sinken, wodurch die Gewinneffekte der jüngsten Abnahme der Lohnstückkosten mehr als aufgezehrt wurden.

... und Rückgang der Lohnsteigerungsraten

Einflüsse auf
inflationstabile
Arbeitslosenquote:

– sektorale
Verschiebungen

– demographische
Faktoren

– Hysterese

– Politik

Ob sich durch die industrielle Umstrukturierung das Produktionspotential vergrößert und sich so der aktuelle Preisauftrieb vermindert hat, hängt auch davon ab, ob der Effekt der Produktivitätszunahme durch einen Anstieg der inflationstabilen Arbeitslosenquote (NAIRU) nach der Rezession zunichte gemacht wurde. Im jüngsten Konjunkturzyklus war die inflationstabile Arbeitslosenquote mehreren Einflüssen ausgesetzt, die einander möglicherweise ausglich. Erstens dürften die bereits angesprochenen ausgeprägten sektoralen Verschiebungen der Beschäftigung die inflationstabile Arbeitslosenquote insofern erhöht haben, als die Arbeitskräfte aus den schrumpfenden Wirtschaftszweigen andere Qualifikationen mitbringen, als in den Dienstleistungsbereichen benötigt werden. Umschulungen sind zeitaufwendig und kostspielig. Zweitens dürften auch demographische Faktoren eine Rolle gespielt haben: Da die geburtenstarken Jahrgänge älter werden, dürfte die inflationstabile Arbeitslosenquote steigen, da ältere Erwerbspersonen meist länger arbeitslos sind als jüngere. Drittens schließlich scheint die inflationstabile Arbeitslosenquote in vielen Ländern automatisch der konjunkturbedingten Erhöhung der Arbeitslosigkeit zu folgen. Eine Kombination verschiedener Faktoren, wie z.B. relativ hoher Arbeitslosenunterstützungen, sinkender Qualifikation infolge der Arbeitslosigkeit, der Stärke der Gewerkschaften und strenger Regelungen am Arbeitsmarkt im Hinblick auf Neueinstellungen und Entlassungen, macht es für die Arbeitslosen schwieriger und weniger attraktiv, wieder erwerbstätig zu werden. Der Anteil der Langzeitarbeitslosigkeit zeigt, daß dies besonders in Europa von Bedeutung ist.

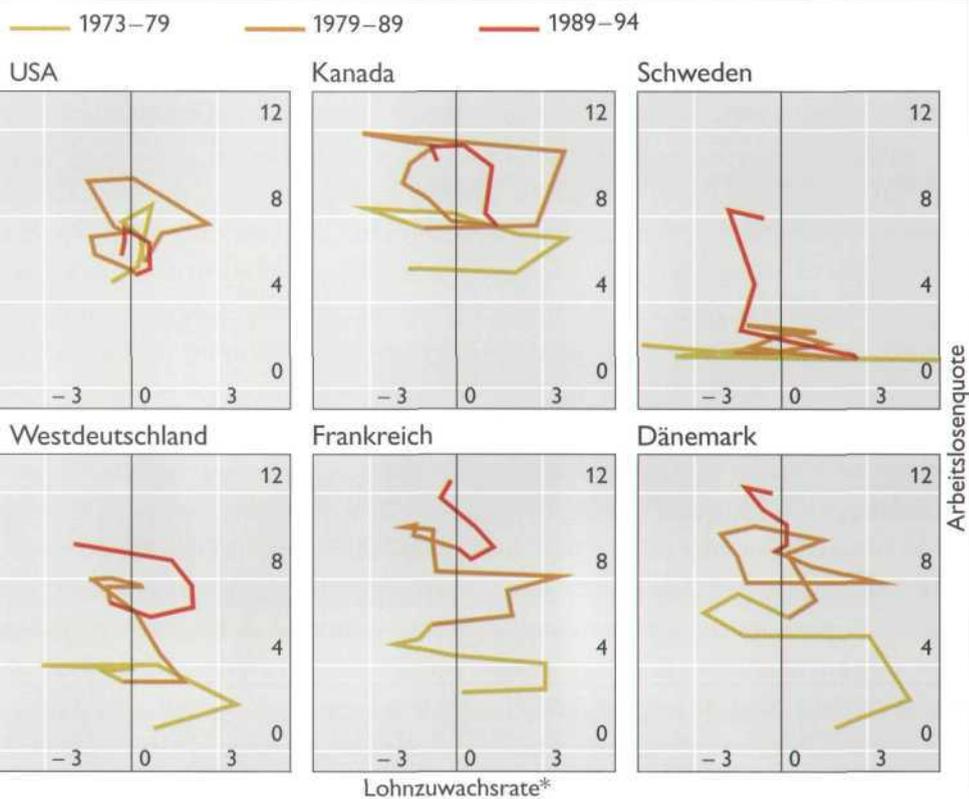
Wegen ihrer Besorgnis über die hohe strukturelle Arbeitslosigkeit haben viele Länder Maßnahmen ergriffen, um die Flexibilität auf dem Arbeitsmarkt zu erhöhen. Mit der Zeit müßte sich dadurch die inflationstabile Arbeitslosenquote tendenziell reduzieren. Durch umfassende Arbeitsmarktreformen dürfte beispielsweise in Italien und Spanien die Reagibilität der Löhne hinsichtlich der Arbeitslosigkeit vergrößert worden sein, indem das Tarifverhandlungssystem modifiziert wurde und die Bestimmungen über die Beschäftigungsbedingungen gelockert wurden. Einige Länder, darunter Kanada, haben ihr Arbeitslosenversicherungssystem geändert und so die Anreize für die Arbeitslosen vergrößert, sich aktiv um eine Beschäftigung zu bemühen. Andere Länder, z.B. Belgien und Frankreich, haben bestimmte Sozialversicherungsbeiträge gesenkt, um die Arbeitskosten zu verringern und das Beschäftigungswachstum zu fördern.

Löhne weiterhin
gedrückt ...

Um zu beurteilen, ob durch diese Maßnahmen die Flexibilität am Arbeitsmarkt erhöht werden konnte, kann man beispielsweise das jüngste Zusammenspiel von Löhnen und Arbeitslosigkeit direkt betrachten (s. Grafik II.6). In den USA verringerte sich die Arbeitslosenquote Ende 1994 auf 5,4% und unterschritt damit das Niveau, das normalerweise als inflationstabile Arbeitslosenquote angesehen worden war. Das linke obere Bild der Grafik läßt jedoch vermuten, daß die inflationstabile Arbeitslosenquote im Vergleich zu früheren Konjunkturzyklen gesunken sein könnte. Ökonometrische Schätzungen des Zusammenhangs zwischen der Arbeitslosenquote und dem Anstieg der Stundenlöhne lassen außerdem den Schluß zu, daß das tatsächliche Lohnwachstum niedriger war als erwartet. In Australien, Kanada und dem Vereinigten Königreich gibt es dagegen keinen Hinweis darauf, daß die inflationstabile Arbeitslosenquote zurückgegangen ist. Im Zuge der kräftigen Abnahme der Arbeitslosigkeit durchschritt der Lohnanstieg seinen Tiefpunkt, und 1994 zogen die Löhne leicht an.

Arbeitslosigkeit und Lohnzuwachsrate in ausgewählten Ländern

Prozent bzw. Prozentpunkte



* Trendbereinigt.

Quellen: OECD; eigene Schätzungen.

Grafik II.6

In den Ländern Kontinentaleuropas brachte jeder Konjunkturzyklus in den letzten zwanzig Jahren einen automatischen Anstieg der inflationsstabilen Arbeitslosenquote mit sich, der sich als entscheidender erweisen dürfte als die – ebenfalls zu berücksichtigenden – Auswirkungen von Strukturreformen. Trotz sehr hoher Arbeitslosenquoten gibt es Anzeichen dafür, daß sich der Lohnanstieg in Europa wieder beschleunigt. Dies gilt insbesondere für die nordischen Länder, wo der Wendepunkt im Sommer 1993 erreicht wurde; zu erkennen ist es aber auch am Ergebnis der jüngsten Tarifverhandlungen in Frankreich und Deutschland.

Aufgrund der zahlreichen Unsicherheiten, mit denen die obige Analyse behaftet ist, sollte man vorsichtig damit sein, die jüngsten Entwicklungen der Lohnstückkosten als dauerhaften Beitrag zur Inflationsbekämpfung zu betrachten. Nach Jahren rückläufiger oder sehr gering wachsender Reallöhne besteht die Gefahr eines Aufholprozesses in Gestalt höherer Lohnforderungen und eines nachfolgenden Anstiegs der Lohnstückkosten, wenn sich der Produktivitätsfortschritt auf einem normaleren Pfad stabilisiert. Außerdem bewegt sich die aktuelle Inflationsrate in zahlreichen Ländern, wie z.B. Australien, Finnland, Italien, Norwegen, Schweden, der Schweiz und Spanien, aufgrund von Erhöhungen indirekter Steuern 1995 bereits wieder nach oben. So entsteht die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale, wenn die Arbeitnehmer einen Ausgleich für diese Steuererhöhungen fordern.

... aber in einigen Ländern leichter Anstieg trotz hoher Arbeitslosigkeit

Investitionen und Kapitalstock

Wie in früheren Abschwungphasen sind die Investitionen auch während der letzten Rezession in den meisten Ländern zurückgegangen. In einigen Fällen, wie in Frankreich, dem Vereinigten Königreich und Belgien, hat sich die Investitionstätigkeit während der Erholung überdies nur langsam belebt. Außerdem hat in vielen Ländern eine Verschiebung von Kapazitätserweiterungs- zu Umstrukturierungsinvestitionen stattgefunden (z.B. Computerinvestitionen). Letztere tragen zwar dazu bei, Kosten zu senken und die Preise niedrig zu halten, aber die gesamtwirtschaftliche Produktionskapazität erhöhen sie nicht unbedingt nennenswert. Deshalb wird bisweilen befürchtet, daß infolge der relativ schwachen Nettoanlageinvestitionen während der Rezession Angebotsengpässe und inflationäre Tendenzen entstehen könnten. Die Zahlen lassen unterschiedliche Schlüsse zu.

Rückläufiges
Wachstum des
Nettokapital-
stocks ...

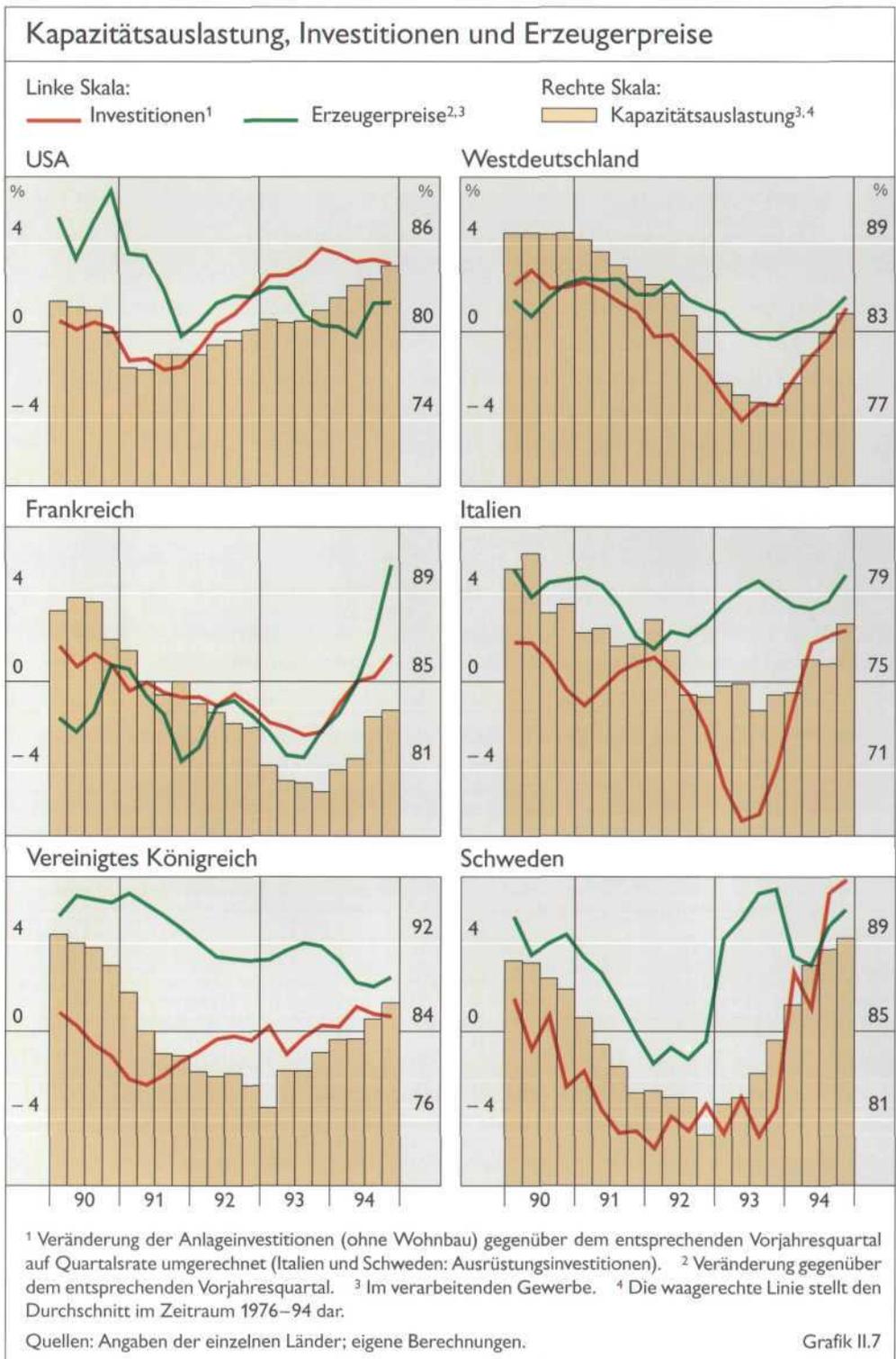
In der Tat hat sich in vielen Ländern das geschätzte Wachstum des Nettokapitalstocks im Unternehmenssektor in den neunziger Jahren verringert. Allerdings ist zu beachten, daß solche Schätzungen zwangsläufig auf unsicheren Annahmen über Abschreibungen basieren, und in manchen Fällen könnten sie die tatsächliche Situation unterzeichnen, weil der Preisrückgang bei vielen Anlagegütern nicht angemessen berücksichtigt wird. In Japan, dem Vereinigten Königreich und Kanada ist die Wachstumsrate des Kapitalstocks seit Anfang der neunziger Jahre um rund 2 Prozentpunkte zurückgegangen, während die Abschwächung in Frankreich und Italien nur 1 Prozentpunkt betrug. In Westdeutschland wurde die Zuwachsrate aufgrund der Wiedervereinigung konstant gehalten, während sie in den USA dank einer starken Investitionssteigerung seit 1992 über den vorherigen Höchststand von 1989 hinausgeklettert ist.

... aber keine
ernsthaften
Kapitalengpässe?

Dort, wo sich die Sachvermögensbildung verlangsamt hat, ist dies nicht unbedingt ein Hinweis auf ein Problem außergewöhnlicher Kapitalengpässe. Seit Anfang der siebziger Jahre läßt sich bei der Kapitalbildung ein anhaltend rückläufiger Trend beobachten. In den beiden vorangegangenen Konjunkturzyklen verringerte sich das Wachstum des Kapitalstocks in den sieben wichtigsten Industrieländern durchschnittlich um rund 1 Prozentpunkt. In Kanada, dem Vereinigten Königreich und Japan ging der stärkeren Abnahme im gegenwärtigen Konjunkturzyklus außerdem ein größerer Investitionsboom Ende der achtziger Jahre voraus. Ferner ist die Kapitalintensität in den meisten Ländern – wie in früheren Rezessionsphasen – wieder erheblich gestiegen.

Zunehmende
Kapazitäts-
auslastung in
der Industrie ...

Da sich die Ausweitung der Nachfrage in vielen Ländern auf das verarbeitende Gewerbe konzentriert, könnte aber dennoch die Gefahr von Angebotsengpässen bestehen, die bei der Betrachtung des gesamten Unternehmenssektors verborgen bleiben. In den Ländern, deren Währung deutlich an Wert verloren hat, wird beispielsweise die wachsende Exportnachfrage vor allem von der Industrie befriedigt, wodurch die Kapazitätsauslastung sehr rasch steigt. Außerdem sind die Kapazitäten in vielen kontinentaleuropäischen Ländern bereits in einer relativ frühen Phase der Erholung gut ausgelastet, was auf eine Kombination verschiedener Faktoren zurückzuführen ist, z.B. einer geringen Kapazitätszunahme im verarbeitenden Gewerbe (Belgien, Frankreich), einer vergleichsweise moderaten Rezession (Dänemark, Niederlande) und einer ungewöhnlich raschen Beschleunigung der Industrieproduktion (Deutschland, Österreich). Beunruhigend ist, daß der Rückgang der



Inflationsrate auf der Erzeugerstufe schon in einem relativ frühen Konjunktur-
 stadiam zum Stillstand gekommen ist und die Preiserwartungen im verarbeitenden
 Gewerbe eindeutig nach oben gerichtet sind. Gleichzeitig hat diese hohe Kapazi-
 tätsauslastung, wie Grafik II.7 verdeutlicht, in jüngster Zeit jedoch auch zu hohen
 Investitionsquoten geführt. Ob es tatsächlich zu Engpässen kommt, wird davon
 abhängen, wie rasch neue Anlagen installiert und in Betrieb genommen werden
 können. Kurzfristig dürften die Investitionen die Nachfrage stärker beleben als das
 Angebot.

... führt zu
 steigenden Preis-
 erwartungen und
 umfangreichen
 Investitionen

Hemmnisse für die Inlandsnachfrage

In Ländern, in denen die Kapazitätsreserven rasch abnehmen, wird die Tragfähigkeit der Expansion davon abhängen, ob sich die Wachstumsraten auf einem gemäßigten Niveau einpendeln. Wenn dies geschieht, wird gleichzeitig in anderen Ländern, deren Produktion und Beschäftigung derzeit von der Exportnachfrage gestützt werden, die Inlandsnachfrage zunehmen müssen. Eine Reihe struktureller Probleme könnte jedoch die Chancen einer ausgewogenen, nachhaltigen Erholung beeinträchtigen.

Arbeitslosigkeit und private Konsumausgaben

Einkommenswachstum der privaten Haushalte in Ländern mit Konjunkturvorsprung hoch ...

Tabelle II.5 zeigt, daß das Wachstum der Inlandsnachfrage in den Ländern, die im Konjunkturzyklus weit vorangeschritten sind, von einer starken Zunahme des realen verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte begünstigt wurde. In Australien stieg beispielsweise das Lohnaufkommen 1994 real um über 5%. Zu einem großen Teil ist die Ausweitung des gesamtwirtschaftlichen Lohnaufkommens in diesen Ländern auf den Rückgang der Arbeitslosigkeit zurückzuführen, denn die Reallöhne haben sich kaum verändert.

... aber in vielen anderen gering ...

In vielen europäischen Ländern hat sich die Kaufkraft der privaten Haushalte dagegen bereits im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr nicht oder nur leicht erhöht.

Reales verfügbares Einkommen der privaten Haushalte, reale Verbrauchsausgaben und Sparquote der privaten Haushalte									
Land	Verfügbares Einkommen			Verbrauchsausgaben			Sparquote*		
	1992	1993	1994	1992	1993	1994	1992	1993	1994
	Jahresveränderung in Prozent						Prozent		
USA	3,1	1,5	3,5	2,8	3,3	3,5	5,5	4,1	4,1
Japan	0,8	2,3	3,5	1,7	1,0	2,2	14,4	15,6	16,6
Westdeutschland	1,7	-0,5	-0,3	2,0	0,2	0,8	13,9	13,3	12,3
Frankreich	2,0	0,4	1,1	1,4	0,2	1,5	13,7	13,8	13,5
Italien	1,5	-3,4	0,5	1,1	-2,5	1,6	17,4	16,8	15,5
Vereinigtes Königreich	2,7	1,4	1,2	0,0	2,7	2,6	12,8	11,7	10,4
Kanada	1,0	0,8	1,3	1,3	1,6	3,1	9,6	9,1	7,6
Australien	2,2	1,6	3,7	3,3	2,0	4,0	5,1	4,7	4,4
Belgien	3,2	1,1	1,1	2,6	-1,0	0,7	20,4	22,0	20,7
Dänemark	0,4	3,8	3,9	1,1	2,3	7,1	15,9	16,8	11,8
Finnland	-2,8	-4,3	-1,2	-4,9	-3,9	2,0	7,1	6,6	3,7
Griechenland	-0,5	3,0	1,9	1,8	0,2	1,5	19,1	21,3	21,6
Irland	3,6	4,9	2,8	2,9	1,2	5,3	12,6	14,8	13,1
Niederlande	2,8	-0,1	1,0	2,5	0,7	1,6	13,0	12,3	12,3
Norwegen	4,3	1,6	4,2	1,8	2,2	4,5	4,8	4,8	4,0
Österreich	0,3	-0,7	3,2	2,0	0,2	2,3	12,5	11,7	12,5
Portugal	1,9	1,6	1,0	3,7	0,4	0,3	18,0	18,3	18,2
Schweden	3,5	-3,1	1,2	-1,4	-3,7	0,5	6,2	7,1	7,8
Schweiz	-0,5	-1,6	0,3	-0,1	-0,8	1,3	12,7	12,0	11,1
Spanien	0,7	0,5	-0,4	2,2	-2,0	0,9	9,7	12,5	12,0

* Nettoersparnis der privaten Haushalte (Frankreich, Italien, Vereinigtes Königreich: Bruttoersparnis) in Prozent ihres verfügbaren Einkommens.

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

Tabelle II.5

Ausnahmen waren Irland und Norwegen, wo sich die Beschäftigungssituation ziemlich rasch verbessert hat, sowie Dänemark und Österreich, wo das Wachstum des realen verfügbaren Einkommens vor allem auf Steuersenkungen und höhere Transferleistungen zurückzuführen war. Der leichte Anstieg der realen Verbrauchsausgaben in den wichtigsten europäischen Ländern 1994 ging daher in erster Linie zu Lasten der Sparquote. Ein Rückgang der Sparquote unmittelbar nach einer Rezession ist nicht überraschend, da die Verbraucher versuchen, ihr Konsumniveau auch bei einem niedrigeren Einkommen aufrechtzuerhalten, aber dieser dürfte durch einen Anstieg der Sparquote ausgeglichen werden, wenn sich das reale verfügbare Einkommen wieder erholt. Außerdem könnten zwei ungewöhnliche Faktoren den Verbrauch dämpfen: Erstens hat der Konjunkturanstieg in vielen europäischen Ländern noch nicht zu einem nennenswerten Rückgang der Arbeitslosigkeit geführt. Wenn die Arbeitslosigkeit auch weiterhin nicht deutlich zurückgeht oder im Zuge der industriellen Umstrukturierung in Europa weiter steigt, könnte das Vertrauen der Verbraucher schwinden und damit ihre Ausgabebereitschaft. Zweitens wirken sich Steuererhöhungen in einer Anzahl von Ländern, insbesondere in Deutschland und im Vereinigten Königreich, 1995 negativ auf das verfügbare Einkommen aus und werden den Verbrauch tendenziell dämpfen. Auch in Ländern, in denen das nicht der Fall ist, könnten Befürchtungen, daß die steigende Schuldendienstquote Steuererhöhungen letztlich unumgänglich machen wird, zu einem Anstieg des Vorsorgespargens führen.

... daher Rückgang der Sparquote

Hohe Realzinssätze

Aufgrund des starken Anstiegs der langfristigen Zinssätze 1994 erreichten die inflationsbereinigten Zinssätze wieder das typische, relativ hohe Niveau der achtziger Jahre. Auf die Gründe hierfür wird in Kapitel V eingegangen; an dieser Stelle sollen die Gefahren im Mittelpunkt stehen, die höhere Zinssätze für den Aufschwung bedeuten können. Zwar kann der Anstieg der Realzinssätze als Ausgleichsmechanismus betrachtet werden, der in Ländern mit rasch schrumpfenden Kapazitätsreserven zu begrüßen sein dürfte, es wird aber auch befürchtet, daß höhere Zinssätze die Wirtschaftserholung in Ländern, die im Konjunkturzyklus nachhinken, bedrohen könnten.

Höhere Realzinssätze ...

Der Effekt des Zinsanstiegs auf die gewerblichen Anlageinvestitionen könnte durchaus von anderen – günstigeren – Einflußfaktoren wettgemacht werden. Wie schon erwähnt, werden die Investitionen in Ländern, in denen die Erholung weiter vorangeschritten ist, aufgrund der Erhöhung der Kapazitätsauslastung kräftig ausgeweitet. In den Ländern, die die Rezession gerade überwunden haben, werden die hohe Rentabilität im verarbeitenden Gewerbe und die guten Nachfrageaussichten von größerer Bedeutung sein als der Anstieg der Realzinssätze. In vielen Ländern konnten die Unternehmen wegen der über mehrere Jahre hinweg geringen Investitionstätigkeit außerdem Schuldenlasten reduzieren, die sie Ende der achtziger Jahre aufgebaut hatten, so daß sie zunächst genügend Mittel besitzen, um aus eigener Kraft neue Anlagen zu finanzieren.

... drosseln gewerbliche Anlageinvestitionen noch nicht ...

Diejenigen Komponenten der Nachfrage der privaten Haushalte, die in stärkerem Maße zinsabhängig sind, könnten den Anstieg der Realzinssätze deutlicher zu spüren bekommen. In vielen Ländern sind die langfristigen Hypothekarzinsen seit Anfang letzten Jahres um 1–2 Prozentpunkte gestiegen, wodurch sich

... begrenzen aber Wohnbauinvestitionen

Nominale und inflationsbereinigte Immobilienpreise								
Land/Stadt	Nominale Preise				Inflationsbereinigte Preise			
	1991	1992	1993	1994	1991	1992	1993	1994
Indizes: 1986 = 100								
Preise für Wohnbauten								
USA	130	133	136	138	105	104	103	102
Japan	165	151	143	141	150	135	127	124
Vereinigtes Königreich	172	166	162	164	126	117	112	111
Kanada	156	159	161	166	123	124	124	127
Australien	180	182	186	201	130	130	130	138
Westdeutschland ¹	138	150	150	152	125	131	125	123
Frankreich ²	206	183	173	171	176	153	141	137
Schweden	189	171	153	159	133	118	101	103
Norwegen	94	90	91	103	72	67	67	74
Finnland	149	122	113	120	115	92	83	88
Preise für gewerbliche Immobilien in größeren Städten								
USA ³	83	72	67	64	67	56	51	48
Tokio	169	137	112	94	154	122	99	83
London	99	69	73	92	73	49	51	62
Toronto ⁴	119	103	84	73	94	80	64	56
Sydney	119	83	79	94	86	60	56	65
Frankfurt	262	199	182	166	236	173	152	134
Paris	146	120	105	99	125	100	86	79
Mailand	234	201	170	145	177	144	117	96
Madrid	245	177	112	114	184	125	76	74
Brüssel	173	166	144	135	153	144	121	111
Stockholm	108	95	76	81	76	65	50	52
Oslo	71	60	67	67	55	49	49	48
Helsinki	155	122	118	135	120	91	87	98

¹ In den vier größten Städten. ² Nur Paris; alter Wohnraum. ³ Nordosten. ⁴ Preisindex für Büroraum in Ontario.
Quellen: National Association of Realtors; Frank Russell; Jones Lang Wootton; verschiedene private Immobilienverbände; Angaben der einzelnen Länder.
Tabelle II.6

der Wohnbau abgeschwächt hat. In den USA ist dies erst kürzlich eingetreten; im Vereinigten Königreich und in Kanada drückt es den ohnehin gedämpften Wohnbau noch mehr. In Deutschland gibt es dagegen noch kaum Anzeichen für eine Umkehr der Wohnbaukonjunktur, die durch die Wiedervereinigung und durch Steuererleichterungen für Hypothekenzinsen in Gang gesetzt wurde; dies könnte sich allerdings ändern, wenn die Steuererleichterungen auslaufen.

Vermögenseffekte

Die Vermögens- und Cash-flow-Effekte der Zinsänderungen könnten von größerer Bedeutung sein als die traditionellen Substitutionseffekte. Was den Vermögenseffekt betrifft, so wurden die Aktienmärkte, wie in Kapitel V im einzelnen erörtert, von dem massiven Rückgang der Anleihekurse ab Februar 1994 kaum berührt. Trotz höherer Zinssätze zogen außerdem die Preise für Wohneigentum in den Ländern mit dem größten Konjunkturvorsprung 1994 leicht an, und in anderen Ländern erreichte der Preisrückgang bei den Wohnbauten die Talsohle. Die Preise für gewerbliche Immobilien sind generell noch auf einem sehr niedrigen Niveau.

Verschuldung ¹ 1993 nach Art der Verzinsung				
Land	Kurzfristig ²	Mittel- und langfristig, zinsvariabel ³	Weitgehend festverzinslich	Nachrichtlich: Verschuldung insgesamt in Prozent des BIP
	in Prozent der Verschuldung insgesamt			
USA	14	20	66	114
Japan	35 ⁴	–	65	202
Deutschland	16	23	62	125
Frankreich	17	27	57	90
Italien	51	≤ 22	≥ 26	64
Vereinigtes Königreich	73 ⁴	–	27	117
Kanada	19	40	41	108
Australien	40	26	34	98
Belgien	23	21	56	86
Niederlande	17	8	75	115
Österreich	27	> 0	< 73	88
Schweden ⁵	29	6	65	143
Schweiz ⁵	22	8	69	179 ⁶
Spanien	40	3	57	79

¹ Kredite an den nichtstaatlichen Sektor: Kredite von Banken und anderen Finanzinstituten sowie Wertpapiere im Umlauf; ohne Handelskredite. ² Bis 1 Jahr (Italien: bis 18 Monate; Niederlande: bis 2 Jahre). ³ Abstand zwischen Zinsneufestsetzungsterminen bis zu einem Jahr; Neufestsetzung entsprechend den kurzfristigen Zinssätzen. ⁴ Einschl. zinsvariabler mittel- und langfristiger Verschuldung. ⁵ 1992. ⁶ Kredite von Pensionskassen und Lebensversicherungsgesellschaften teilweise geschätzt.

Quellen: Zentralbanken; eigene Schätzungen. Tabelle II.7

Die Cash-flow-Effekte höherer Zinssätze werden in erster Linie bestimmt von den Liquiditätszwängen der privaten Haushalte und Unternehmen sowie von Umfang und Laufzeitenstruktur ihrer Aktiva und Passiva. In Ländern, in denen sowohl die privaten Haushalte als auch die Unternehmen vor allem langfristige, festverzinsliche Finanzierungsmittel in Anspruch nehmen, dürfte sich der Zinsanstieg nur in begrenztem Maße auf den Cash-flow auswirken. Aber wie Tabelle II.7 zeigt, ist der Anteil der zinsvariablen Verschuldung in den englischsprachigen Ländern mit Ausnahme der USA relativ hoch, was zur Folge hat, daß die Schuldendienstbelastung schnell auf höhere kurzfristige Zinsen reagiert. Obwohl die Zinsbelastung gemessen am verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte nach der Lockerung der Geldpolitik seit Anfang der neunziger Jahre erheblich nachgelassen hat, sind die Bruttoverschuldungsquoten noch immer recht hoch und sogar höher als während der Rezession. Da die Währungsbehörden begonnen haben, die kurzfristigen Zinssätze zu erhöhen, um den inflationären Tendenzen entgegenzuwirken, dürften die Zinslasten wieder zunehmen und das Ausgabenwachstum bremsen.

Stärkere Cash-flow-Effekte in englischsprachigen Ländern

Hohe Staatsverschuldung

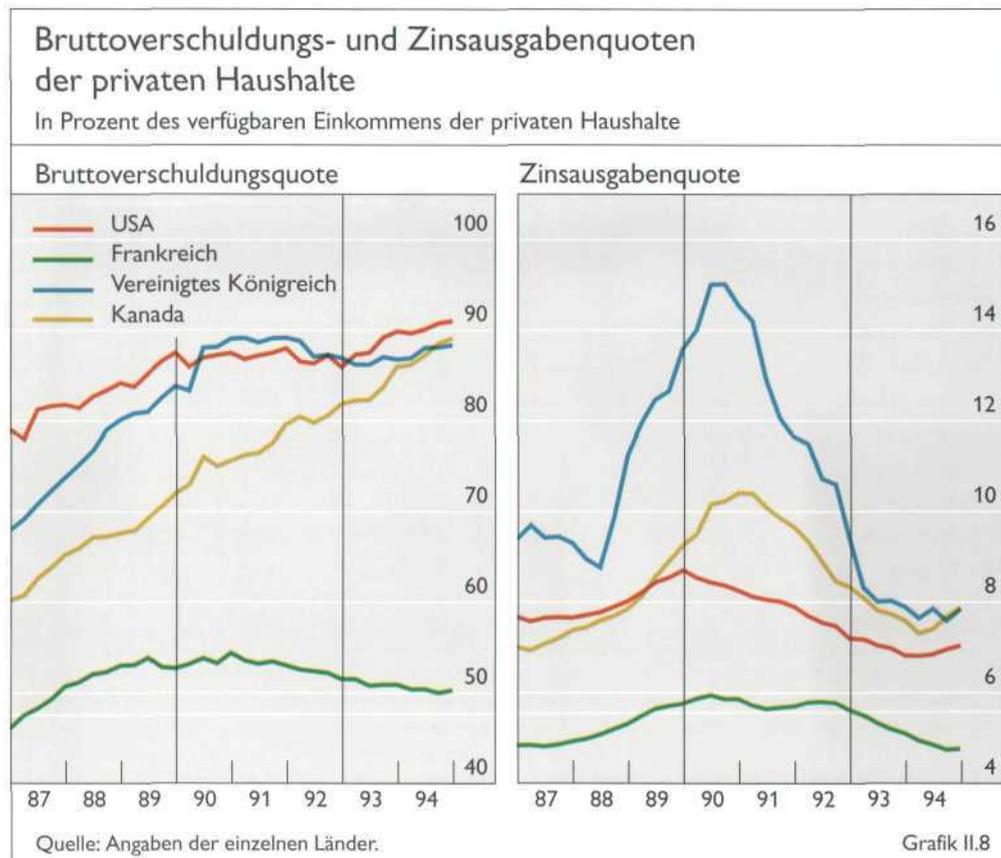
Trotz unerwartet kräftiger Wachstumsraten und struktureller Verbesserungen im Primärdefizit zahlreicher Länder stieg die durchschnittliche Verschuldungsquote der in Tabelle II.8 aufgeführten Länder 1994 weiter, und damit hat die staatliche Nettoverschuldung seit Ende der achtziger Jahre gemessen am BIP um insgesamt über 10 Prozentpunkte zugenommen. Zwar verringerte sich das durchschnittliche Primärdefizit dieser Länder in Relation zum BIP um 0,9 Prozentpunkte,

Weiterer Anstieg der Verschuldungsquoten ...

doch wäre eine zusätzliche Verbesserung um 1,7 Prozentpunkte nötig gewesen, um den Anstieg der Verschuldungsquote 1994 zu verhindern. Natürlich verbergen sich hinter diesem Durchschnitt recht große Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern: In Schweden erhöhte sich die Nettoverschuldung gemessen am BIP abermals um rund 6 Prozentpunkte, während Irland seine Verschuldungsquote um fast 5 Prozentpunkte zurückführen konnte. Mit Ausnahme der USA stieg die Verschuldungsquote in allen wichtigen Industrieländern 1994 um mehr als 2 Prozentpunkte.

... trotz
Wachstums-
beschleunigung

Zu dieser weiteren Zunahme der Staatsverschuldung kam es, obwohl das stärkere Wachstum 1994 den negativen Effekt des Zinsanstiegs mehr als ausglich. Zum einen reduziert ein höheres Wirtschaftswachstum durch seinen Effekt auf den Nenner der Verhältniszahl die Verschuldungsquoten auf direktem Wege. Zum anderen senkt es auch die Staatsdefizite, weil es das Steueraufkommen steigert und die Ausgaben des Staates für die Arbeitslosenversicherung und für sonstige Hilfsprogramme verringert. Am sichtbarsten waren diese Auswirkungen 1994 in den Ländern, die im Konjunkturzyklus bereits relativ weit fortgeschritten sind. In Kanada z.B. hatte das höhere Wachstum eine konjunkturbedingte Verbesserung des Primärdefizits gemessen am BIP um schätzungsweise 0,9 Prozentpunkte zur Folge. In Japan dagegen hat sich das konjunkturbedingte Defizit in Relation zum BIP um 0,9 Prozentpunkte vergrößert. In den Ländern Kontinentaleuropas könnte ein höheres Wachstum die Schuldenkonsolidierung künftig zwar etwas erleichtern, aber in vielen Fällen wird zusätzlich eine erhebliche strukturelle Verbesserung des Primärhaushalts erforderlich sein. In Frankreich und Spanien z.B.



ist schätzungsweise eine Verbesserung in Relation zum BIP von über 4 Prozentpunkten notwendig, um die Verschuldungsquote auf dem Stand von 1994 zu stabilisieren. Eine konjunkturelle Verbesserung des Primärhaushalts wird dort bei weitem nicht ausreichen.

Wie höhere Zinssätze die Verschuldungsquote beeinflussen, hängt von Umfang und Laufzeitenstruktur der bestehenden Schuld ab. Kommen eine hohe Staatsverschuldung und eine kurze Laufzeitenstruktur zusammen, kann der Haushalt extrem anfällig gegenüber Erhöhungen der kurzfristigen Zinsen sein. Dies unterstreicht die Notwendigkeit einer weiteren Haushaltskonsolidierung, insbesondere in den hochverschuldeten Ländern. Eine Verbesserung der öffentlichen Finanzen wird nicht nur über eine Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis zu niedrigeren Realzinsen beitragen, sie ist auch nötig, wenn sich die Regierungen dringenden zukünftigen Herausforderungen stellen sollen, wie z.B. den Auswirkungen der sich verschlechternden Altersstruktur der Bevölkerung auf die Renten- und

Bestimmungsfaktoren für die Gesamtverschuldung der öffentlichen Haushalte										
Land	Zinsausgaben netto	Primärdefizit		Wachstumseffekt	Nettoverschuldung	Zinsausgaben netto	Primärdefizit		Wachstumseffekt	Nettoverschuldung
		Ins-gesamt	Kon-junktur-bedingt				Ins-gesamt	Kon-junktur-bedingt		
	1993					1994				
in Prozent des BIP										
USA	1,9	1,5	0,1	- 1,9	38,1	1,9	0,1	-0,4	- 2,2	37,7
Japan	0,4	1,0	0,1	0,0	7,7	0,5	2,9	1,0	- 0,1	11,0
Deutschland	2,6	0,7	0,6	- 0,7	35,2	2,8	-0,4	0,5	- 1,7	37,9
Frankreich	3,1	2,7	2,3	- 0,3	27,2	3,3	2,3	2,0	- 1,0	31,8
Italien	11,5	2,0	1,2	- 3,9	117,9	10,3	-1,1	1,1	- 6,3	120,8
Vereinigtes Königreich	2,2	5,5	1,9	- 1,8	40,7	2,5	3,8	1,3	- 2,3	44,8
Kanada	4,9	2,2	2,5	- 1,9	61,8	5,0	0,3	1,6	- 3,1	64,0
Australien	1,1	2,6	1,1	- 0,7	19,7	2,1	2,7	0,3	- 1,2	23,9
Belgien	9,6	-3,0	1,3	- 3,2	129,9	9,4	-4,0	1,2	- 5,7	129,5
Dänemark	3,8	0,7	2,4	- 0,8	33,7	3,8	0,4	1,2	- 2,1	35,8
Finnland	-0,5	8,4	3,6	0,0	-11,0	0,7	4,9	2,6	0,7	- 9,0
Griechenland	12,7	0,7	1,1	-10,2	117,2	14,0	-0,9	1,3	-12,7	120,8
Irland	4,8	-2,5	0,1	- 6,6	92,7	3,8	-1,7	0,0	- 6,7	87,9
Niederlande	4,7	-1,6	1,7	- 1,1	59,7	4,5	-1,5	1,5	- 2,5	60,2
Norwegen	-0,8	3,5	1,8	0,8	-14,7	-0,2	1,0	0,8	0,8	-13,1
Österreich	3,6	0,5	0,8	- 1,9	58,4	3,4	0,6	0,5	- 3,3	59,1
Portugal	6,8	0,6	0,6	- 3,6	67,0	5,6	0,2	1,1	- 3,8	69,9
Schweden	1,5	11,9	3,1	0,0	18,8	3,0	8,2	2,4	- 0,9	25,1
Spanien	4,9	2,7	1,2	- 1,1	42,8	5,7	1,1	1,3	- 2,6	47,1
Durchschnitt*	2,9	1,8	0,8	- 1,5	40,1	2,9	0,9	0,6	- 2,1	41,9

Anmerkung: Die Veränderung der Verschuldungsquote umfaßt die Zinsausgabenquote, das Primärdefizit und den Wachstumseffekt (Differenzen bedingt durch Bewertungsänderungen und Rechnungslegungsunterschiede); ein positives Vorzeichen weist auf einen Anstieg der Verschuldungsquote hin. Die Summe der ersten beiden Komponenten entspricht der Nettokreditaufnahme der öffentlichen Haushalte im Verhältnis zum BIP. Der Wachstumseffekt wird berechnet als $-g/(1+g)$ multipliziert mit der Verschuldungsquote zum Ende der Vorperiode, wobei g = jeweilige Wachstumsrate des nominalen BIP.

* Berechnet anhand von Gewichten auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1990.

Quellen: OECD; eigene Schätzungen.

Tabelle II.8

Gesundheitsausgaben und dem Bedarf an größeren Infrastrukturinvestitionen. Durch konsequente Konsolidierungsbemühungen könnte eine positiv wirkende Spirale niedrigerer Zinszahlungen und sinkender Verschuldungsquoten in Gang gesetzt werden.

Entwicklungsländer und ehemalige Staatshandelsländer

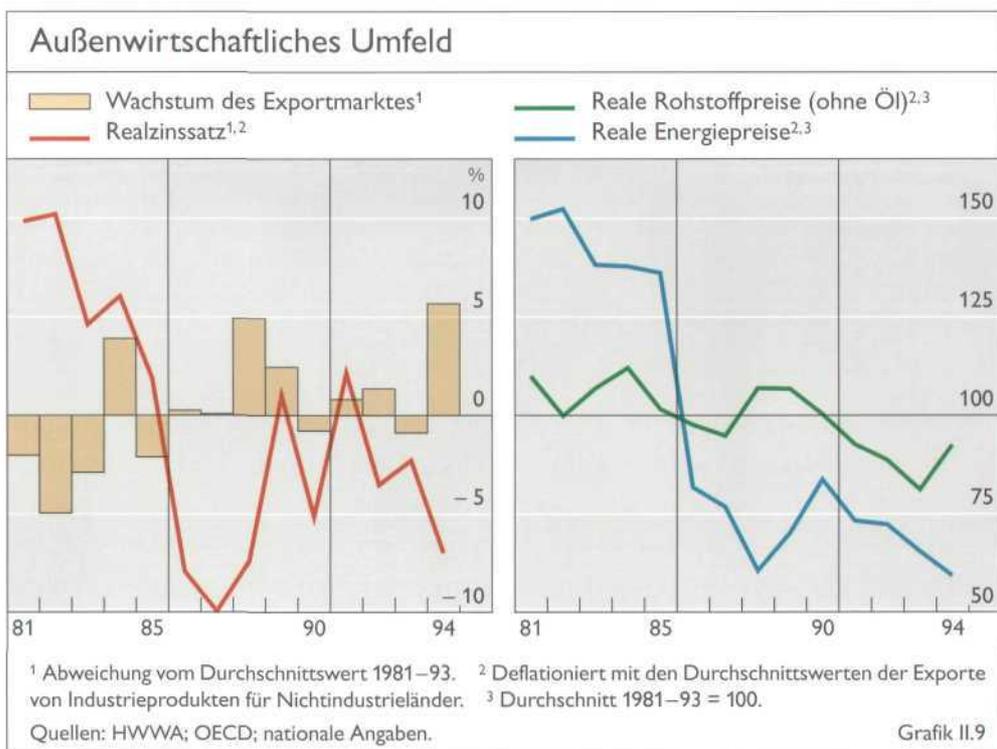
Wachstum und Strukturreformen in den Entwicklungsländern

Rascheres Produktionswachstum ...

In den Entwicklungsländern betrug das reale Produktionswachstum 1994 6% und war damit stärker als in den vorangegangenen vier Jahren. In Lateinamerika beschleunigte sich die wirtschaftliche Expansion von 3% im Jahr 1993 auf 4,5% im vergangenen Jahr, und in Asien wurde zum dritten Mal in Folge ein Wirtschaftswachstum von über 8% verzeichnet. Während die Wachstumsrate in vielen asiatischen Ländern weiter zunahm, erhöhte sich das BIP in China nach dem starken Anstieg der vergangenen Jahre weniger rasch. Die Wirtschaft in Afrika wies eine bescheidene Expansion auf (s. Tabelle II.9).

... wegen günstiger außenwirtschaftlicher Faktoren ...

Das günstigere außenwirtschaftliche Umfeld spielte für die bessere Wirtschaftslage der Entwicklungsländer im letzten Jahr zweifellos eine wichtige Rolle. Von besonderer Bedeutung war der Exportschub, der von der sich beschleunigenden Konjunktur in den Industrieländern ausgelöst wurde. Darüber hinaus stiegen die Rohstoffpreise (ohne Öl) 1994 stark an, während die Energiepreise in realer Betrachtung weiter rückläufig waren, was vielen Ländern Terms-of-Trade-Gewinne bescherte. Die kurzfristigen Realzinssätze schließlich blieben trotz der Straffung der Geldpolitik in den USA relativ niedrig, so daß die Schuldendienstbelastung weiterhin moderat war (s. Grafik II.9).



Wachstum und Inflation								
Land/Region	Reales BIP				Verbraucherpreise			
	1982-91	1992	1993	1994	1982-91	1992	1993	1994
Jahresveränderung in Prozent								
Asien ¹	7,0	8,1	8,3	8,3	7,9	8,6	10,4	10,8
China	9,3	12,8	13,4	11,8	7,6	8,6	19,8	24,9
Indien	5,2	4,0	3,8	5,3	8,9	11,8	6,4	9,8
Indonesien	5,4	6,5	6,5	7,3	8,3	7,3	9,5	8,4
Korea	9,5	5,1	5,8	8,4	5,2	6,2	4,8	6,3
Thailand	8,1	7,6	8,2	8,5	3,7	4,1	3,6	6,3
Taiwan	7,8	6,5	6,3	6,5	1,8	4,7	2,9	4,1
Philippinen	1,1	0,6	2,1	4,3	14,5	8,9	7,6	9,1
Malaysia	6,1	7,8	8,3	8,7	2,7	4,8	3,6	3,7
Hongkong	6,1	6,3	5,8	5,5	7,8	9,6	8,7	8,6
Singapur	6,8	6,0	10,1	10,1	1,8	2,3	2,4	3,6
Lateinamerika ¹	1,7	2,5	3,0	4,5	214,8	384,0	736,8	792,6
Brasilien	2,0	- 0,8	4,1	5,7	377,2	982,2	1 933,5	2 084,8
Mexiko	1,2	2,8	0,7	3,5	64,4	15,5	9,8	7,0
Argentinien	0,5	8,7	6,0	7,1	453,1	25,0	10,6	4,2
Venezuela	1,9	6,8	- 0,4	- 3,3	25,1	31,4	38,1	60,8
Chile	3,2	11,1	6,2	4,2	20,5	15,4	12,7	11,4
Volkswirtschaften im Übergang ¹	0,3	-14,7	- 9,6	-10,8	24,9	956,5 ²	1 097,4 ²	600,1 ²
Osteuropa ¹	-1,8	- 6,7	- 2,2	3,5	59,9	117,8 ²	142,0 ²	49,0 ²
Polen	0,1	2,6	3,8	5,1	77,7	43,0	35,3	32,2
Tschechische Republik	-1,2 ³	- 6,4	- 0,9	2,6	9,9 ³	11,1	20,8	10,0
Ungarn	-0,4	- 4,3	- 2,3	2,0	13,6	23,0	22,5	18,8
Baltische Staaten ¹	-3,0 ⁴	-31,5	-17,0	0,1	24,3 ³	1 007,6	210,2	51,8
Russische Föderation	-0,4 ³	-19,0	-12,0	-15,0	19,6 ³	1 533,2	883,3	302,9
Ukraine	-4,0 ⁴	-17,0	-17,1	-23,0	46,6 ⁴	925,6	3 849,7	894,6
Afrika ¹	2,5	0,4	0,4	2,3	18,8	44,9	37,2	60,5
Länder südlich der Sahara ¹	2,3	0,0	0,5	1,6	23,7	42,9	34,3	49,3
Südafrika	0,9	- 2,2	1,1	2,3	14,7	13,9	9,7	9,0
Naher Osten ¹	1,8	5,1	2,8	1,5	16,7	11,4	11,2	12,5
Saudi-Arabien	1,3	2,2	0,5	- 2,0	0,0	-0,1	1,0	0,6

Anmerkung: Daten für 1994 teilweise geschätzt.
¹ Gewogener Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1990. ² Ohne Bosnien-Herzegowina, Serbien und Montenegro. ³ 1986-91. ⁴ 1989-91.
Quellen: IWF; OECD; UN Economic Commission for Europe; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle II.9

Noch entscheidender für die Verbesserung der Wirtschaftsergebnisse und der Wachstumsaussichten waren die entschlossenen Strukturreformen in vielen Ländern. Inzwischen scheint sich allgemein die Auffassung durchgesetzt zu haben, daß das Wirtschaftswachstum am besten dadurch gesichert werden kann, daß sich die Marktkräfte in einem von niedrigen Preissteigerungsraten geprägten Umfeld entfalten können. In Lateinamerika wurden die chronischen Defizite im Staatshaushalt weitgehend beseitigt. Die Liberalisierung der Wirtschaft in Indien hat ebenfalls erhebliche Fortschritte gemacht, und in Afrika hat eine Reihe von Ländern begonnen, den Märkten mehr Spielraum zu lassen.

... und Struktur-
reformen

Turbulenzen
an den Finanz-
märkten ...

Dieses für die Entwicklungsländer allgemein positive Bild war von mehreren Turbulenzen an den Finanzmärkten überschattet. Sie wurden durch die Zinserhöhungen in den USA ausgelöst und durch die Liquiditätskrise in Mexiko verstärkt. Eine Reihe von aufstrebenden Märkten wurde ebenfalls in Mitleidenschaft gezogen. Zunächst gerieten sogar die Aktien- und Devisenmärkte in Ländern mit soliden gesamtwirtschaftlichen Daten unter Druck. Mit der Zeit legten die Finanzmärkte in ihrer Bewertung jedoch größeres Gewicht auf die unterschiedliche Wirtschaftspolitik der einzelnen Länder sowie auf die Bestimmungsfaktoren für Spartätigkeit und Investitionen.

Ersparnis und Investitionen

... aufgrund von
Leistungsbilanzun-
gleichgewichten ...

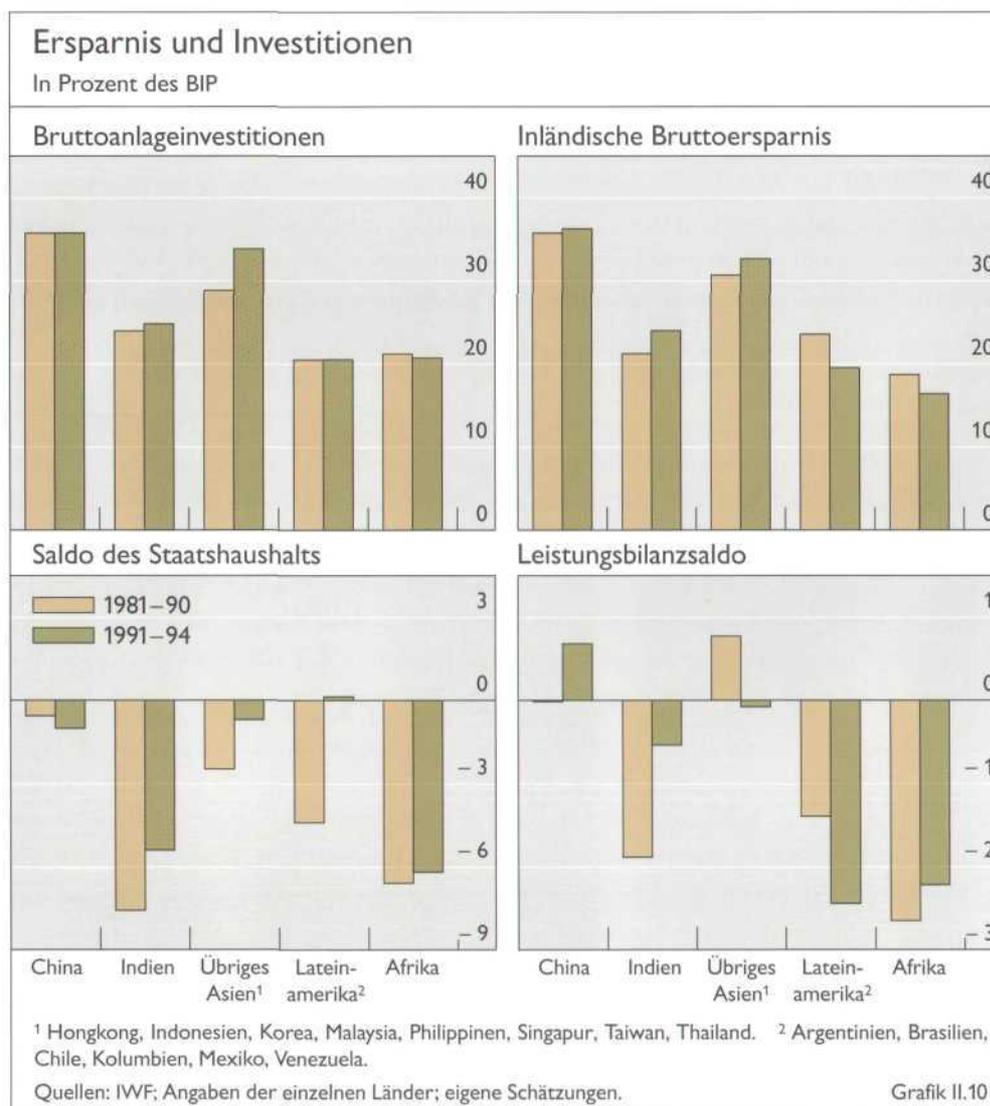
Die Finanzmarkturbulenzen vom vergangenen Jahr veranlaßten die Investoren, die geographische Streuung ihrer Anlagen zu überprüfen und ihre Anlagestrategien entsprechend neu zu überdenken. Als Kriterien für die Länderbeurteilung dienen vielfach die Leistungsbilanz, die Haushaltssituation sowie die inländische Spar- und Investitionstätigkeit ganz allgemein. Faßt man diese Indikatoren für die einzelnen Regionen zusammen, werden bestimmte Unterschiede zwischen den Regionen sichtbar, aber natürlich werden auch wichtige Diskrepanzen zwischen Ländern derselben Region verdeckt (s. Grafik II.10).

... und trend-
mäßiger Entwick-
lung der Spar- und
Investitionstätigkeit

In Südostasien erhöhten sich die Investitionen im Durchschnitt der Jahre 1991–94 auf 34% des BIP, was vor allem auf ein außergewöhnlich hohes Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zurückzuführen war. Die – wenngleich lebhaft – Ersparnisbildung nahm nicht ganz in gleichem Maße zu, obwohl sich die Haushaltsdefizite deutlich verringerten. Das hatte zur Folge, daß sich der Leistungsbilanzüberschuß der achtziger Jahre in ein geringfügiges Defizit kehrte. Der steigende Nachfragedruck in Südostasien äußerte sich im vergangenen Jahr nicht so sehr in einer schlechteren Leistungsbilanz, sondern in einer höheren Inflationsrate, denn er war im wesentlichen auf einen von günstigen außenwirtschaftlichen Bedingungen ausgelösten Exportboom zurückzuführen.

Die Anpassungsbemühungen in Indien seit 1991 werden in der Grafik ganz deutlich sichtbar. Das Haushaltsdefizit gibt zwar weiterhin Anlaß zur Besorgnis, aber es konnte gegenüber den achtziger Jahren gemessen am BIP um 2 Prozentpunkte gesenkt werden. Nach umfassenden Strukturreformen nahm auch die private Ersparnis etwas zu. Entsprechend sank das Leistungsbilanzdefizit im Durchschnitt der Jahre 1991–94 auf unter 1% des BIP. In China stieg die bereits hohe inländische Ersparnis im letzten Vierjahreszeitraum weiter auf 36% des BIP, was dem beschleunigten Wirtschaftswachstum zuzuschreiben sein dürfte. Dadurch verbesserte sich der Leistungsbilanzsaldo, da die Investitionsquote im wesentlichen unverändert blieb.

In Lateinamerika stellt sich die Situation anders dar. Die Investitionsquote blieb wie in den achtziger Jahren auf dem relativ niedrigen Stand von 20% des BIP. Es kam allerdings insoweit zu Verschiebungen, als die privaten Investitionen ausgeweitet, die öffentlichen Investitionen hingegen gekürzt wurden. Aber trotz der Beseitigung großer Haushaltsdefizite (die in den achtziger Jahren im Durchschnitt rund 5% des BIP betragen hatten) vergrößerte sich das Leistungsbilanzdefizit, da die Sparneigung des privaten Sektors sank. Dies dürfte teilweise darauf zurückzuführen sein, daß nach den marktwirtschaftlich ausgerichteten Reformen von einem



höheren permanenten Einkommen ausgegangen wurde, wodurch der Verbrauch schon angekurbelt wurde, bevor sich die inländische Produktion und das tatsächliche Einkommen anpassen konnten. In einigen Ländern spielte außerdem das rasche Wachstum der Kredite eine Rolle, die von unzureichend beaufsichtigten Kreditinstituten und staatlichen Banken gewährt wurden.

In Afrika bleiben hohe Haushaltsdefizite und niedrige Sparquoten auch in den neunziger Jahren insgesamt ein Problem und tragen weiterhin zu hartnäckigen Leistungsbilanzdefiziten bei.

Strukturreformen und inflationärer Druck

Wie diese Entwicklung der Spar- und Investitionstätigkeit andeutet, war der Schwachpunkt der marktwirtschaftlich orientierten Reformen in vielen Ländern das Aufkommen eines übersteigerten Nachfragedrucks. Eine erfolgreiche makroökonomische Stabilisierung erhöht oft das Vertrauen in die Wirtschaftsaussichten und fördert dadurch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und die Kapitalzuflüsse, während sich das Angebotspotential in den umgestalteten Volkswirtschaften erst allmählich an das neue Umfeld liberalisierter Märkte und stärkeren internationalen Wettbewerbs anpaßt. Nach dem Schock der Liberalisierung kann das Produktions-

Übersteigertes
Nachfragedruck

potential anfangs sogar sinken. In vielen Ländern hat der so entstandene Nachfrageüberschuß entweder einen offenen oder einen verdeckten Preisauftrieb hervorgerufen. Zwar wurde die Inflation in Lateinamerika von ihrem sehr hohen Niveau herabgeführt, doch war diese Verbesserung zum großen Teil mit einem steigenden realen Wechselkurs und einer Leistungsbilanzverschlechterung verbunden. Der jüngste Preisschub in Mexiko ist das deutlichste Zeichen dafür, daß die Stabilitätsfortschritte in Wirklichkeit geringer waren, als es die ausgewiesene Inflationsrate erkennen ließ. Obwohl die Inflation in Asien weiterhin niedrig ist, besteht eine große Überhitzungsgefahr, und in einer Reihe von Ländern gibt es bereits inflationäre Tendenzen. In Afrika hat sich der Preisanstieg durch die offizielle Abwertung des CFA-Franc beschleunigt, aber in den meisten Ländern konnte der nachfolgende Lohndruck in Grenzen gehalten werden.

Strukturwandel in Lateinamerika

Mexiko

Wirtschaftsreformen ...

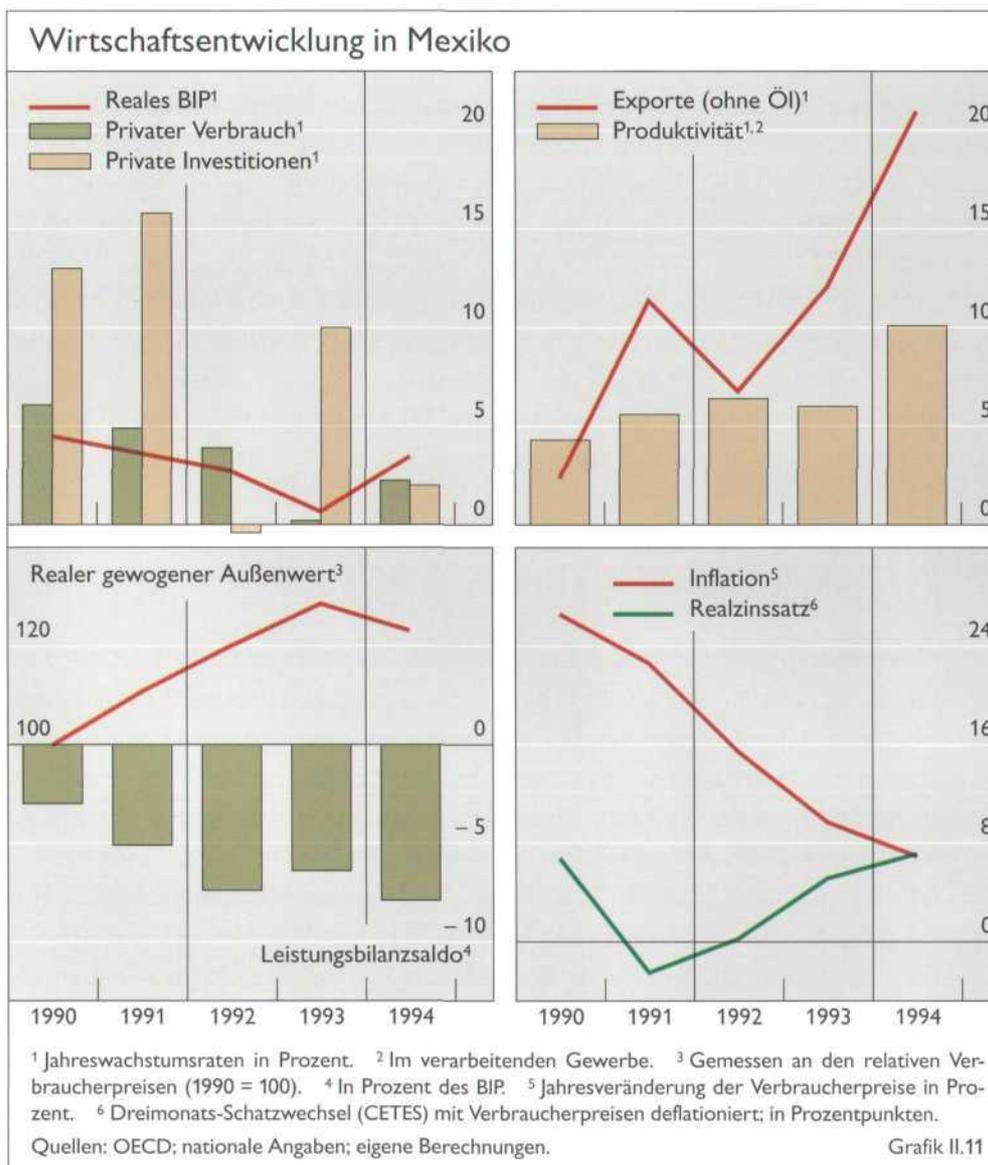
Zwar spielten für die Krise in Mexiko auch wirtschaftspolitische Entscheidungen eine Rolle, aber ihr Ablauf wirft darüber hinaus grundsätzliche Fragen danach auf, wie sich weitreichende Strukturveränderungen mit gesamtwirtschaftlicher Stabilität vereinbaren lassen. Dabei geht es um das Tempo der Reformen, die Anpassungsfähigkeit der Volkswirtschaft und den erforderlichen makroökonomischen „policy mix“. Diese Fragen sind nicht nur für Mexiko relevant, sondern auch für andere große Länder dieser Region, die mit ihren Reformbemühungen später begonnen haben, wie z.B. Argentinien, Brasilien und Venezuela.

... führen zu umfassenden Umstrukturierungen und hohem Produktivitätswachstum

Die Ende der achtziger Jahre eingeleiteten Wirtschaftsreformen haben die Struktur der mexikanischen Wirtschaft wesentlich verändert. Durch die Deregulierung der Wirtschaft und die Privatisierung staatlicher Unternehmen hat der private Sektor mehr Spielraum erhalten, auf wirtschaftliche Anreize zu reagieren. Die Senkung der Zölle von durchschnittlich 25% in der ersten Hälfte der achtziger Jahre auf unter 10% im Jahr 1994, die Abschaffung der Kontingentierung und die Preisliberalisierung haben den Wettbewerb gefördert. Die Haushaltsdefizite wurden abgebaut, und die Realzinsen sind nunmehr positiv. Die Wirtschaft begann das neue wirtschaftliche Umfeld rasch zu nutzen. Verstärkte private Investitionen, die sich auch in einem höheren Anteil der Investitionsgüter am Import niederschlugen, und die intensivere Teilnahme am internationalen Wettbewerb wirkten sich eindeutig günstig aus. Die Wirtschaft wurde gründlich umstrukturiert: Einige Sektoren, wie die Schuh- oder die Textilindustrie, schrumpften, während andere, z.B. Maschinen und Ausrüstungsgüter, kräftig expandierten. So begann die Produktivität mit einer Jahresrate von über 5% zu steigen, und die Exporte (ohne Öl) nahmen 1994 um mehr als 20% zu.

Aber Anpassung des Angebots braucht Zeit ...

Aber obwohl viele Faktoren auf eine erfolgreiche Umgestaltung der Wirtschaft hindeuteten, gab es auch Anlaß zur Besorgnis. Durch die weitreichenden Umstrukturierungen reduzierten sich vorübergehend die Angebotsmöglichkeiten der mexikanischen Wirtschaft, und trotz großer Produktivitätsfortschritte sowie steigender privater Investitionen fand die Wirtschaft nicht zu einem raschen Wachstumskurs zurück. Die Beschäftigung sank, und die Reallöhne blieben gedrückt. Der Importwettbewerb und das deregulierte wirtschaftliche Umfeld



stellten die Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft auf eine harte Probe. Im exportierten Sektor waren Rationalisierungen und Investitionen notwendig, um konkurrenzfähig zu werden; die Leistungsbilanz verschlechterte sich daher vorerst. Das – später dann lebhaftere – Exportwachstum war zunächst schwach, während die Importe stiegen.

Zu der Verschlechterung der Leistungsbilanz kam erschwerend hinzu, daß sich infolge der Strukturreformen und der größeren makroökonomischen Stabilität die gesamtwirtschaftliche Nachfrage erhöhte. Während die öffentlichen Investitionen rückläufig waren, wurden die privaten Investitionen rasch ausgeweitet, um die neuen Wirtschaftschancen zu nutzen und dem größeren Wettbewerbsdruck zu begegnen. Da von einem Anstieg der permanenten Einkommen im Anschluß an die Strukturreformen ausgegangen wurde und sich der inflationsbedingte Wertverlust der Geldguthaben verringert hatte, wuchs der private Verbrauch. Die aus der gesteigerten Geldnachfrage resultierenden Stabilitätseffekte wurden dadurch mehr als aufgezehrt. Auch das unerwartete Angebot importierter Konsumgüter und aufkommende Zweifel, ob diese dauerhaft am Markt verfügbar sein würden,

... und bei schnell steigender Nachfrage ...

... kommt es zu Leistungsbilanzungleichgewichten ...

dürften den Verbrauch angeregt haben. So war die Sparneigung gering und nahm weiter ab; während die Sparquote 1990 noch 19% betragen hatte, sank sie 1994 auf nur 15%. Eine weitere Rolle spielte hierbei das rasche Kreditwachstum, das auch hohe Realzinsen nicht beeinträchtigen konnten. Durch die rückläufige inländische Ersparnis einerseits und das besondere Gewicht der Kapitalzuflüsse andererseits entstand ein Ungleichgewicht, das sich in einer realen Aufwertung des Pesos von 1990 bis 1994 um über 20% und einer Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits auf 8% im selben Zeitraum äußerte.

... und Gefahr des Vertrauensverlusts bei Anlegern

Der Fall Mexiko zeigt, daß es bei einer raschen wirtschaftlichen Umgestaltung und einer am Wechselkurs orientierten Stabilisierungsstrategie leicht zu einer Phase wachsender Leistungsbilanzdefizite und steigender realer Wechselkurse kommen kann. Dann ist die Gefahr besonders groß, daß die Anleger das Vertrauen in die Wirtschaft verlieren, selbst wenn die wirtschaftspolitische Strategie längerfristig Erfolg verspricht. Die typischen Risiken dieser Phase könnten reduziert werden, wenn mit entsprechenden wirtschaftspolitischen Maßnahmen der Gefahr steigender realer Wechselkurse und der Verschlechterung der Leistungsbilanz begegnet würde. Dies könnte z.B. durch einen vorübergehenden Haushaltsüberschuß geschehen, denn die Beseitigung von Haushaltsdefiziten allein reicht nicht unbedingt aus, um die Wirtschaft durch diese schwierige Phase hindurchzusteuern. Eine zweite Möglichkeit wäre, einen realen Wechselkurs anzustreben, der die Umstrukturierung der Wirtschaft erleichtert, auch wenn dies nicht immer einfach ist (s. Kapitel VII).

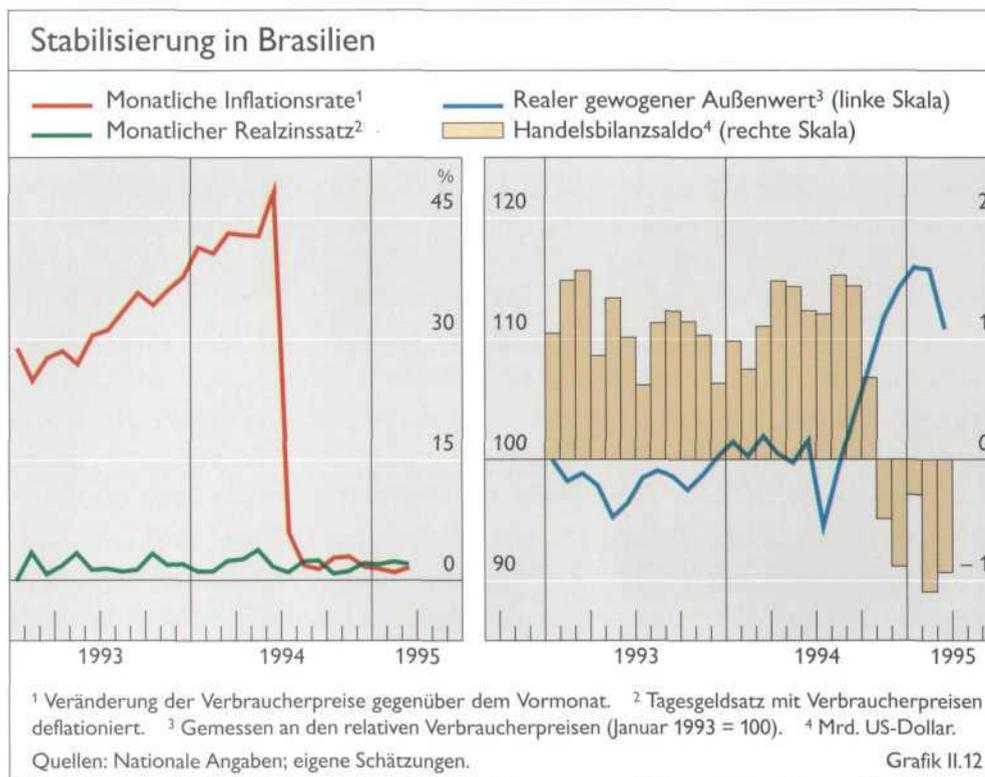
Chile: Ähnlichkeiten und Unterschiede

Mit ähnlichen Problemen hatte viele Jahre lang Chile zu kämpfen, das seine Wirtschaft viel früher liberalisierte und manchmal als Musterbeispiel für die Durchführung von Reformen betrachtet wird. Bis Mitte der achtziger Jahre war die Sparquote Chiles niedrig und rückläufig, und das Leistungsbilanzdefizit war groß (einmal betrug es über 10% des BIP). Sowohl die Produktions- als auch die Beschäftigungssituation im verarbeitenden Sektor waren schlecht. Aber in mehreren Punkten unterschieden sich die Erfahrungen in Chile auch, und diese waren der Schlüssel für den späteren Erfolg der Reformen. Erstens stieg die Sparquote rasch an, nachdem ein privates Pensionssystem eingeführt worden war. Das zeigt, wie wichtig ein Sparförderungssystem ist, wenn die Sparneigung in einer Volkswirtschaft erhöht werden soll. Zweitens hielt Chile den realen Außenwert seiner Währung beinahe konstant. So wurden die Umstrukturierung der verarbeitenden Industrie und die Exportentwicklung durch Anpassungen des nominalen Wechselkurses unterstützt. Drittens erfolgte die Liberalisierung des Kapitalverkehrs behutsam und schrittweise, was die Wechselkurssteuerung erleichterte.

Brasilien und Argentinien

In Brasilien neues Stabilisierungsprogramm ...

Auch in Brasilien und Argentinien waren die jüngsten Reformen durch einen übersteigerten Nachfragedruck geprägt. Nach mehreren gescheiterten Versuchen in den achtziger Jahren führte Brasilien im Juli 1994 ein neues Stabilisierungsprogramm ein. Zuvor waren Preise und Löhne nach und nach an eine Werteinheit gebunden worden, die in einem festen Wechselkursverhältnis zum US-Dollar stand. Somit waren die Preise und Löhne praktisch in US-Dollar fixiert. Im Juli wurde diese Werteinheit in eine richtige Währung, den Real, umgewandelt, und danach sank die Inflation rasch von monatlich über 40% auf rund 1½%. Damit war



sie für brasilianische Verhältnisse niedrig; allerdings lag sie noch immer weit höher als bei den wichtigsten Handelspartnern Brasiliens. Ähnlich wie in Mexiko hatten die niedrigere „Inflationssteuer“ und der erleichterte Zugang zu Verbraucherkrediten einen Konsumboom zur Folge, der – zusammen mit einem verbesserten Wirtschaftsklima und zunehmenden Kapitalzuflüssen – dazu beitrug, daß sich der reale Außenwert der Währung zwischen Juli 1994 und Februar 1995 massiv erhöhte, nämlich um über 20%. Auf diese Weise verschlechterte sich die Handelsbilanz rapide, so wie dies auch in Mexiko einige Jahre zuvor der Fall gewesen war. Trotz der Beschränkung der Kreditvergabe stiegen die Verbrauchernachfrage und die Importe weiter steil an, und es wurde immer deutlicher, daß ein fester nominaler Wechselkurs auf Dauer nicht haltbar sein würde. So wurde das Wechselkursregime im März 1995 modifiziert, und es wurde ein Wechselkursband festgelegt, was dazu führte, daß ein Teil der Aufwertung wieder rückgängig gemacht werden konnte. Außerdem wurde der Zugang zu Verbraucherkrediten weiter eingeschränkt, und die Importzölle wurden beträchtlich angehoben.

Anders als in Mexiko, das im Staatshaushalt wesentliche Konsolidierungserfolge erzielen konnte, bleiben die ungelösten Haushaltsprobleme in Brasilien ein großes Hindernis für eine dauerhafte Verringerung der Inflation. Während der Haushalt in laufender Rechnung im vergangenen Jahr dank Sondermaßnahmen ausgeglichen war, blieb das strukturelle Defizit nach wie vor groß. Eine tiefgreifende Neugestaltung der Einnahmen- und Ausgabenhoheit zwischen den zentralen und regionalen Gebietskörperschaften ist notwendig, um die öffentlichen Finanzen auf eine solide Grundlage zu stellen. Eine weitere schwierige Frage ist die Reform der staatlich kontrollierten Banken, die in der Vergangenheit eine Hauptquelle für außerbudgetäre Finanzierungen waren. In diesem Bereich würden Reformen helfen, die inflationären Tendenzen in der Volkswirtschaft zu eliminieren.

... aber ungelöste Haushaltsprobleme

In Argentinien
rasches
Wachstum ...

Im Gegensatz zu Mexiko verzeichnete Argentinien seit dem Beginn konsequenter Strukturreformen im Jahr 1991 hohe Wachstumsraten von über 7% pro Jahr. Durch die Einführung einer Currency-Board-Regelung und den vollständigen Abbau des Haushaltsdefizits wurde die Inflation 1994 auf nur noch 4% gesenkt. Aber auch in Argentinien waren Investitions- und Verbrauchsnachfrage zeitweise höher als das Angebotspotential. Auf der außenwirtschaftlichen Seite machte sich das größere Vertrauen in die Wirtschaft darin bemerkbar, daß sich die Kapitalzuflüsse ausweiteten, der reale Außenwert des Pesos nach der Einführung des Konvertibilitätsgesetzes vom März 1991 um etwa 30% stieg und das Leistungsbilanzdefizit von 0,5% des BIP im Jahr 1991 auf 4,0% 1994 zunahm. Die Sektoren mit den höchsten Wachstumsraten, auf die sich auch die Investitionen konzentrierten, waren das Baugewerbe, der Verkehr und die Versorgungsbetriebe, die naturgemäß keiner Importkonkurrenz ausgesetzt sind. Nach dem Ausbruch der Krise in Mexiko nahm die Regierung radikale Ausgabenkürzungen vor, um die Inlandsnachfrage und das Leistungsbilanzdefizit zu reduzieren, hielt aber den festen Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar aufrecht. Im Zuge umfangreicher Kreditaufnahmen wurden die Währungsreserven erhöht, so daß ein zusätzlicher Puffer zur Absicherung der Currency-Board-Regelung geschaffen wurde.

... aber höheres
Leistungsbilanz-
defizit führt zu
Sparmaßnahmen

Inflationäre Tendenzen in Asien

In Asien
Überhitzung ...

Die wesentlichen Gründe für das außergewöhnlich starke Wachstum der meisten asiatischen Länder im vergangenen Jahrzehnt wurden im letztjährigen Jahresbericht ausführlich analysiert. Welche Faktoren dabei tatsächlich die wichtigste Rolle spielten, ist nach wie vor strittig; mitentscheidend waren aber auf jeden Fall hohe Sparquoten sowie eine ausgewogene Kombination von stabilitätsorientierter Wirtschaftspolitik (d.h. niedriger Inflation und ausgeglichenen Staatshaushalten),

Inflationäre Tendenzen in Asien					
Land	Wachstum ¹	Inflation ²	Kurzfristiger Realzins 1994		Realer Außenwert der Währung ⁴
			Veränderung ³	Stand	
China	0	+	-2,6	-11,1	13,1
Indien	++	+	-5,8	- 3,6	8,5
Südostasien	++	+	-1,5	1,8	1,2
Indonesien	++	-	-1,7	3,3	-1,0
Korea	+	+	-1,5	2,1	0,6
Thailand	++	+	-2,4	0,4	0,7
Taiwan	+	+	-1,2	2,2	-1,5
Philippinen	++	+	-1,2	3,3	6,9
Malaysia	++	+	-2,2	1,2	-3,8
Hongkong	-	-	1,0	- 3,9	3,3
Singapur	++	+	-0,1	0,0	4,1

¹ Reales BIP-Wachstum 1994; ++ = höher als 1993 und höher als Durchschnitt 1983-93; + = höher als 1993 und niedriger als Durchschnitt 1983-93; 0 = niedriger als 1993 und höher als Durchschnitt 1983-93; - = niedriger als 1993 und niedriger als Durchschnitt 1983-93. ² Gemessen an der durchschnittlichen Jahresveränderung der Verbraucherpreise; +/- = Veränderung 1994 größer/kleiner als Veränderung 1993. ³ Gegenüber 1993. ⁴ Gemessen an den relativen Verbraucherpreisen; durchschnittliche Jahresveränderung 1994.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Tabelle II.10

wirtschaftlichen Anreizen (positiven Realzinssätzen und außenwirtschaftlicher Orientierung) und gezielten staatlichen Interventionen. Das bereits zuvor beträchtliche Wachstum beschleunigte sich 1994 in den meisten Ländern weiter, wodurch die Industriekapazitäten und die Infrastruktur bis an ihre Grenzen belastet wurden. Die Löhne sind rasch gestiegen, und der zunehmende Preisauftrieb ist zur größten Gefahr in der Region geworden.

Die Überhitzung vieler asiatischer Volkswirtschaften läßt sich im wesentlichen durch drei Faktoren erklären. Erstens gerieten die bereits stark ausgelasteten Kapazitäten in der Industrie infolge des raschen Exportwachstums – hervorgerufen durch einen lebhaften Handel innerhalb der Region, die sich festigende Erholung in den Industrieländern und die Yen-Aufwertung – zusätzlich unter Druck. Zweitens sorgen die wachsenden Investitionen des privaten Sektors und umfassende staatliche Infrastrukturprogramme zwar längerfristig für eine Kapazitätserweiterung und die Milderung von Engpässen, verstärkten aber kurzfristig den Nachfragedruck. Drittens zog die Region weiterhin in großem Umfang Kapitalströme an, die zum Geldmengenwachstum beitrugen.

Von fiskal- und geldpolitischer Seite wurde diesem Nachfragedruck zunächst wenig Widerstand entgegengesetzt. Zum einen erschienen Konsolidierungsschritte bei weitgehend ausgeglichenem Staatshaushalt nicht dringend, zum anderen wurden auch keine geldpolitischen Maßnahmen getroffen, so daß sich inflationäre Tendenzen aufbauen konnten. Die Geldpolitik war keineswegs restriktiv, was an den niedrigen und noch sinkenden kurzfristigen Realzinssätzen sichtbar war, und die allgemein moderate reale Aufwertung der Währung glich die expansiven geldpolitischen Effekte nur zum Teil aus (s. Tabelle II.10). Als jedoch die aktuelle Inflationsrate allmählich zu steigen begann, bemühten sich immer mehr Länder um eine Eindämmung der Nachfrageexpansion. Einige Länder hoben zu diesem Zweck ihre Ausleihesätze für Zentralbankgeld an, andere beschränkten die Kreditexpansion direkt.

China

In China betrug die Inflationsrate 1994 wie seit Ende 1993 immer noch rund 25%. Dies kam etwas überraschend, denn es stand im Widerspruch zu dem üblichen „stop and go“, das die chinesische Wirtschaftspolitik seit 1978 geprägt hatte. Der Preisauftrieb hatte sich von 8,6% im Jahr 1992 auf fast 20% 1993 beschleunigt, was die Regierung Mitte 1993 zur Einführung eines Stabilisierungsprogramms veranlaßte. Nach den Erfahrungen der Vergangenheit hätte 1994 ein Jahr weiterer Sparmaßnahmen werden können; durch Kürzungen der Investitionsprogramme und ein verhaltenes Kreditwachstum hätte die Inflation zurückgeführt werden können. Statt dessen erreichte der Preisauftrieb neue Rekordhöhen, und das Produktionswachstum verlangsamte sich zwar, betrug aber weiterhin über 10%.

Zum Teil läßt sich die hohe Inflation 1994 mit Sonderfaktoren erklären. Im Januar wurde das Wechselkurssystem, das bisher zwischen dem amtlich festgelegten Wechselkurs und den sich in den Swapzentren bildenden Kursen unterschieden hatte, vereinheitlicht. Das entsprach de facto einer Abwertung der Währung um ein Drittel, die auf die Importpreise durchschlug. Viele Unternehmen benutzten die Einführung der Mehrwertsteuer als Vorwand für Preiserhöhungen. Die Liberalisierung der Getreidepreise und die Kürzung der Düngemittelsubventionen sowie

... wegen starker Nachfrage ...

... und kaum wirtschaftspolitische Gegensteuerung

Anhaltend rascher Preisauftrieb ...

... wegen Sonderfaktoren ...

die Dürre im Norden und die Überschwemmungen im Süden des Landes ließen die Nahrungsmittelpreise ansteigen. Aber all das erklärt nicht, weshalb die Inflationsrate gegen Ende des Jahres immer noch zweistellig war.

... und Widerstand
gegenüber
Einsparungs-
bemühungen

Viel schwerwiegender war, daß sich die Wirtschaft als resistent gegenüber den Einsparungsbemühungen erwies. Drei Gründe scheinen für diese unvorhergesehene Entwicklung maßgebend zu sein. Erstens bilden die Staatsbetriebe, von denen 80% unter der Kontrolle der Provinz- und Gemeindebehörden stehen, nach wie vor das Rückgrat der Volkswirtschaft. Auf diese Betriebe entfällt weiterhin die Hälfte der Industrieproduktion, und sie beschäftigen immer noch über 100 Millionen Menschen. Da sie darüber hinaus viele Sozialleistungen übernehmen, erachtete es der Staat als notwendig, ihre Verluste weiterhin über direkte Subventionen und Bankkredite abzudecken, und die nachgeordneten Gebietskörperschaften versuchten oftmals, ihre eigenen Betriebe vor Rationalisierungen zu schützen. Zwar wurden die Investitionen der Staatsbetriebe im zweiten Halbjahr 1993 erheblich verringert, aber Anfang 1994 hatten sie bereits wieder zu steigen begonnen und beschleunigten sich im weiteren Jahresverlauf stetig. Der zweite Grund für das Scheitern der Stabilisierungsmaßnahmen 1994 besteht darin, daß der aufstrebende private Sektor von der Straffung der Kreditvergabebedingungen ebenfalls kaum berührt wurde, da er sich weitgehend aus eigenen Mitteln finanziert. Ein dritter Grund waren wohl die Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem möglichen Wechsel in der politischen Führungsspitze, die den Konsens über die erforderlichen wirtschaftspolitischen Maßnahmen erschwert haben dürften. Diese Unsicherheiten zeigen sich auch an der Verschiebung einiger größerer Reformen, die im November 1993 beschlossen worden waren.

Indien

Den wirtschaftspolitischen Rückschlag von 1993 konnte die indische Regierung 1994 korrigieren. Durch eine Straffung der Geldpolitik und die Eindämmung der umfangreichen Kapitalzuflüsse wurde die Inflation in der zweiten Jahreshälfte wieder auf ihren Abwärtstrend zurückgeführt, auch wenn die jahresdurchschnittliche Inflationsrate noch deutlich höher war als 1993. Eine Vereinbarung zwischen Zentralbank und Regierung, die direkte Zentralbankfinanzierung von Haushaltsdefiziten allmählich auslaufen zu lassen, stärkte das Vertrauen der Märkte. Aber obwohl das Haushaltsdefizit in den letzten Jahren etwas gesenkt werden konnte, bleibt es ein Problem, denn es ist noch immer zu groß, als daß die Staatsschuldenquote stabilisiert werden könnte. Die Zinsausgaben stiegen von 39% der Einnahmen im Fiskaljahr 1990 auf 50% im Jahr 1994. Wie in China könnte sich die Reduzierung der Haushaltsdefizite ohne weitreichende Reformen der Staatsbetriebe als sehr schwierig erweisen.

Gedämpftes Wachstum in Afrika

Moderates
Wachstum unter
günstigen außen-
wirtschaftlichen
Bedingungen

Nach zwei Jahren der Stagnation stieg das Wachstum in den afrikanischen Ländern 1994 um fast 2 Prozentpunkte. Diese Verbesserung ist weitgehend den günstigen Umständen zuzuschreiben; allerdings spielten auch neuerliche Reformanstrengungen in vielen Ländern der CFA-Franc-Zone eine Rolle. Dank ergiebiger Regenfälle war die Ernte gut, die konjunkturelle Erholung in Europa ermöglichte Exportsteigerungen, und durch den Anstieg der Genußmittelpreise im vergangenen

Anpassung in der CFA-Franc-Zone								
Land/Region	Reales BIP		Verbraucherpreise		Importe ¹		Handelsbilanzsaldo	
	1990-93	1994	1990-93	1994 ²	1990-93	1994	1990-93 Durchschnitt	1994
	Jahresveränderung in Prozent						Mrd. US-Dollar	
Westafrika	0,2	3,1	0,5	36	3,3	-0,2	0,0	0,6
Côte d'Ivoire	-1,0	1,3	1,8	32	0,7	-6,8	1,1	1,3
Zentralafrika	-2,4	-0,4	0,7	50	1,4	-7,6	2,7	2,8
Kamerun	-6,3	-1,8	-0,2	48	-5,8	-6,4	0,7	0,8
Franc-Zone insgesamt	-0,8	1,5	0,6	42	2,6	-2,7	2,7	3,4

¹ In US-Dollar gemessen. ² Dezember gegen Dezember des Vorjahres.
Quellen: Banque de France; IWF; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle II.11

Jahr um 75% verbesserten sich die Terms of Trade dieser Länder sehr stark. Aber auch die Abwertung des CFA-Franc um 50% im Januar 1994 war von großer Bedeutung. Die Inlandspreise nahmen nach der Abwertung zu, die Inflation blieb im allgemeinen bei rund 40%, und die Löhne erhöhten sich erheblich weniger, so daß sich die Wettbewerbsfähigkeit verbesserte. Zu den sichtbarsten Folgen der veränderten Situation gehörten der plötzliche Rückgang der Importe aus Europa und die lebhafte Entwicklung des Handels innerhalb der Region.

In der CFA-Franc-Zone bessere Wettbewerbsfähigkeit

Aber auch wenn die Länder der CFA-Franc-Zone der Falle der Überbewertung der Währung anscheinend entkommen sind, müssen noch etliche gravierende Probleme gelöst werden. Beispielsweise sind die Haushaltsdefizite nach wie vor groß, und in einigen Fällen gelten noch immer erhebliche Außenhandelsbeschränkungen. Die Aussetzung von IWF-unterstützten Programmen in mehreren – vor allem zentralafrikanischen – Ländern zeigt, daß die Anpassungsbemühungen intensiviert werden müssen, um die positiven Auswirkungen des angemesseneren Wechselkurses zu konsolidieren.

In Südafrika hat die neue Regierung die stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik fortgesetzt. Das Haushaltsdefizit wurde 1994 auf rund 6% des BIP gesenkt, und trotz ehrgeiziger Pläne für eine Erhöhung der Sozial- und Infrastrukturausgaben im Rahmen des Wiederaufbau- und Entwicklungsprogramms sieht der Haushaltsplan für 1995 eine weitere Reduzierung auf 5,8% vor. Dem aufkeimenden Inflationsdruck in der zweiten Jahreshälfte wurde mit einer entschlossenen Straffung der Geldpolitik begegnet. Gegen Ende 1994 und Anfang 1995 verstärkten sich die Anzeichen eines wachsenden Vertrauens in die Politik der Regierung und in die Wachstumsaussichten immer mehr. Die Investitionen und die gesamtwirtschaftliche Produktion stiegen kräftig an, während sich der parallele Wechselkurs für Kapitaltransaktionen, der Kurs des sogenannten Finanzrand, weiter festigte, so daß die Regierung das Wechselkurssystem im März vereinheitlichen konnte. Die größte Herausforderung für die Regierung besteht darin, die Notwendigkeit höherer Sozialausgaben mit einer weiteren Konsolidierung der öffentlichen Finanzen zu vereinbaren.

In Südafrika wachsendes Vertrauen

Reform in den ehemaligen Staatshandelsländern

Osteuropa

Verschiedene Umgestaltungsstrategien ...

Nach mehreren Jahren rückläufiger Produktion setzte in vielen Ländern der Region im vergangenen Jahr wieder Wachstum ein, und in anderen Ländern, wie z.B. Polen, beschleunigte sich die gesamtwirtschaftliche Expansion. In der Region insgesamt werden jetzt die Erfolge der Umgestaltung sichtbar, mit der vor fünf Jahren begonnen wurde. Die Umgestaltungsstrategien stützten sich – in unterschiedlicher Ausprägung – auf drei Grundpfeiler: die rasche Liberalisierung von Preisen und Außenhandel, eine entschlossene makroökonomische Stabilisierung und institutionelle Reformen, darunter die Privatisierung, sowie die Einführung von an der Marktwirtschaft orientierten rechtlichen Rahmenbedingungen.

... führen zu rascher Ausweitung des privaten Sektors

Viele Politiker waren überzeugt, daß nur eine kombinierte Politik rascher Liberalisierung und Stabilisierung Erfolgchancen haben würde: Freigegebene Preise würden signalisieren, was zu produzieren ist, reduzierte Subventionen und Bankkredite würden die Staatsbetriebe zwingen, diese Signale auch zu beachten, und die Liberalisierung des Außenhandels würde in einer durch oligopolistische Strukturen gekennzeichneten Wirtschaft für den notwendigen Wettbewerbsdruck sorgen. Durch diese Maßnahmen wurden die Volkswirtschaften der Länder Osteuropas in den letzten fünf Jahren grundlegend umgestaltet. Auf den privaten Sektor, der in der Planwirtschaft praktisch nicht vorhanden gewesen war, entfallen

Indikatoren der wirtschaftlichen Umgestaltung								
Land	Anteil des privaten Sektors am BIP	Exportwachstum (US-Dollar-Basis)		Ausländische Direktinvestitionen		Leistungsbilanzsaldo ¹		Realer Außenwert der Währung ²
		1994	1991–93	1994	1990–94	1994	1993	1994	1991–94
	Prozent			Mrd. US-Dollar	in Prozent des BIP			Veränderung in Prozent
Bulgarien	27	-11	17	0,2	0,5	-9,9	1,5	60
Polen	56	- 1	20	3,2	1,1	-2,7	-1,0	68
Rumänien	35	-15	23	1,3	1,8	-4,5	-0,9	- 9
Slowakische Republik	58	9 ³	23	0,6	1,5	-6,2	-1,5	24
Tschechische Republik	70	15 ³	8	3,0	2,4	1,4	0,8	28
Ungarn	50	- 9	20	6,8	2,9	-9,0	-9,5	32
Kroatien	50	-27 ⁴	9	0,2	0,7	1,9	0,7	- 9
Slowenien	30	0 ⁴	12	0,4	0,5	1,2	3,4	-17
Estland	56	-56	66	0,5	8,0	1,9	-5,8	208
Lettland	55	-85	- 1	0,2	1,9	8,3	0,0	156
Litauen	50	-81	5	0,1	0,7	-6,2	-5,1	- 2
Russische Föderation	62	-38 ⁵	8 ⁵	2,8	0,4	1,0 ⁵	0,0 ⁵	-51
Ukraine	38	-71	-20	0,5	0,3	-2,7	-8,4	-82

Anmerkung: Daten für 1994 teilweise geschätzt.

¹ Polen, Slowakische Republik, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn: nur konvertible Währungen. ² Gemessen an den relativen Verbraucherpreisen; Kroatien, baltische Staaten, Ukraine: nur gegenüber dem US-Dollar. ³ Ohne bilateralen Handel zwischen der Slowakischen Republik und der Tschechischen Republik. ⁴ Ohne Exporte in das ehemalige Jugoslawien. ⁵ Ohne Transaktionen mit GUS-Staaten.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Tabelle II.12

jetzt zwischen 27% (Bulgarien) und 70% (Tschechische Republik) des BIP (s. Tabelle II.12). Nachdem der Außenhandel zunächst zusammengebrochen war, erholte sich der Export wieder und wuchs 1994 zwischen 8% (Tschechische Republik) und 23% (Rumänien und Slowakische Republik). In mehrere Länder flossen auch beträchtliche ausländische Direktinvestitionen, zwei Fünftel davon nach Ungarn.

Die Inflation verharrte allerdings in allen Ländern der Region auf hohem Niveau, nur die Slowakische Republik und die Tschechische Republik bildeten eine Ausnahme. Schuld war im wesentlichen der Nachfragedruck. Zwar konnten einige Länder ihren Haushalt konsolidieren (Estland, Lettland, Litauen, Slowenien und die Tschechische Republik), aber in anderen Ländern erwiesen sich die Defizite als hartnäckiger. In Ungarn verschlechterte sich der Saldo im Staatshaushalt und kehrte sich von einem Überschuss im Jahr 1990 in ein Defizit von 6% des BIP im Jahr 1994 um, was sich in einer zweistelligen Inflationsrate, einer erheblichen realen Aufwertung der Währung und einem beträchtlichen Leistungsbilanzdefizit von beinahe 10% des BIP widerspiegelte. Im März 1995 beschloß die Regierung schließlich, das doppelte Defizit mit einer Kombination von Haushaltsdisziplin und Währungsabwertung energisch zu bekämpfen.

Aber die Tatsache, daß die Inflationsrate überall noch zweistellig ist, läßt darauf schließen, daß neben den Staatsdefiziten noch andere Faktoren ausschlaggebend sein müssen. Hier ist vor allem der Preisanstieg bei den nicht handelbaren gegenüber den handelbaren Gütern zu nennen. Die steigenden relativen Preise der nicht international handelbaren Güter wie z.B. persönliche Dienstleistungen (die es in der Planwirtschaft praktisch nicht gegeben hatte) signalisieren die wachsende Verbrauchernachfrage nach solchen Gütern. Ihre Preise, die nicht der internationalen Preisdisziplin unterliegen, können schneller steigen als die der handelbaren Güter. Bei fortschreitendem Wachstum dürften sich die hohen Produktivitätsgewinne im verarbeitenden Sektor indirekt ebenfalls in einem stärkeren Anstieg der Dienstleistungspreise auswirken. Denn die Löhne werden im Sektor der nicht handelbaren Güter mehr oder weniger im gleichen Tempo steigen wie in der Industrie, auch wenn hier der Spielraum für Produktivitätserhöhungen geringer ist.

Außer in Estland, Litauen und Ungarn sind die Leistungsbilanzdefizite in der Region gering geblieben und bewegen sich in der Größenordnung von 2% des BIP oder darunter. In einigen Ländern, z.B. in Bulgarien und Rumänien, war dies weniger auf eine straffe Wirtschaftspolitik als vielmehr darauf zurückzuführen, daß Kredite schwer verfügbar waren. Der Nachfrageüberschuss kam dort in Inflationsraten von über 50% zum Ausdruck. In anderen Ländern, wie etwa Polen, der Slowakischen Republik oder der Tschechischen Republik, wurden die Leistungsbilanzdefizite durch restriktive wirtschaftspolitische Maßnahmen unter Kontrolle gehalten. Doch auch einige Länder mit einer straffen Wirtschaftspolitik (Estland, Lettland, Tschechische Republik) verzeichneten eine ausgeprägte reale Aufwertung ihrer Währung.

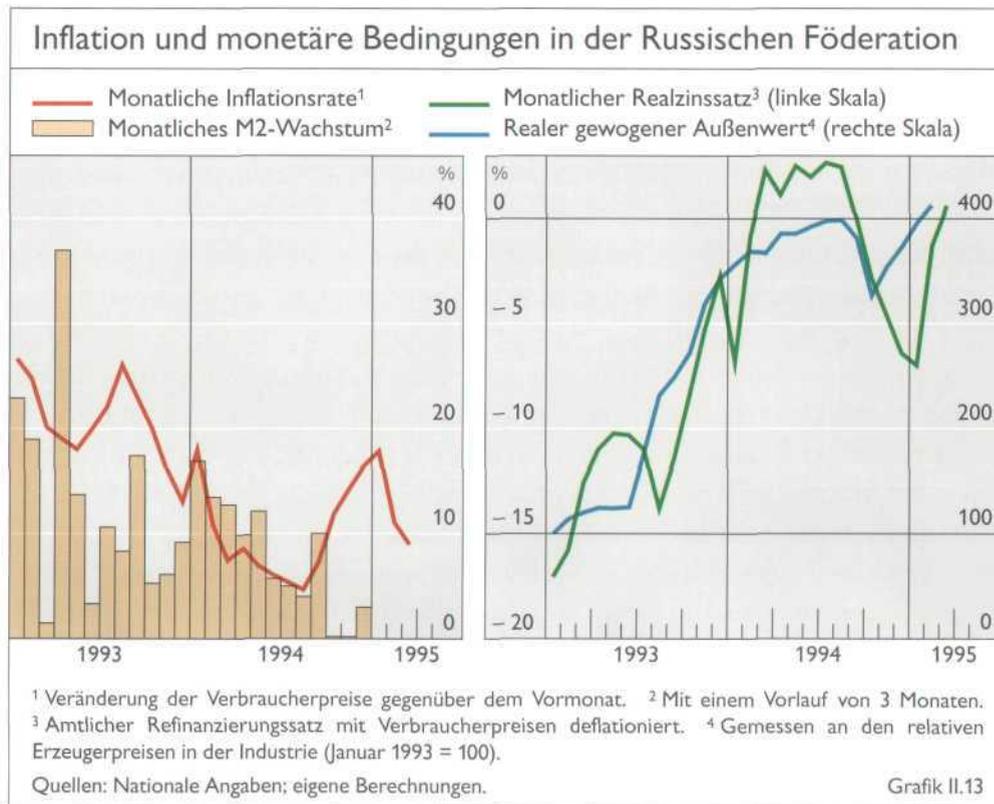
Russische Föderation

Nach einer Zeit hoher Inflation und billigen Geldes im Jahr 1993 wurde die Kreditvergabe in der Russischen Föderation im ersten Halbjahr 1994 gezügelt, und die kurzfristigen Realzinssätze wurden positiv. Bis zum Sommer war die monatliche Inflationsrate auf rund 5% gesenkt worden. Das hätte für die Unternehmen nor-

Hartnäckige
Inflation wegen
Nachfragedrucks ...

... und steigender
Preise für Dienst-
leistungen

Rubel-Krise durch
„stop and go“ bei
Inflation



malerweise einen großen Rationalisierungsdruck bedeuten müssen. Da sie jedoch davon ausgingen, die Geldpolitik werde wieder gelockert, wie es in der Vergangenheit schon oft der Fall gewesen war, griffen sie auf altbewährte Puffer zurück und ließen offene Positionen gegenüber anderen Unternehmen sowie Rückstände bei Steuern und Löhnen auflaufen. Wie bereits 1992 löste dieses Unternehmensverhalten eine Krise aus, die sich bis zum Hochsommer zum wichtigsten Thema der Wirtschaftspolitik entwickelte. Der Zugang zu Krediten wurde dann wieder erleichtert, und als die Währungsbehörden die Stützung des Rubels einstellten, fiel der Wechselkurs am „Schwarzen Dienstag“ (dem 11. Oktober) gegenüber dem US-Dollar um 22%. Im Dezember betrug die monatliche Inflationsrate bereits wieder 16%. Die Hoffnung, daß durch diese Kreditexpansion wenigstens das Produktionsvolumen der Unternehmen aufrechterhalten würde, erfüllte sich nicht, denn in der zweiten Hälfte 1994 ging die Produktion weiter zurück.

Neues Stabilisierungsprogramm

Angesichts dieser Entwicklungen nahm die Russische Föderation Anfang 1995 ein vom IWF unterstütztes Stabilisierungsprogramm in Angriff. Es war überdeutlich geworden, daß weder eine anhaltend hohe Kreditvergabe an die Industrie noch große Haushaltsdefizite den Produktionsrückgang aufhalten konnten. Die Umstrukturierung des Unternehmenssektors würde lediglich um den Preis hoher und volatiler Inflationsraten hinausgeschoben.

Reformerfahrungen

Rückschau auf Reformerfahrungen

Der Übergang von der zentralen Planwirtschaft zur Marktwirtschaft war eine Reise in unbekannte Gefilde, bei der sowohl die historische Erfahrung als auch die ökonomische Theorie nur begrenzt Hilfestellung geben konnten. Durch die Vielfalt der Umgestaltungsstrategien, die in den letzten sechs Jahren zum Einsatz kamen,

hat sich das Wissen über die Übergangsprobleme beträchtlich erweitert, und die bisherigen Reformenerfahrungen lassen einige vorläufige Schlußfolgerungen zu.

Das Tempo der Liberalisierung und Stabilisierung war wohl das schwierigste Problem, das sich den Politikern zu Beginn der Reformen stellte. Die erste Schlußfolgerung aus den Erfahrungen von Ländern wie Estland, Polen, der Slowakischen Republik und der Tschechischen Republik ist, daß trotz der Zeit, die eine strukturelle Umgestaltung natürlich benötigt, eine rasche Liberalisierung möglich ist. Mit dem Erbe der zentralen Planwirtschaft in den Händen waren die Volkswirtschaften nicht für das Überleben in einer freien Marktwirtschaft gerüstet; beispielsweise hatten die Unternehmen keine Marketingabteilung, und die Banken hatten keinerlei Erfahrung mit Kreditbeurteilungen. Um sich diese Kenntnisse anzueignen, brauchten sie Zeit. Im Produktionssektor konnten die veralteten Maschinen nicht von heute auf morgen ersetzt werden, und die Ressourcenallokation auf der Basis von Marktpreisen war ebenfalls keine Selbstverständlichkeit.

Bisweilen wurde dies so interpretiert, daß auch die Liberalisierung auf mikroökonomischer Ebene schrittweise durchgeführt werden sollte. Die Liberalisierung der Preise und des Außenhandels in einer solchen Situation war natürlich mit erheblichen Risiken verbunden. Die neue Struktur relativer Preise und der Importwettbewerb legten den irrationalen Charakter der in der Planwirtschaft geschaffenen industriellen Strukturen offen. Die Verluste der Unternehmen würden steigen, und es würden Forderungen nach staatlichen Subventionen und/oder zusätzlichen Krediten der staatlichen Banken laut werden. So könnte sich im Rahmen der Preisliberalisierung womöglich ein zusätzliches Inflationspotential entwickeln, das nur schwer unter Kontrolle zu bringen sein würde. Aber gegen diese Risiken waren die Vorteile einer Liberalisierung der Wirtschaft zu setzen. Durch die Liberalisierung der Preise und des Außenhandels würden die chronischen Engpässe der zentralen Planwirtschaft rasch beseitigt werden. Außerdem würde die Liberalisierung der privaten Initiative Raum geben, was auf einen raschen Angebotseffekt hoffen lassen würde, selbst wenn sich das Verhalten im Staatssektor kaum ändern würde. Die positiven Erfahrungen einiger osteuropäischer Länder, in denen die Reformen zügig durchgeführt wurden, weisen darauf hin, daß die Vorteile einer solchen Politik die natürlich ebenfalls vorhandenen Risiken aufwiegen.

Eine zweite Schlußfolgerung aus den Reformenerfahrungen in den erfolgreicherer Ländern ist, daß eine straffe makroökonomische Politik für den mikroökonomischen Wandel und die Belebung der privaten Initiative entscheidend war. Anfänglich kam es zu einem Inflationsschub und zum gezielten Einsatz eines „Sicherheitsnetzes“ für unrentable Unternehmen, deren Überleben vorerst durch Kredite anderer Unternehmen oder Bankkredite gesichert wurde. Durch eine strenge Verpflichtung zur Finanzdisziplin waren die Staatsbetriebe aber zur Rationalisierung gezwungen, unabhängig davon, ob sie zur Privatisierung anstanden oder nicht. Gleichzeitig wurde so der notwendige Freiraum für das Entstehen eines dynamischen privaten Sektors geschaffen, der dann seinerseits den Wettbewerbsdruck auf die Staatsbetriebe noch größer werden ließ. Daß Privatisierungen in großem Umfang erwartet und in einigen Fällen auch durchgeführt wurden, spielte sicherlich eine wichtige Rolle, aber die Umstrukturierung der Staatsbetriebe hatte längst eingesetzt, bevor mit der Privatisierung begonnen worden war, jedenfalls in den Ländern, die eine straffe Wirtschaftspolitik betrieben.

Vorteile rascher
Liberalisierung
größer als Kosten

Konsequente
Wirtschaftspolitik
bewirkt mikroöko-
nomischen Wandel

III. Internationaler Handel

Schwerpunkte

Die zunehmende Internationalisierung der Wirtschaft war im letzten Jahr erneut offensichtlich, denn der Handel weitete sich so kräftig aus wie seit fast zwanzig Jahren nicht mehr. In den vergangenen zehn Jahren stieg der Außenhandel doppelt so rasch wie die Produktion und hatte damit einen erheblich größeren Wachstumsvorsprung als im vorhergehenden Jahrzehnt. Außerdem hat sich die Gruppe der Länder, für die der internationale Handel eine bedeutende Rolle spielt, in den vergangenen Jahren ständig erweitert.

Die fortschreitende Umsetzung der Vereinbarungen der Uruguay-Runde dürfte das Außenhandelswachstum in den kommenden Jahren weiter vorantreiben. Es existieren jedoch nach wie vor protektionistische Bestrebungen, und viel wird davon abhängen, daß die Bestimmungen der Welthandelsorganisation (WTO) zum Schutz des multilateralen Handelssystems von den Mitgliedern tatsächlich eingehalten werden. Auch die Liberalisierung des sich rasch ausweitenden Dienstleistungssektors wird eine der wichtigsten Aufgaben der WTO sein – eine Herausforderung, die nicht unterschätzt werden darf, wie die Schwierigkeiten bei der Öffnung des Handels mit Finanzdienstleistungen zeigen.

Die Direktinvestitionen gaben dem Aufschwung des Außenhandels entscheidenden Auftrieb. Sie nahmen 1994 erneut zu, wobei sich der Anteil der außerhalb der Industrieländer getätigten Direktinvestitionen erhöhte. Einer der Gründe hierfür war die gestiegene Bereitschaft der Unternehmen, einen Teil ihrer Produktion aus Ländern mit hohen Kosten in kostengünstig produzierende Zentren zu verlagern. Dies unterstützt faktisch die mittelfristige Korrektur des außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts der Überschußländer, und von besonderer Bedeutung war es für Japan. In den Defizitländern dienten die Direktinvestitionen nicht nur zur Finanzierung der Ungleichgewichte, sondern dort, wo sie in die Ausweitung der Kapazitäten im Sektor der handelbaren Güter flossen, trugen sie auch dazu bei, daß sich diese Defizite selbst korrigieren können.

Beträchtliche Leistungsbilanzungleichgewichte bestanden auch im letzten Jahr fort. In immer stärkerem Maße beeinflussen divergierende Auslandsvermögenspositionen der Länder die Kapitalertragsströme, was wiederum bewirken kann, daß die Leistungsbilanzungleichgewichte fort dauern. Gerade die Hartnäckigkeit solcher Ungleichgewichte mag eine Erklärung dafür sein, warum die Leistungsbilanzsalden im letzten Jahr derart starke Auswirkungen auf die Wechselkurse hatten, und zwar nicht nur in den Industrieländern (USA und Japan), sondern auch andernorts (insbesondere in Mexiko).

Die anhaltende Verbesserung des Leistungsbilanzsaldos Westeuropas ist zu einem großen Teil durch die exportfördernde Wirkung der Währungsabwertungen in Europa insgesamt begründet. In den letzten Jahren stiegen die Exporte der

Länder, deren Währung an Wert verlor, außerdem viel deutlicher als diejenigen anderer europäischer Länder.

Welthandel

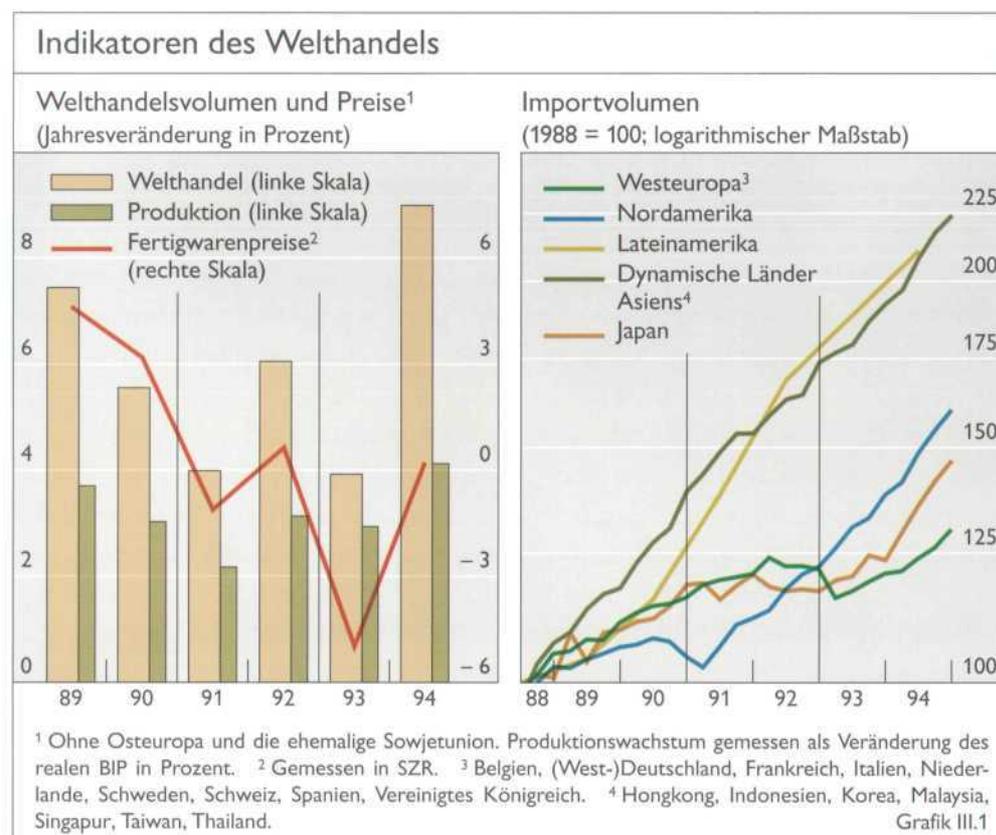
Entwicklungen

Real betrachtet erhöhte sich der weltweite Warenhandel im letzten Jahr um etwa 9% (1993: 4%) und damit mehr als doppelt so stark wie das weltweite BIP. Hinter diesem seit einiger Zeit erkennbaren Trend eines zunehmenden Wachstumsvorsprungs des Außenhandels stehen mehrere wichtige Faktoren: die allgemeine Außenhandelsliberalisierung, der sich ausweitende Handel innerhalb der Handelsblöcke und die größere Bereitschaft der Unternehmen, ihre Produktion ins Ausland zu verlagern. Für die Industrieländer insgesamt betrug das Verhältnis der Wachstumsraten von Außenhandel und BIP im Zeitraum 1985–94 durchschnittlich 2 (verglichen mit 1½ in den vorhergehenden zehn Jahren) und in den Entwicklungsländern 1½ (gegenüber 1 im Zeitraum 1975–84). In Lateinamerika war der Anstieg besonders ausgeprägt – von weniger als ½ (1975–84) auf 2½ (1985–94).

Starkes Außenhandelswachstum ...

Die lebhaftere Entwicklung der Importe der Industrieländer war im letzten Jahr breit abgestützt und wurde geprägt durch ein anhaltend starkes Importwachstum in Nordamerika, einen weiteren wechselkursbedingten Importschub in Japan und eine deutliche Erholung der Importnachfrage in Europa (s. Grafik III.1). Die kräftige Ausweitung der asiatischen und lateinamerikanischen Importnachfrage – die im Zeitraum 1989–93 etwa die Hälfte der Zunahme der weltweiten Importe aus-

... breit abgestützt



gemacht hatte – setzte sich im letzten Jahr mit Wachstumsraten fort, die knapp über denen der Industrieländer lagen. Stimuliert durch die Konjunkturerholung in den Industrieländern und den schwunghaften Handel der Entwicklungsländer untereinander wuchsen auch die Exporte der Entwicklungsländer beträchtlich. Besondere Impulse verlieh die Beschleunigung der internationalen Konjunktur den Mineralien- bzw. Erzexporten, die viele Jahre ein verhaltenes Wachstum verzeichnet hatten.

Die Ausweitung des Warenhandels um nominal etwa 11½% im letzten Jahr war u.a. einer leichten Erhöhung der Welthandelspreise auf US-Dollar-Basis zuzuschreiben. Nachdem die Außenhandelspreise in Dollar 1993 um fast 5% gefallen waren, stiegen sie 1994 um gut 2%. Dies stand im großen und ganzen in Einklang mit der Abwertung des Dollars gegenüber dem Sonderziehungsrecht (SZR) und ließ daher nicht auf einen allgemeinen Auftrieb der Welthandelspreise schließen. Trotz allgemein stabiler Welthandelspreise gab es jedoch im einzelnen unterschiedliche Preisentwicklungen: Die Ölpreise sanken, während andere Preise – manche von ihnen sehr kräftig – anzogen.

Ölpreisrückgang ...

Gemessen an den durchschnittlichen cif-Werten in den Industrieländern fielen die Rohölpreise 1994 auf knapp \$ 16 je Barrel. In Relation zu den Gütern der verarbeitenden Industrie erreichten die Ölpreise damit ihren niedrigsten Durchschnittswert seit mehr als zwanzig Jahren und betrug nur noch 55% des Niveaus nach dem ersten Ölpreisschock im Jahr 1974. Auch die Preisschwankungen waren ausgeprägt; sie wurden möglicherweise noch verstärkt durch die Quotenbeschlüsse der OPEC (und die unterschiedliche Einhaltung dieser Quoten) sowie die drohende Angebotsverknappung durch Ölarbeiterstreiks in Nigeria Mitte des Jahres. Die Entscheidung der OPEC Ende 1994, die Förderquoten ein weiteres Jahr unverändert zu lassen, trug angesichts der allgemein steigenden Nachfrage nach Öl Anfang 1995 zu einer Stützung der Ölpreise bei.

... bei leichtem Anstieg der Fertigwarenpreise ...

Die Preise einiger anderer Gruppen von Handelsgütern zogen im letzten Jahr dagegen an. Die Preise von Industriegütern, ausgedrückt in SZR, begannen 1994 allmählich wieder zu steigen, nachdem sie 1993 um 5% gefallen waren (s. Grafik III.1). Die Rohstoffpreise (ohne Öl) erhöhten sich auf SZR-Basis um etwa 10%, verglichen mit einem Rückgang um 3% im Jahr 1993 (und einem kumulierten Rückgang um 20% von 1988 bis 1993). Diese höheren Preise brachten für die Exporteure von Rohstoffen (ohne Öl) eine Verbesserung ihrer Terms of Trade um 2,5%.

... und Steigerung der Rohstoffpreise

Der Anstieg der Rohstoffpreise (ohne Öl) ist zu einem Großteil konjunkturbedingt bzw. durch bestimmte Sonderfaktoren begründet. Die Beschleunigung der Nachfrage nach Rohstoffen in den Industrieländern im Zusammenhang mit dem wirtschaftlichen Aufschwung sowie die lebhaftere Nachfrage der rohstoffintensiven verarbeitenden Industrie Südostasiens lösten einen Preisauftrieb aus. Dazu kam noch ein Rückgang der Rohstoffvorräte, die von einigen im Übergang befindlichen Volkswirtschaften auf den Weltmärkten bereitgestellt wurden. Der Anstieg der Genußmittelpreise (der für etwa die Hälfte der Erhöhung der Rohstoffpreise ohne Öl, gemessen am IVF-Index, verantwortlich war) erklärte sich schließlich weitgehend durch wetterbedingte Angebotsprobleme wichtiger Kaffeeanbaugebiete. Erstmals spielten im letzten Jahr Spekulationskäufe von Investmentfonds und Hedge Funds eine Rolle, die die Nachfrage nach Rohstoffen in die Höhe getrieben haben dürften; nicht zuletzt aufgrund der Aktivitäten solcher Fonds nahm

das Volumen der an der London Metal Exchange gehandelten Kontrakte 1994 um 35% zu. Bis Ende 1994 verfügten Finanzinstitute, die Metallkontrakte erworben hatten oder sie als Sicherheit hielten, über den Löwenanteil des an dieser Börse angebotenen Metalls. Die spekulativen Positionen wurden jedoch Anfang 1995 wieder erheblich zurückgeführt.

Entwicklungen auf dem Rohölmarkt

Ein wichtiges mittelfristiges Merkmal der Entwicklungen auf dem Rohölmarkt in der ersten Hälfte der neunziger Jahre war, daß die Abhängigkeit vom OPEC-Angebot, die sich in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre beträchtlich verstärkt hatte, nicht mehr weiter wuchs (s. Tabelle III.1). Ausschlaggebend hierfür war eine spürbare Erholung der Ölproduktion der Industrieländer (wie auch der nachgewiesenen Reserven), insbesondere in der Nordsee: Die norwegischen und britischen Nettoexporte beliefen sich im letzten Jahr auf durchschnittlich 3,3 Mio. Barrel pro Tag, verglichen mit nur 1,6 Mio. Barrel pro Tag im Jahr 1990. Verbesserte Technologien und eine höhere Kosteneffizienz bildeten in den vergangenen Jahren ein Gegengewicht zu den negativen Auswirkungen des Preisrückgangs auf die Ölförderung der Industrieländer Ende der achtziger Jahre.

Die Elastizität des Ölverbrauchs der Industrieländer in bezug auf das BIP-Wachstum ist in der letzten Zeit von rund $\frac{1}{2}$ (1985–90) auf etwa 1 gestiegen. Angesichts der gegenüber Mitte der achtziger Jahre sehr viel niedrigeren Ölpreise ist es gut möglich, daß die Bemühungen, die Effizienz des Energieverbrauchs zu erhöhen, nachgelassen haben. In Westeuropa übertraf die Ausweitung der Ölnachfrage sogar das BIP-Wachstum. Dennoch ist die Ölintensität der Produktion in Westeuropa

Ölproduktion ...

... und Ölverbrauch

Weltweiter Rohölhandel ¹						
Land/Ländergruppe	1985	1990	1991	1992	1993	1994 ²
	Mio. Barrel pro Tag					
Industrieländer	14,6	19,5	18,9	19,7	20,1	19,9
Importländer	16,5	21,2	21,2	22,3	23,1	23,7
<i>darunter: USA</i>	4,0	7,2	6,6	7,3	8,1	8,7
<i>Japan</i>	4,1	4,8	4,7	4,8	4,8	4,9
<i>Westeuropa</i>	8,3	9,2	9,8	10,0	9,9	9,9
Exportländer	- 1,9	- 1,7	- 2,3	- 2,6	- 3,0	- 3,8
<i>Kanada</i>	- 0,3	- 0,1	- 0,4	- 0,3	- 0,4	- 0,5
<i>Norwegen</i>	- 0,6	- 1,4	- 1,8	- 2,0	- 2,2	- 2,3
<i>Vereinigtes Königreich</i>	- 1,0	- 0,1	- 0,1	- 0,2	- 0,4	- 0,9
Entwicklungsländer (ohne OPEC) ³	0,1	2,5	3,2	3,2	3,4	3,5
<i>darunter: Junge Industrieländer Asiens⁴</i>	1,3	1,9	2,2	2,5	2,6	2,8
<i>Mexiko</i>	- 1,6	- 1,2	- 1,2	- 1,3	- 1,2	- 1,3
OPEC	-13,4	-20,3	-21,1	-21,3	-21,6	-21,6
<i>darunter: Saudi-Arabien</i>	- 3,5	- 5,7	- 8,0	- 8,1	- 7,5	- 7,4
Osteuropa	1,7	1,4	1,0	0,8	0,6	0,6
Ehemalige Sowjetunion	- 3,0	- 3,2	- 2,2	- 2,2	- 2,4	- 2,4

¹ Nettoimport (- = Nettoexport). ² Geschätzt. ³ Als Restgröße berechnet. ⁴ Hongkong, Korea, Singapur, Taiwan.
Tabelle III.1

nach wie vor weit geringer als in Nordamerika. Gemessen am BIP (mit Kaufkraftparitäten gewogen) verbraucht Europa 40% weniger Öl als Kanada und die USA. Die Nettoimporte der Entwicklungsländer (ohne OPEC) sind seit 1990 um rund 40% gestiegen. Während die Entwicklungsländer insgesamt gemessen an der Produktion sehr viel weniger Öl verbrauchen, ist die Intensität des Ölverbrauchs derjenigen asiatischen Volkswirtschaften, deren Industrialisierung rasch voranschreitet, inzwischen fast so hoch wie in Nordamerika.

Saudi-Arabien

Beträchtliche Konsequenzen hatte die Stagnation der weltweiten Nachfrage nach OPEC-Öl für Saudi-Arabien. Nachdem das Land seine Ölförderung von 1985 bis 1992 mehr als verdoppelt hatte, mußte es seither seine Produktion zurückschrauben, um den Preisrückgang in Grenzen zu halten. Das Leistungsbilanzdefizit betrug 1994 rund \$ 13 Mrd.; damit ist das kumulierte Defizit seit 1983 auf \$ 166 Mrd. gestiegen. Diese Verschlechterung schlug sich in hohen Haushaltsdefiziten nieder, und 1994 kündigten die Behörden erhebliche Haushaltskorrekturen an.

Veränderung der Handelsstrukturen in den Entwicklungsländern

Exportdiversifizierung in Asien ...

Viele Entwicklungsländer diversifizierten ihre Exporte von Rohstoffen hin zu Fertigwaren. Die südostasiatischen Volkswirtschaften waren dabei am erfolgreichsten, unterstützt durch handelspolitische Reformen, makroökonomische Stabilität, eine auf den Erhalt der Wettbewerbsfähigkeit abzielende Wechselkurspolitik und massive ausländische Direktinvestitionen. Fertigwaren machen jetzt mehr als 80% der Exporte dieser Länder in die Industrieländer aus, verglichen mit 50% Anfang der siebziger Jahre. Der kontinuierliche Rückgang des Anteils der Ländergruppe Hongkong, Republik Korea, Singapur und Taiwan an den Fertigwarenexporten der Entwicklungsländer in die Industrieländer seit Mitte der achtziger Jahre war auf den wachsenden Anteil anderer asiatischer Länder zurückzuführen. China überholte Taiwan als größter Exporteur unter den asiatischen Entwicklungsländern.

Darüber hinaus verlagerte sich der Schwerpunkt der Exporte bei den in der Industrialisierung weiter fortgeschrittenen Ländern Südostasiens von einfacheren hin zu hochwertigeren Fertigprodukten; Grafik III.2 zeigt, wie sich die Exportstruktur dieser Länder derjenigen der Industrieländer angenähert hat. Die sehr rasche Zunahme der Industrieproduktion und der Fertigwarenexporte Asiens hat in den etablierten westlichen Volkswirtschaften Ängste vor der asiatischen Konkurrenz entfacht und in manchen Fällen protektionistische Reaktionen ausgelöst. Dabei werden aber eine Reihe wichtiger Aspekte des Handelswachstums übersehen. Zum einen dämpfte der Exportaufschwung in den in der Industrialisierung vorankommenden Volkswirtschaften die weltweite Nachfrage nicht, weil diese Länder ebensoviel importieren, wie sie exportieren. Zum anderen führte die internationale Kapazitätsausweitung in der verarbeitenden Industrie, zu der diese Länder beigetragen haben, tendenziell zu niedrigeren Preisen (vor allem im rasch wachsenden Elektroniksektor), was den Verbrauchern weltweit zugute kommt. Die starke Konkurrenz der asiatischen Unternehmen untereinander verstärkt diese Entwicklung noch, indem sie führende Hersteller daran hindert, unverhältnismäßig hohe Gewinne zu erzielen.

... und anderen Entwicklungsländern

Auch die lateinamerikanischen Exporte in die Industrieländer entfallen zu einem beträchtlichen und wachsenden Teil auf Fertigwaren, viele davon mit



fortgeschrittener Produkt- und Verfahrenstechnologie. Der Anteil Lateinamerikas an den Fertigwarenexporten der Entwicklungsländer wuchs jedoch – zumindest bis vor kurzem – nicht so schnell wie derjenige einer Reihe asiatischer Entwicklungsländer. Die Anteile Afrikas und des Nahen Ostens sind nach wie vor äußerst gering. Außerdem konzentrierten sich diese beiden Regionen weiterhin auf Grundstoffe oder Halbwaren.

Handelspolitik: aktuelle und künftige Herausforderungen

Am 1. Januar dieses Jahres nahm die Welthandelsorganisation (WTO) ihre Arbeit auf. Sie vereint mehr als 120 Mitgliedstaaten unter ihrem Dach und institutionalisiert den Prozeß der Liberalisierung der internationalen Waren- und Dienstleistungsströme. Die Gründung der WTO bildete den Abschluß einer langwierigen Verhandlungsrunde, die mehr als acht Jahre zuvor begonnen hatte. Wie im letzten Jahresbericht erläutert, wurden in diese Liberalisierungsrunde neben dem traditionellen Bereich des Warenhandels auch ganz neue Gebiete einbezogen, u.a. Abkommen über den Handel mit Dienstleistungen, Agrarerzeugnissen und Textilien, der Schutz geistigen Eigentums, die Verabschiedung neuer Bestimmungen über Subventionen und Schutzmaßnahmen sowie schließlich die Einführung von wirkungsvolleren und einheitlicheren Verfahren zur Schlichtung von Streitigkeiten. Auf jedem dieser Gebiete wurden beträchtliche Fortschritte erzielt.

Eine Reihe ungelöster Fragen muß jedoch noch in weiteren Verhandlungen geklärt werden. Offen blieben insbesondere Fragen zum Finanzbereich, der in den vergangenen Jahren ein so ausgeprägtes Wachstum verzeichnete. Ende 1993, als die Uruguay-Runde abgeschlossen wurde, hielten die US-Behörden die in den Verhandlungen über die Liberalisierung der Finanzdienstleistungen erzielten Ergeb-

Fortschritte bei multilateraler Handelsliberalisierung

Verhandlungen über Finanzdienstleistungen

nisse nicht für ausreichend, um die Anwendung der Meistbegünstigungsklausel (Zugeständnisse, die einem Land gegenüber gemacht werden, gelten auch gegenüber allen anderen Mitgliedstaaten) auf den Handel mit Finanzdienstleistungen zuzusichern. Zu jenem Zeitpunkt waren die USA unzufrieden mit den Fortschritten, die auf vielen ausländischen Märkten beim Abbau bestehender Barrieren für den Zutritt ausländischer Finanzinstitute erreicht worden waren – dazu zählten Beschränkungen der Geschäftstätigkeit im Gastland, eng definierte Reziprozitätsanforderungen, diskriminierende Eigenkapitalvorschriften, Devisenkontrollen und andere wettbewerbsbeschränkende Praktiken. Weitere Verhandlungen wurden angesetzt, die bis Mitte 1995 dauern sollen. Dabei gelang Anfang 1995 ein erster entscheidender Durchbruch, als sich die USA und Japan auf die Lockerung der Beschränkungen für die ausländische Leitung japanischer Pensions- und Investmentfonds einigten. Von einer Reihe wichtiger Handelspartner (hauptsächlich in Asien und Lateinamerika) stehen jedoch noch weitere, die USA zufriedenstellende Zusagen für eine Liberalisierung ihres Finanzsektors aus. Die USA lehnen es daher weiterhin ab, sich zu einer Anwendung der Meistbegünstigungsklausel auf den Handel mit Finanzdienstleistungen zu verpflichten. Würde diese Weigerung aufrechterhalten, könnte sie eine diskriminierende Behandlung ausländischer Finanzunternehmen in den USA zur Folge haben, was ein Abgehen von der derzeitigen liberalen Position dieses Landes – nämlich ausländischen Firmen eine Inländerbehandlung ohne Auflagen zu gewähren – bedeuten würde. Dies könnte wiederum andere Länder veranlassen, den Handel mit Finanzdienstleistungen noch stärker zu beschränken.

Herausforderungen wie Erweiterung der WTO-Mitgliederzahl ...

... Bekämpfung des administrierten Handels ...

... und Verknüpfung der regionalen und multilateralen Liberalisierung

Auf die WTO kommen viele Herausforderungen zu. Eine ist die Erweiterung der Mitgliederzahl um eine Reihe wichtiger Handelsnationen. Beispielsweise unterstreicht die stark gestiegene Bedeutung Chinas im Welthandel, wie notwendig es ist, daß dieses Land in vollem Umfang in internationale Handelsvereinbarungen einbezogen wird und seinerseits diese Vereinbarungen akzeptiert, wenn verhindert werden soll, daß Zuflucht zu bilateralen Regelungen und administriertem Handel genommen wird. Selbst unter den WTO-Mitgliedstaaten – die sich multilateralen Regeln und Vorschriften verschrieben haben – wurde der Versuchung, den Handel zu administrieren, nicht immer widerstanden. Mengenbeschränkungen (insbesondere freiwillige Exportbeschränkungen und Importziele) und Preiskontrollen (oftmals durch unzulässigen Einsatz von Antidumping- und Ausgleichszöllen) haben sich in den letzten Jahren ausgeweitet. Im Jahr 1993 betrafen derlei Maßnahmen laut Berechnungen der OECD 17% der US-Importe, 12½% der EU-Importe und 11% der japanischen Importe. Auch in den Entwicklungsländern traten an die Stelle früherer hoher Zollmauern teilweise solche Beschränkungen. Viel wird davon abhängen, inwieweit die neuen WTO-Bestimmungen diskriminierenden und oftmals protektionistischen Handelsmaßnahmen entgegenwirken können und wie wirksam und schnell das neue Schlichtungsverfahren funktioniert.

Eine weitere große Herausforderung für die WTO ist die Bewältigung der Risiken, die sich aus einer rein regionalen anstelle einer multilateralen Handelsliberalisierung ergeben könnten. Die Mercosur-Zollunion in Südamerika (die in diesem Jahr in Kraft trat) und die vor kurzem vorgeschlagene APEC-Freihandelszone (diese Freihandelszone für asiatisch-pazifische wirtschaftliche Zusammenarbeit soll im Laufe der nächsten zehn bis zwanzig Jahre geschaffen werden) waren

die beiden am meisten beachteten Beispiele für regionale Handelsabkommen, die im vergangenen Jahr beschlossen oder angeregt wurden. In vielerlei Hinsicht ist die Liberalisierung des Handels auf regionaler Ebene ein Schritt nach vorn, aber es läßt sich nie ganz vermeiden, daß der Handel in gewissem Rahmen von effizienteren Anbietern außerhalb der Region abgelenkt wird. Infolge der Verabschiedung der Mercosur-Zollunion mußte Argentinien importierte Investitionsgüter, die bislang zollfrei waren, mit Zöllen belegen. Finnland, Österreich und Schweden mußten beim Eintritt in die Europäische Union die Zölle auf eine Reihe importierter Fertigwaren erhöhen. Wenn die Vorteile des freien Handels innerhalb von Regionen mit einem globalen Liberalisierungsschub kombiniert werden sollen, dürften die Öffnung für neue Mitglieder, eine Verringerung externer Handelsschranken und multilaterale Regelungen über die Anwendung von Ursprungsbestimmungen (die üblicherweise in regionale Handelsvereinbarungen aufgenommen werden) unerläßlich sein.

Eine letzte – und recht neue – Herausforderung für das Welthandelssystem ergibt sich aus Bemühungen, das Thema Handel mit Fragen der Ökologie und der Arbeitnehmerrechte zu verknüpfen. Die Handelspolitik dürfte sich im allgemeinen kaum als wirksames Instrument erweisen, um derlei Anliegen anzugehen, da diese Zusammenhänge zu indirekt sind und die Gefahr unbeabsichtigter Folgen (z.B. Diskriminierung von Ländern mit niedrigem Einkommen) zu groß ist. Die WTO wird in diesem Bereich sehr vorsichtig zu Werke gehen müssen, nicht zuletzt deshalb, weil diese neuen Themen leicht als Vorwand benutzt werden könnten, um einen stärkeren Schutz der Inlandsmärkte zu fordern.

Randthemen?

Leistungsbilanzentwicklungen: Überblick

Die Leistungsbilanzentwicklungen wurden im wesentlichen von drei Faktoren beeinflusst: den relativen Positionen im Konjunkturzyklus, der Wettbewerbsfähigkeit und dem Nettoauslandsvermögensstatus. Grafik III.3 zeigt die Bedeutung der Unterschiede in der konjunkturellen Lage. Die Tatsache, daß die Konjunkturerholung in Nordamerika und dem Vereinigten Königreich früher einsetzte als in Japan oder Kontinentaleuropa, wirkte sich auf die Entwicklung des Außenbeitrags in den einzelnen Ländern aus. Auch die starke Ausweitung der Inlandsnachfrage, die manchmal schon zu Überhitzungstendenzen führte, vergrößerte die Defizite einer Reihe von asiatischen und lateinamerikanischen Entwicklungsländern.

Konjunkturelle
Einflüsse

Die Wettbewerbsfähigkeit hatte hingegen einen nachhaltigeren Effekt auf die Außenhandelsergebnisse. Das einzige große Industrieland, das seinen Anteil an den weltweiten Exportmärkten in den letzten zehn Jahren trotz der zunehmenden asiatischen Konkurrenz aufrechterhalten (und sogar noch steigern) konnte, waren die USA, denen die massive und dauerhafte reale Abwertung des Dollars zugute kam. In Japan und Deutschland trug die reale Aufwertung der Währung zu beträchtlichen Marktanteilsverlusten bei. In anderen europäischen Ländern fiel der Anstieg des realen Außenwerts der Währung bis Ende 1992 ebenfalls mit dem Verlust von Marktanteilen zusammen; in mehreren Ländern brachte aber die darauffolgende deutliche Abwertung den Rückgang zum Stillstand. In den Entwicklungsländern tritt seit einigen Jahren ein ähnlicher Zusammenhang zwischen der Wettbewerbsfähigkeit und den Exportergebnissen zutage; die dynamischen Länder Asiens hielten

Wettbewerbs-
fähigkeit

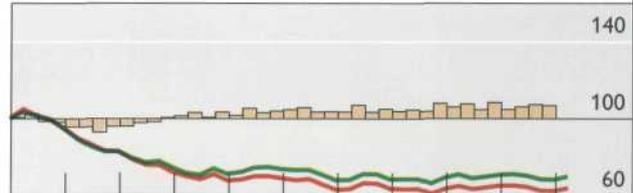
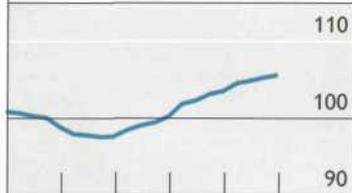
Dynamik der Inlandsnachfrage, Wettbewerbsfähigkeit und Ergebnisse auf den Exportmärkten

Dynamik der Inlandsnachfrage¹
(1990 = 100)

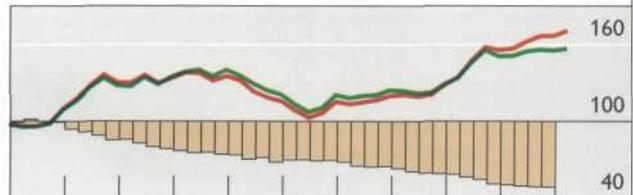
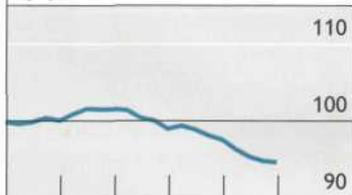
Wettbewerbsfähigkeit und Ergebnisse auf den Exportmärkten (1985 = 100)

— Relative Lohnstückkosten²
— Relative Verbraucherpreise
■ Ergebnisse auf den Exportmärkten²

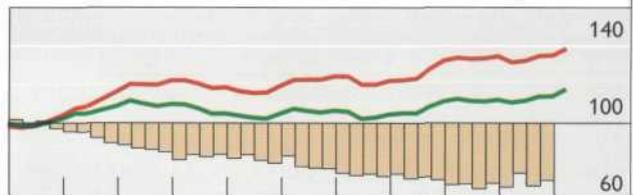
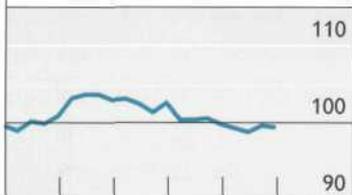
USA



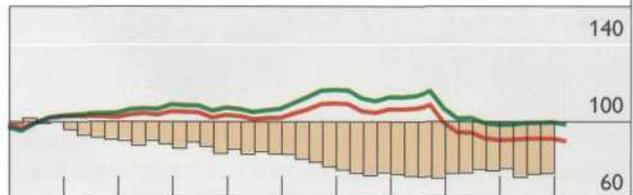
Japan



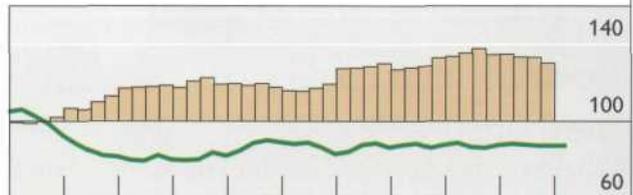
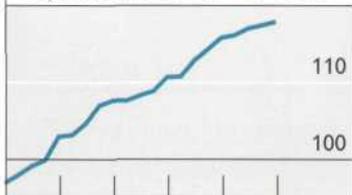
Westdeutschland



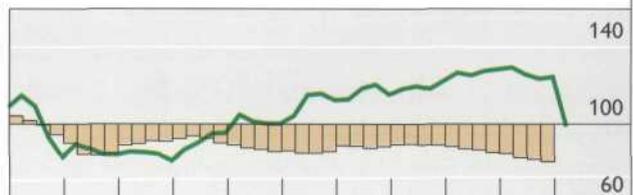
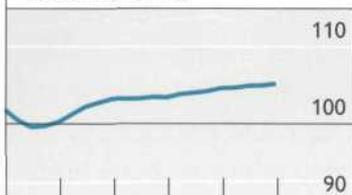
Übriges Westeuropa



Dynamische Länder Asiens³



Lateinamerika⁴



1990 1992 1994

1985 1987 1989 1991 1993 1995

¹ Veränderung der Inlandsnachfrage im Verhältnis zum Potential- bzw. Trendwachstum abzüglich der entsprechenden Veränderung in den Partnerländern. ² Verarbeitendes Gewerbe. ³ Hongkong, Indonesien, Korea, Malaysia, Singapur, Taiwan, Thailand. ⁴ Argentinien, Brasilien, Chile, Mexiko.

Nettoauslandsvermögen						
Land	1975	1985	1990	1991	1992	1993
	in Prozent des BIP am Jahresende					
USA*	4,7	3,1	- 4,5	- 6,1	- 8,4	- 8,8
Japan	1,4	9,6	11,1	11,4	14,0	14,5
Deutschland	9,4	7,2	21,9	18,8	16,4	13,9
Frankreich	..	3,0	4,5	- 5,2	- 3,7	- 0,7
Italien	- 3,5	- 1,8	- 7,4	- 8,6	-11,6	- 9,6
Vereinigtes Königreich	2,5	19,9	- 0,8	- 0,3	1,8	3,2
Kanada	-29,4	-36,1	-36,4	-39,4	-42,6	-44,0

* Mit Direktinvestitionen zu Wiederbeschaffungskosten. Tabelle III.2

ihre Wettbewerbsfähigkeit aufrecht und erhöhten ihre Anteile am Weltmarkt, während dies den lateinamerikanischen Ländern (deren Wettbewerbsfähigkeit ausgehöhlt wurde) nicht gelang.

Durch die Hartnäckigkeit außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte über viele Jahre hinweg kam es zu ausgeprägten Verschiebungen bei den Nettoauslandsvermögenspositionen, was sich wiederum nachhaltig auf die Leistungsbilanzungleichgewichte auswirkte (s. Tabelle III.2). Die Nettovermögenspositionen der meisten wichtigen Industrieländer gegenüber dem Ausland sind heute sehr viel größer als noch vor zehn Jahren. Eine wichtige Folge davon ist, daß die deutliche Verringerung der Ungleichgewichte bei den Warentransaktionen und den nicht faktorgebundenen Dienstleistungen (d.h. Dienstleistungen ohne Kapitalerträge und Arbeits-einkommen) durch entgegengesetzte Entwicklungen in der Kapitalertragsbilanz tendenziell aufgezehrt wurde, wie die Erfahrungen der USA und Japans in den vergangenen zehn Jahren zeigen. In beiden Fällen wurden die Mitte der achtziger Jahre ausgewiesenen großen Ungleichgewichte bei den Warentransaktionen und den nicht faktorgebundenen Dienstleistungen (in Relation zum BIP) mittlerweile beträchtlich verringert; diese Verbesserungen wurden jedoch durch wachsende Ungleichgewichte bei den Nettokapitalströmen zunichte gemacht.

Verschiebungen
beim Nettoaus-
landsvermögen

Industrieländer

Vereinigte Staaten

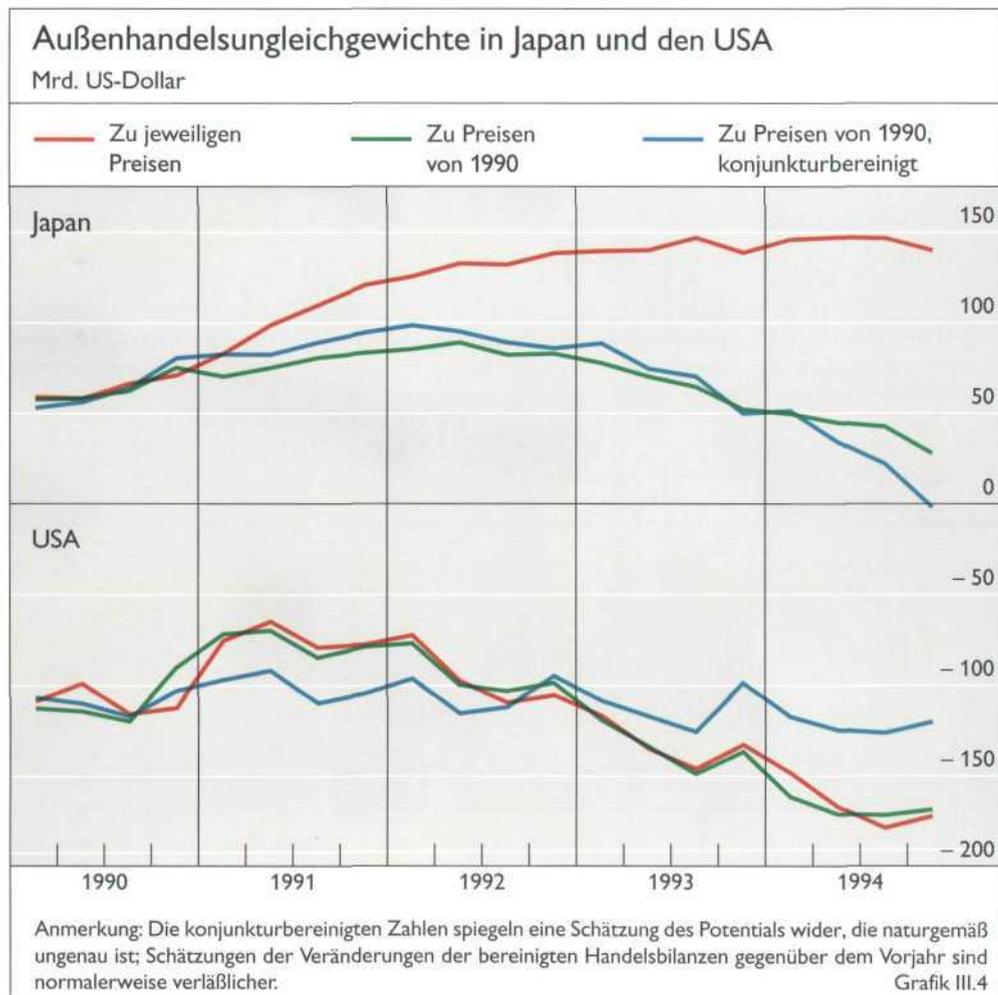
Das Leistungsbilanzdefizit der USA weitete sich im letzten Jahr um rund \$ 50 Mrd. aus und entspricht jetzt 2,3% des BIP. Hartnäckige Defizite über viele Jahre hinweg führten zu einer beträchtlichen Anhäufung von Auslandsschulden. Die Folge war, daß zu dem Defizit im Waren- und Dienstleistungsverkehr ein Defizit bei den Kapitalerträgen (das erste seit vor dem Ersten Weltkrieg) hinzukam.

Maßgeblich für die Entwicklung des US-Außenhandelsdefizits in den letzten Jahren – einer deutlichen Verringerung Ende der achtziger und Anfang der neunziger Jahre folgte 1994 eine Ausweitung auf den Rekordbetrag von \$ 166 Mrd. – waren nicht zuletzt die Unterschiede im Konjunkturverlauf der USA und ihrer Handelspartner. Die Bereinigung um relative konjunkturelle Effekte (s. Grafik III.4) läßt darauf schließen, daß sich der Außenhandel der USA trendmäßig sehr viel weniger stark verschlechterte, als es die Handelsbilanz ausweist. Doch selbst auf

Trendmäßige
Verschlechterung

konjunkturbereinigter Basis hat sich das US-Außenhandelsdefizit in den neunziger Jahren etwas vergrößert. Auf die Arbeitskosten kann diese trendmäßige Verschlechterung nicht zurückzuführen sein. Die Lohnstückkosten in den USA waren in den vergangenen sechs Jahren in Relation zu denen der Partnerländer rückläufig; absolut betrachtet gehören sie überdies zu den niedrigsten in den größten Industrieländern. Dies läßt vermuten, daß makroökonomische Faktoren – wie die geringe inländische Sparquote – für die langjährigen US-Defizite eine wichtigere Rolle gespielt haben müssen. Der jüngste steile Anstieg des Importvolumens (+15% im letzten Jahr), der mit einem Exportboom zusammenfiel, scheint diese Interpretation eines Nachfrageüberhangs zu stützen.

Typisch für den US-Außenhandel war im vergangenen Jahr außerdem die weitere Verlagerung des Geschäfts zu Lasten traditionellerer Handelspartner wie Westeuropa und Japan und zugunsten einer Reihe von Entwicklungsländern. Einfuhren aus China machen heute fast 6% der US-Importe aus, verglichen mit etwa 1% Mitte der achtziger Jahre. Auch Mexiko hat an Bedeutung gewonnen – zum Teil wegen der wachsenden Zahl der über die Grenze verlagerten Fertigungs- und Montagewerke. Mexikos Anteil an den US-Importen wuchs im letzten Jahr auf 7½%, und mehr als 10% der US-Exporte fließen nach Mexiko. Das nordamerikanische Freihandelsabkommen (NAFTA) trug zur Dynamik des Handels zwischen den USA und Mexiko bei, denn in seinem Rahmen wurden nicht nur die Handelsströme liberalisiert, sondern auch die Direktinvestitionen gefördert und erleichtert.



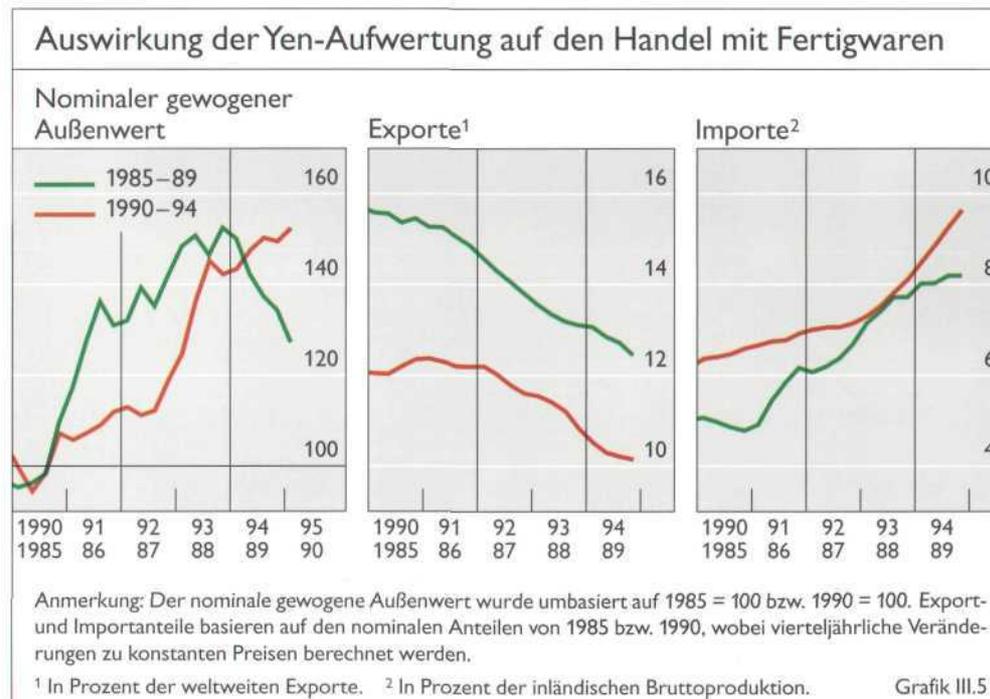
Japan

Japan wies im letzten Jahr erneut einen beträchtlichen Leistungsbilanzüberschuß auf, sowohl in Dollar gerechnet (annähernd \$ 130 Mrd.) als auch gemessen am BIP (etwa 3%). Einem höheren Überschuß im Warenhandel stand ein größeres Defizit bei den (nicht faktorgebundenen) Dienstleistungen gegenüber. Besonders das Defizit in der Reiseverkehrsbilanz weitete sich aus, da eine Rekordzahl von japanischen Bürgern ins Ausland reiste. Die Nettokapitalerträge stabilisierten sich bei rund \$ 40 Mrd.

Weshalb der Leistungsbilanzüberschuß trotz einer beträchtlichen Aufwertung des Yen so hoch blieb, ist nicht leicht zu erklären. Ein Grund war der Anstieg der Nettokapitalerträge. Japans Nettoauslandsvermögen wuchs von \$ 37 Mrd. Ende 1983 auf \$ 611 Mrd. Ende 1993. Diese Wandlung zu einem bedeutenden Gläubigerland bewirkte eine kontinuierliche Zunahme der Nettokapitalerträge, die nunmehr fast ein Drittel des Leistungsbilanzüberschusses ausmachen.

Hinter dem konstant hohen Außenhandelsüberschuß wirken gegensätzliche Kräfte: Starke relative Preiseffekte, die die Exporte bremsen und die Importe fördern, werden ausgeglichen durch die Einkommenseffekte der sich in die Länge ziehenden Konjunkturschwäche in Japan und durch J-Kurven-Effekte. Die relativen Preiseffekte der jüngsten Aufwertung des Yen hatten spürbare Auswirkungen auf den japanischen Handel mit Fertigwaren. Die Fertigwarenimporte verzeichneten im letzten Jahr eine Zuwachsrate von real fast 20%, die damit erheblich höher war als das noch immer schleppende Wachstum der japanischen Industrieproduktion und der Inlandsnachfrage. Der steile Anstieg der Fertigwarenimporte in den vergangenen Jahren (s. Grafik III.5, rechtes Bild) ist besonders bemerkenswert, weil ihr ungewöhnlich niedriges Niveau in den Jahren zuvor zwangsläufig den Verdacht genährt hatte, daß Ausländer nur beschränkten Zugang zum japanischen Markt hätten. Der reale Exportanteil des Landes sank ebenfalls: Im letzten Jahr stiegen die Exporte um weniger als 2%, obwohl sich der Exportmarkt um 13% ausweitete.

Ursachen für anhaltenden nominalen Überschuß ...



... aber beträchtliche reale Anpassungsfortschritte

Diese beträchtlichen realen Anpassungsfortschritte wurden jedoch überlagert von der deutlichen nominalen Aufwertung des Yen, die in den vergangenen vier Jahren zu großen Terms-of-Trade-Gewinnen führte (insgesamt 2,2% des BIP von 1994). In konstanten Preisen hat sich Japans Außenhandelsüberschuß seit 1992 ständig verringert. Schaltet man die divergierenden Wachstumstrends Japans und seiner wichtigsten Handelspartner aus, so waren die Anpassungen beim japanischen Warenhandelsüberschuß in den letzten Jahren sogar noch ausgeprägter. Bereinigt um diese konjunkturellen Einflüsse sank der reale Außenhandelsüberschuß noch stärker (s. Grafik III.4).

Rolle der Direktinvestitionen

Ein weiterer wichtiger Faktor, der den japanischen Außenhandel beeinflusste, waren die Direktinvestitionen im Ausland, die in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre steil anzogen, sich danach aber verlangsamen. Direktinvestitionen wirken sich zweifach auf den Außenhandel aus. Kurzfristig steigern Abflüsse von Direktinvestitionen ins Ausland die damit einhergehenden Exporte des Herkunftslandes von Investitionsgütern und Zwischenprodukten für den Einsatz in den Niederlassungen und Tochtergesellschaften im Ausland. Mit der Zeit verliert sich dieser Exportschub jedoch, da die Produktion im Ausland heranreift. Dann werden die Exporte des Herkunftslandes zunehmend durch die Auslandsproduktion ersetzt. Nicht selten beginnen die ausländischen Niederlassungen sogar, die Märkte des Herkunftslandes zu beliefern. Die jüngsten Entwicklungen in der Autoindustrie (wie auch in der Unterhaltungselektronik) veranschaulichen diese zweifachen Auswirkungen von Direktinvestitionen. Da die japanischen Autohersteller die Kapazitäten ihrer ausländischen Werke und Tochtergesellschaften erhöhten, sanken die Kfz-Exporte aus Japan im letzten Jahr real um rund 10%; die Exporte von Autoteilen, einschließlich der Lieferungen an Montagewerke im Ausland, stiegen hingegen um 10%. Da viele Montagewerke in Südostasien errichtet wurden, war die Versorgung mit Investitionsgütern und Zwischenprodukten einer der Hauptgründe dafür, daß die japanischen Exporte in diese Region seit Mitte der achtziger Jahre um das Dreifache gestiegen sind.

Westeuropa

Die westeuropäische Leistungsbilanz verbesserte sich im letzten Jahr weiter, wenn auch das genaue Ausmaß des Überschusses wegen der anhaltenden Probleme bei der Erfassung der Handelsströme zwischen den Ländern der Europäischen Union schwierig abzuschätzen ist. Im Jahr 1993, dem letzten, für das umfassende Daten erhältlich sind, sanken die erfaßten Importe innerhalb der EU um rund 6 Prozentpunkte mehr als die erfaßten Exporte innerhalb der EU. Nach vorläufigen Berechnungen wurde diese Diskrepanz in die Zahlen vom letzten Jahr übertragen, was darauf hindeutet, daß die Außenhandelsüberschüsse der EU-Länder erheblich zu hoch ausgewiesen werden.

Starker Aufschwung des Handels in Europa insgesamt ...

Die Verbesserung der außenwirtschaftlichen Position Europas war breit abgestützt. In den meisten Ländern stiegen die Exporte; das Exportvolumen weitete sich um fast 10% aus, nachdem es 1993 nahezu stagniert hatte. Als sich danach die Inlandsnachfrage zu beleben begann, legten auch die Importe kräftig zu (um mehr als 7%), während sie im Jahr zuvor beträchtlich gesunken waren. Dieser Umschwung bei den Importen dürfte durch eine Umkehr des früheren Lagerabbaus verstärkt worden sein.

Leistungsbilanzsalden der Industrieländer									
Land/Ländergruppe	Leistungsbilanzsaldo			darunter					
				Handelsbilanzsaldo			Kapitalertragsbilanzsaldo		
	1992	1993	1994	1992	1993	1994	1992	1993	1994*
Mrd. US-Dollar									
Industrieländer	-44,8	15,4	- 13,9	23,6	77,0	77,0	-17,8	-14,1	-30,8
USA	-67,9	-103,9	-155,7	-96,1	-132,6	-166,4	4,5	3,9	-15,2
Japan	117,6	131,4	129,1	132,3	141,5	145,9	36,2	41,4	41,0
Westeuropa	-61,0	23,0	46,6	-21,4	59,1	86,8	-29,1	-27,5	-20,3
Deutschland	-21,1	- 14,7	- 23,2	29,8	42,8	53,6	16,5	14,0	5,4
Frankreich	3,9	9,1	9,9	2,8	8,6	10,0	- 7,4	- 8,2	- 9,5
Italien	-27,9	11,0	15,6	3,0	32,9	35,5	-20,7	-16,2	-15,3
Vereinigtes Königreich	-17,3	- 17,7	- 0,1	-23,0	- 20,1	- 16,4	7,5	2,4	17,3
Belgien/Luxemburg	6,5	11,3	12,7	1,4	3,7	4,3	1,1	3,0	3,4
Niederlande	5,1	10,0	6,9	7,7	11,3	7,7	0,1	0,8	1,9
Schweden	- 8,8	- 4,1	0,9	5,9	6,9	8,9	- 9,8	- 9,0	- 5,9
Schweiz	15,1	18,3	18,1	- 0,6	1,9	2,0	14,9	14,4	14,2
Dänemark	4,3	4,7	3,4	7,2	7,8	7,5	- 5,7	- 4,8	- 4,3
Finnland	- 4,9	- 0,8	1,1	2,8	5,4	6,4	- 5,4	- 4,7	- 4,2
Griechenland	- 2,1	- 0,7	- 0,1	-13,9	- 12,5	- 13,5	- 2,0	- 1,5	- 1,6
Irland	2,5	3,6	3,6	5,7	7,1	8,2	- 5,7	- 5,7	- 6,2
Island	- 0,2	0,0	0,1	0,0	0,2	0,4	- 0,2	- 0,2	- 0,2
Norwegen	3,0	2,2	3,6	7,6	7,5	7,7	- 3,4	- 3,0	- 3,3
Österreich	- 0,2	- 0,7	- 2,1	- 9,7	- 8,4	- 10,4	- 1,2	- 1,0	- 0,9
Portugal	0,0	1,0	- 2,6	- 9,4	- 6,9	- 6,2	0,6	0,0	- 0,1
Spanien	-17,8	- 2,8	- 3,8	-30,4	- 14,9	- 14,6	- 6,7	- 6,1	- 9,0
Türkei	- 1,0	- 6,4	2,6	- 8,2	- 14,2	- 4,2	- 1,6	- 1,5	- 1,9
Übrige Industrieländer	-33,5	- 35,2	- 34,0	8,7	9,0	10,6	-29,5	-32,0	-36,3
Australien	-10,5	- 10,4	- 14,8	1,6	- 0,1	- 3,3	-10,4	- 8,8	- 9,7
Kanada	-22,1	- 23,9	- 18,2	5,5	7,4	12,5	-16,8	-20,7	-23,4
Neuseeland	- 0,9	- 0,9	- 1,0	1,7	1,7	1,4	- 2,2	- 2,5	- 3,2

* Teilweise geschätzt.

Tabelle III.3

Nachdem das deutsche Exportvolumen 1993 um rund 2% zurückgegangen war, wuchs es im letzten Jahr um mehr als 10%. Die deutschen Exporte, bei denen traditionell die Investitionsgüter dominieren, profitierten von der Investitionsintensität des derzeitigen Aufschwungs in den Industrieländern. Darüber hinaus kam die Anfang der neunziger Jahre ziemlich gravierende Verschlechterung der kostenmäßigen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands nach 1992 zum Stillstand, als bei einem relativ stabilen gewogenen Außenwert der D-Mark (zumindest bis Ende 1994) maßvollere Lohnzuwächse mit einem steigenden Produktivitätswachstum zusammenwirkten. Obwohl das lebhaftere Exportgeschäft auch die Importnachfrage stimulierte, vergrößerte sich der Außenhandelsüberschuß weiter auf rund \$ 54 Mrd. Ein wachsendes Defizit in der Dienstleistungsbilanz, das weitgehend auf gestiegene Nettoausgaben für Auslandsreisen zurückzuführen war, glich jedoch den Überschuß im Warenhandel zu einem wesentlichen Teil aus. Außerdem

... und besonders in Deutschland

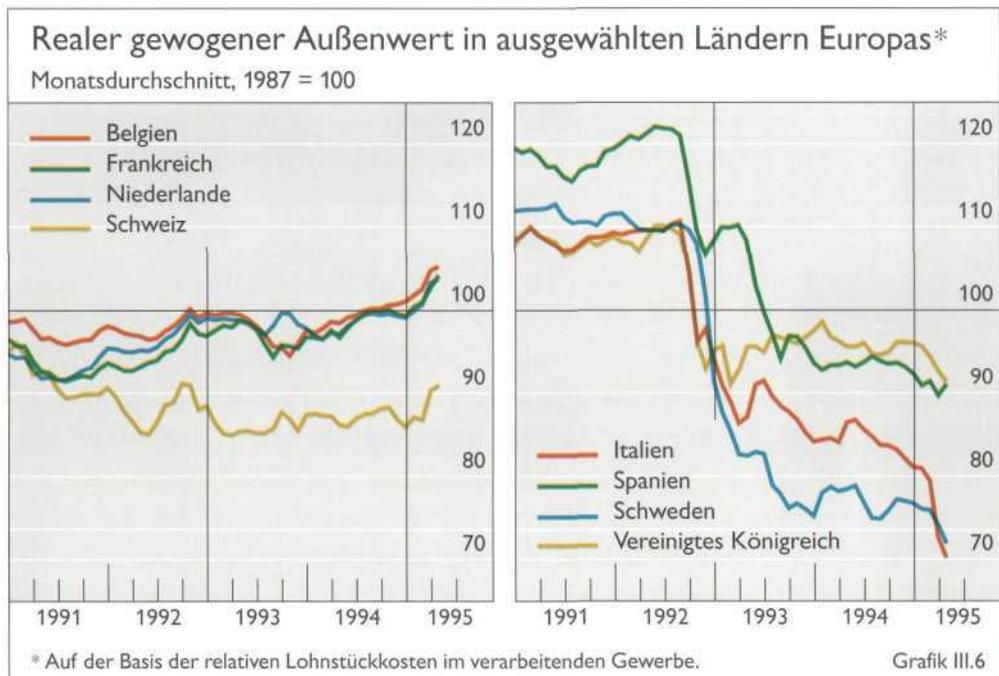
Wettbewerbsfähigkeit und Außenhandel

setzte sich der Anfang der neunziger Jahre einsetzende beträchtliche Rückgang der Überschüsse bei den Nettokapitalerträgen im letzten Jahr weiter fort.

Obwohl die konjunkturelle Lage in den meisten anderen kontinentaleuropäischen Ländern in den letzten zwei Jahren ähnlich war, gab es große Diskrepanzen in ihren jeweiligen Außenhandelsergebnissen, insbesondere im Hinblick auf die Exporte. Im wesentlichen sind diese Unterschiede auf die starken Wechselkursveränderungen zwischen den europäischen Währungen von September 1992 bis Sommer 1993 zurückzuführen, die die europäischen Volkswirtschaften in zwei Gruppen teilten. Wie Grafik III.6 zeigt, glich die kräftige Abwertung der Währungen Italiens, Schwedens, Spaniens und des Vereinigten Königreichs die frühere reale Aufwertung mehr als aus, so daß diese Länder Mitte 1993 konkurrenzfähiger waren als 1987, dem Beginn einer langen Periode nominaler Wechselkursstabilität innerhalb Europas. Seither hat sich ihre Wettbewerbsposition weiter verbessert – recht deutlich im Falle Italiens, bescheidener in anderen Fällen. Trotzdem könnten höhere Importpreise nun, da sich die Wirtschaft erholt, in einigen Ländern den Preisdruck verstärken. In der anderen Ländergruppe (s. Grafik, linkes Bild) blieb die Wettbewerbsfähigkeit weitgehend unverändert, da diese Länder ihren Wechselkurs gegenüber der D-Mark, der Währung ihres wichtigsten Handelspartners, stabil halten konnten, wenn sie auch im Laufe des Jahres 1994 und Anfang 1995 eine leichte reale Aufwertung ihrer Währung hinnehmen mußten.

Abwertung belebt Exporte ...

Die Veränderungen der Wettbewerbsfähigkeit schlugen umgehend und beträchtlich auf die Exportergebnisse dieser beiden Ländergruppen durch (s. Tabelle III.4). Im Jahr 1993 konnten sich die Exporte der Länder, deren Währung sich abwertete, trotz der sehr schleppenden Nachfrage in Europa behaupten und gleichzeitig die rasch wachsenden Exportmärkte Nordamerikas und Südasiens nutzen. Ihr Exportvolumen wuchs zusammengenommen um 7½%, während die Exporte der Ländergruppe mit starker Währung stagnierten. Da sich die realen Wechselkurse in Europa in der zweiten Jahreshälfte 1993 etwas stabilisierten, waren die Unterschiede in den Exportergebnissen 1994 geringer, wenn auch noch



Reales Außenhandelswachstum ausgewählter europäischer Länder							
	Exporte			Importe			Veränderung der Wettbewerbsfähigkeit ¹
	1992	1993	1994	1992	1993	1994	August 1992 bis August 1994
	Prozent						
Abwertungsländer ²	3,9	7,5	12,2	5,2	-2,6	9,6	18,3
Deutschland	0,2	-1,9	10,5	0,7	-6,2	6,4	-5,1
Länder mit stabiler Währung ³	3,1	0,2	6,5	0,9	-1,3	8,2	-2,7

Anmerkung: Gruppendurchschnitte mit den Außenhandelsanteilen der einzelnen Länder von 1990 gewichtet.

¹ Gemessen an den relativen Lohnstückkosten. Eine Zunahme weist auf eine Verbesserung hin. ² Länder, deren Währung 1992–94 gegenüber der D-Mark an Wert verlor: Finnland, Irland, Italien, Portugal, Schweden, Spanien, Vereinigtes Königreich. ³ Länder, deren DM-Kurs 1992–94 relativ stabil war: Belgien, Dänemark, Frankreich, Niederlande, Österreich, Schweiz.

Tabelle III.4

immer erkennbar: Das Exportvolumen der Ländergruppe mit stabiler Währung wuchs um 6½%, verglichen mit beinahe 12% für die Abwertungsländer.

Ein kräftiges Exportwachstum trug in vielen Abwertungsländern zu einer beträchtlichen Verbesserung der Leistungsbilanz bei. Im Jahr 1992 hatte das Leistungs-bilanzdefizit von Italien, Schweden, Spanien und dem Vereinigten Königreich zusammengekommen \$ 72 Mrd. erreicht; im letzten Jahr kehrte es sich in einen Überschuß von mehr als \$ 12 Mrd. Italien, Schweden und Spanien machten 1993 die größten Anpassungsfortschritte. Die britischen Exporteure nutzten den Rückgang ihrer relativen Arbeitskosten erst 1994 zur Steigerung ihres Exportvolumens, statt die Wiederherstellung ihrer Gewinnmargen anzustreben, wie sie es anscheinend 1993 getan hatten. Bei einer starken Ausweitung des Überschusses in der Kapitalertragsbilanz, die zum Teil die bessere Ertragssituation der Auslandsniederlassungen britischer Unternehmen widerspiegelte, sank das britische Leistungs-bilanzdefizit 1994 praktisch auf Null.

Bemerkenswert war schließlich ferner, daß auch die Handelsbilanz der Türkei von einer starken Abwertung der Währung Anfang 1994 und einer Straffung der Wirtschaftspolitik profitierte. Die Exporte erlebten einen Aufschwung, während die Importe zurückgingen, so daß das Außenhandelsdefizit 1994 um \$ 10 Mrd. sank.

Andere Industrieländer

Die kanadischen Exporte wurden belebt durch einen Rückgang des realen gewogenen Außenwerts des kanadischen Dollars seit 1992 um 25%, ein rasches Wachstum der Exportmärkte und die fortschreitende Liberalisierung des Handels mit den USA und Mexiko. Nach jährlichen Zuwachsraten von durchschnittlich 9½% in den Jahren 1992 und 1993 erhöhte sich das Exportvolumen im letzten Jahr um fast 16%. Wenn man den Handel der Automobilindustrie mit den USA ausnimmt, war die Ausweitung der Exporte sogar noch ausgeprägter. Die Exporte von Ausrüstungsgütern zogen besonders kräftig an, da das starke Wachstum in den USA die dortigen freien Produktionskapazitäten schnell absorbierte. Eine lebhaftere Inlandsnachfrage in Kanada, u.a. bei den Anlageinvestitionen, förderte auch die Importzunahme, so daß das Importvolumen um 13% stieg. Da sich die Terms of Trade kaum

... und verbessert außenwirtschaftliche Position

In Kanada anhaltend starkes Exportwachstum

veränderten, spiegelte sich die Entwicklung des Außenhandelsvolumens in einer beträchtlichen Ausweitung des kanadischen Außenhandelsüberschusses wider. Außerdem dürfte ein schwacher Wechselkurs zu einem Rückgang der Nettoausgaben für Auslandsreisen, der wichtigsten Quelle für das traditionelle kanadische Defizit bei den nicht faktorgebundenen Dienstleistungen, beigetragen haben. Während die von ausländischen Besuchern stammenden Einnahmen deutlich anstiegen, fielen die Ausgaben recht stark. Zum ersten Mal seit vielen Jahren verzeichnete Kanada einen Überschuß in der Handels- und Dienstleistungsbilanz, aber wegen der beträchtlichen Nettoausgaben in der Kapitalertragsbilanz, die auf die hohe Auslandsverschuldung des Landes zurückzuführen sind, entstand dennoch ein Leistungsbilanzdefizit von mehr als 3% des BIP.

Australien und
Neuseeland

Durch die kräftige wirtschaftliche Expansion in Australien und Neuseeland steigerte sich das Wachstum des Importvolumens in beiden Ländern im letzten Jahr auf mehr als 15%. Obwohl die Exportausweitung durch rasch wachsende Märkte, insbesondere im südostasiatischen Raum, gestützt wurde, konnte sie mit den Importen nicht Schritt halten, so daß sich die Handelsbilanz verschlechterte. Australiens Leistungsbilanzdefizit, das sich auf 5½% des BIP beläuft, vergrößerte noch die ohnehin schon hohe Auslandsverschuldung.

Volkswirtschaften im Übergang

Niedrigeres
Außenhandelsdefizit

Die anhaltend starke Ausweitung der Exporte Osteuropas trug dazu bei, daß 1994 erstmals wieder ein Wirtschaftswachstum verzeichnet wurde, nachdem das BIP drei Jahre lang beträchtlich gesunken war. In Dollar gerechnet sind die Exporte seit 1990 um 27% gestiegen. Unter den größeren Ländern erzielte Polen die kräftigste Exportsteigerung (mehr als 50%) und Ungarn die geringste (etwa 10%). Das zusammengefaßte osteuropäische Außenhandelsdefizit fiel auf \$ 5 Mrd., d.h. nominal etwa 7½% der Warenexporte, verglichen mit 15% im Jahr 1993.

Ungarn

Ungarn hatte an dieser allgemeinen Verbesserung jedoch nicht teil. Sein Außenhandelsdefizit war erneut überdurchschnittlich hoch; mit \$ 3½ Mrd. entsprach es einem Drittel der Warenexporte. Dieses Defizit, das mit einem erheblichen Fehlbetrag im Staatshaushalt einherging und zu einer bereits relativ hohen Auslandsverschuldung hinzukam, drückte eine Zeitlang heftig auf den Wechselkurs. Nach einer deutlichen realen Aufwertung im Laufe des Jahres 1992 und Anfang 1993 zielte die Wechselkurspolitik auf eine Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit ab. 1994 wurde der Forint gegenüber seinem Währungskorb um insgesamt 17% abgewertet. Der an den relativen Erzeugerpreisen gemessene reale Außenwert verringerte sich spürbar. Im März 1995 wertete die Regierung den Forint um weitere 9% ab und gab ihre Absicht bekannt, einen Wertverlust von insgesamt bis zu 27% im Laufe des Jahres 1995 zuzulassen.

Polen

In Polen hingegen erlaubten die verbesserten Außenhandelsergebnisse eine leichte Straffung der Wechselkurspolitik. Durch eine kräftige Zunahme der Exporte fiel das polnische Defizit in konvertibler Währung auf unter \$ 1 Mrd. Da wahrscheinlich nicht alle Exporte erfaßt wurden, dürfte der tatsächliche Außenhandelsaldo sogar noch besser sein. Die Abwertungsrate im Zuge der gleitenden Paritätsanpassung sank stufenweise von 1,8% im Monat (vor August 1993) auf 1,2% seit Februar 1995. Da die Inflationsrate deutlich darüber lag, stieg der reale gewogene Außenwert an.

Handel Osteuropas ¹									
Land/Ländergruppe	Exporte			Importe			Handelsbilanzsaldo		
	1992	1993	1994 ²	1992	1993	1994 ²	1992	1993	1994 ²
Mrd. US-Dollar									
Osteuropa	52,2	55,9	65,8	54,7	64,4	70,7	-2,5	-8,5	-4,9
Bulgarien	3,9	3,7	4,4	4,4	4,6	4,0	-0,5	-0,9	0,4
Polen ³	14,0	13,6	17,0	13,5	15,9	17,8	0,5	-2,3	-0,8
Rumänien	4,4	4,9	5,9	5,8	6,0	6,3	-1,4	-1,1	-0,4
Slowakische Republik ⁴	3,7	5,5	6,7	3,8	6,4	6,6	-0,1	-0,9	0,1
Slowenien	6,7	6,1	6,8	5,9	6,3	7,0	0,8	-0,2	-0,2
Tschechische Republik ⁴	8,8	13,2	14,3	10,4	12,9	14,7	-1,6	0,3	-0,4
Ungarn	10,7	8,9	10,7	10,9	12,3	14,3	-0,2	-3,4	-3,6
Nachrichtlich: GUS ⁵	26,7	29,3	37,7	24,7	26,0	28,5	2,0	3,3	9,3

¹ Auf der Basis der Zollstatistik (fob/fob). ² Teilweise geschätzt. ³ Nur konvertible Währungen; auf Zahlungsbilanzbasis. ⁴ 1992: Ohne den bilateralen Handel zwischen der Slowakischen Republik und der Tschechischen Republik. ⁵ Auf der Basis der Außenhandelsstatistik der OECD-Länder. Ohne Handel mit Finnland. Tabelle III.5

Nach einer kräftigen Abwertung zu Beginn der neunziger Jahre konnte die *Tschechische Republik* seit Dezember 1990 einen festen nominalen Wechselkurs aufrechterhalten. Seitdem wurde eine beträchtliche reale Aufwertung ohne Störung der weitgehend ausgeglichenen Handelsbilanz absorbiert. Das Exportwachstum – das Anfang der neunziger Jahre sehr hoch gewesen war – verlangsamte sich jedoch im letzten Jahr, und die Importe stiegen, als sich die Wirtschaftstätigkeit nach dem steilen Rückgang in den vorangegangenen drei Jahren wieder erholte.

Tschechische
Republik

Die Ölförderung in der *ehemaligen Sowjetunion* sank im letzten Jahr erneut, wenn auch weniger ausgeprägt als in den Jahren zuvor. Die Ölproduktion erlitt in den neunziger Jahren so starke Einbußen, daß der Anteil der ehemaligen Sowjetunion an der Weltproduktion inzwischen auf 11% gesunken ist, verglichen mit 20% noch 1988. Die Abnahme ging jedoch hauptsächlich zu Lasten des Inlandsverbrauchs; die Ölexporte veränderten sich im letzten Jahr mengenmäßig wiederum kaum. Trotzdem erhöhten sich die Gesamtexporte der GUS in die Industrieländer in Dollar gerechnet. Nach den Außenhandelsstatistiken der OECD-Länder weitete sich der Außenhandelsüberschuß gegenüber den Industrieländern auf mehr als \$ 9 Mrd. aus. Der Großteil dieses Überschusses wurde von Rußland erwirtschaftet, dem größten Ölexporteur. Mit der wichtigsten Ausnahme Turkmenistans – das ebenfalls reiche Energievorkommen besitzt – verbuchten die meisten anderen GUS-Staaten weiterhin beträchtliche Defizite.

Gemeinschaft
Unabhängiger
Staaten (GUS)

Entwicklungsländer

Die Gruppe der Entwicklungsländer verzeichnete 1994 im vierten Jahr in Folge ein hohes Leistungsbilanzdefizit, so daß der kumulierte Fehlbetrag seit 1991 auf mehr als \$ 300 Mrd. stieg (s. Tabelle III.6). In Relation zu den Exporten waren die Defizite in Lateinamerika besonders groß; ein entscheidender Faktor war der negative Leistungsbilanzsaldo Mexikos, der sich im letzten Jahr ausweitete und fast 70% der Exporte des Landes entsprach. Die Defizite Afrikas und des Nahen Ostens stiegen

In Lateinamerika
große Defizite ...

... nicht aber in
Asien

Viele Entwicklungs-
länder stärker
außenhandels-
orientiert

ebenfalls. Demgegenüber hatten die asiatischen Länder proportional weit niedrigere Defizite als Lateinamerika oder sogar einen Überschuß. Chinas Defizit wurde 1994 praktisch beseitigt, da das Exportvolumen um mehr als ein Viertel stieg. Die übrigen Länder Asiens wiesen (nach einem faktischen Gleichgewicht im Jahr 1993) ein geringes Defizit aus, da sich die Defizite von Korea und den Ländern, in denen die Industrialisierung erst vor kurzem eingesetzt hat (hauptsächlich Indonesien, Malaysia und Thailand), erhöhten.

Die Importe der Entwicklungsländer nahmen im letzten Jahr erneut kräftig zu. Grob nach Regionen unterteilt war die Zunahme in Asien am größten; dort stiegen die Importe real um mehr als 15%, was teilweise auf die Zunahme der wirtschaftlichen Aktivität in der Region zurückzuführen war, zum Teil aber auch darauf, daß sich die Importe im Wettbewerb stärker behaupteten. Infolge der Handelsliberalisierung und insbesondere aufgrund gestiegener ausländischer Direktinvestitionen (s. S. 74) sind die asiatischen Volkswirtschaften in den letzten Jahren außenhandelsorientierter geworden. Wenn man China beiseite läßt, machten die Exporte Ende der achtziger Jahre bereits ein Viertel der Gesamtnachfrage aus (s. Tabelle III.7), und der seitdem verzeichnete Nachfrageanstieg ist zu mehr als 30% auf Exporte zurückzuführen. Dagegen waren viele der lateinamerikanischen Volkswirtschaften infolge der Nachwirkungen der früheren Importsubstitutionspolitik relativ geschlossen. Die meisten von ihnen sind in den letzten Jahren allerdings exportorientierter geworden, so daß die Exporte 21% des Nachfrageanstiegs

Leistungsbilanzsalden der Entwicklungsländer								
Land/Ländergruppe	1991	1992	1993	1994 ¹	1991	1992	1993	1994 ¹
	Mrd. US-Dollar				in Prozent der Exporte von Waren und nicht faktor- gebundenen Dienstleistungen			
Entwicklungsländer	-75,8	-66,8	-75,2	-84,3	- 7,9	- 6,3	- 6,5	- 6,5
Afrika	- 4,3	- 9,3	- 8,5	-12,4	- 4,5	- 9,8	- 9,1	-12,8
China	13,3	6,4	-11,6	- 0,5	20,2	8,1	-13,4	- 0,4
Übriges Asien	- 8,4	- 5,6	1,5	- 7,7	- 1,6	- 1,0	0,2	- 1,0
darunter: Hongkong ²	5,7	5,4	7,9	2,4	4,8	3,7	4,9	1,3
Korea	- 8,7	- 4,5	0,4	- 4,8	-10,7	- 5,2	0,4	- 4,3
Singapur	4,0	3,7	5,2	12,0	5,4	4,6	5,4	10,0
Taiwan	12,0	8,2	6,7	6,0	14,3	9,0	6,9	5,7
Indien ³	- 1,2	- 3,5	- 0,3	- 0,9	- 5,3	-15,2	- 1,1	- 2,9
Indonesien	- 4,3	- 2,8	- 2,0	- 3,2	-13,1	- 7,5	- 5,7	- 7,1
Malaysia	- 4,2	- 1,8	- 2,5	- 4,4	-11,1	- 4,1	- 4,8	- 7,1
Thailand	- 7,6	- 6,4	- 6,9	- 8,5	-21,3	-15,6	-14,9	-15,5
Naher Osten	-59,4	-23,8	-12,3	-15,4	-51,2	-18,8	- 9,4	-12,0
Lateinamerika	-14,8	-31,0	-40,9	-44,4	-10,9	-21,6	-26,9	-26,7
darunter: Argentinien	- 0,6	- 6,5	- 7,5	-10,5	- 4,5	-44,2	-47,3	-57,1
Brasilien	- 1,4	6,1	- 0,6	- 1,5	- 4,1	15,7	- 1,5	- 3,0
Chile	0,0	- 0,7	- 2,1	- 0,8	0,1	- 6,0	-17,7	- 5,2
Mexiko	-14,9	-24,8	-23,4	-28,9	-37,5	-59,8	-52,2	-67,1

¹ Teilweise geschätzt. ² Nettoexporte von Waren und nicht faktorgebundenen Dienstleistungen.

³ Haushaltsjahr beginnt im April.

Tabelle III.6

Außenhandel der Entwicklungsländer								
	Reales Exportwachstum ¹			Reales Importwachstum ¹			Anteil des Exports an der Nachfrage	
	1990–92	1993	1994	1990–92	1993	1994	Durchschnitt ²	Grenzrate ³
Industrieländer	4,1	1,5	8,6	3,7	1,5	10,5	12,5	26,3
Entwicklungsländer	6,4	7,9	10,5	10,6	9,8	8,9	18,2	23,4
China	10,4	12,0	26,0	9,5	28,0	16,0	10,9	15,2
Übriges Asien	7,5	9,7	12,9	12,2	10,5	13,8	25,3	31,2
Junge Industrieländer ⁴	6,2	7,6	12,2	11,1	9,1	11,2	34,9	32,2
Sonstige ⁵	10,1	13,9	14,1	14,3	13,4	18,8	14,5	26,0
Lateinamerika	7,5	6,0	8,9	17,4	11,9	11,8	10,4	20,9
Brasilien	4,1	9,5	5,8	4,6	28,8	21,7	7,0	27,7
Mexiko	6,6	2,6	8,3	21,5	-3,1	16,0	10,0	13,9
Sonstige	9,7	6,3	11,2	21,6	11,7	2,6	17,2	27,2

¹ Jahresdurchschnitt. Länder mit dem Dollarwert des Warenhandels 1990 gewichtet. ² Exporte in Prozent der Gesamtnachfrage (BIP plus Importe) 1989. ³ Veränderung der Exporte in Prozent der Veränderung der Gesamtnachfrage (1989–94, zu konstanten Preisen). ⁴ Hongkong: Nur Direktexporte und im Land bleibende Importe. ⁵ Indien, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Thailand. Tabelle III.7

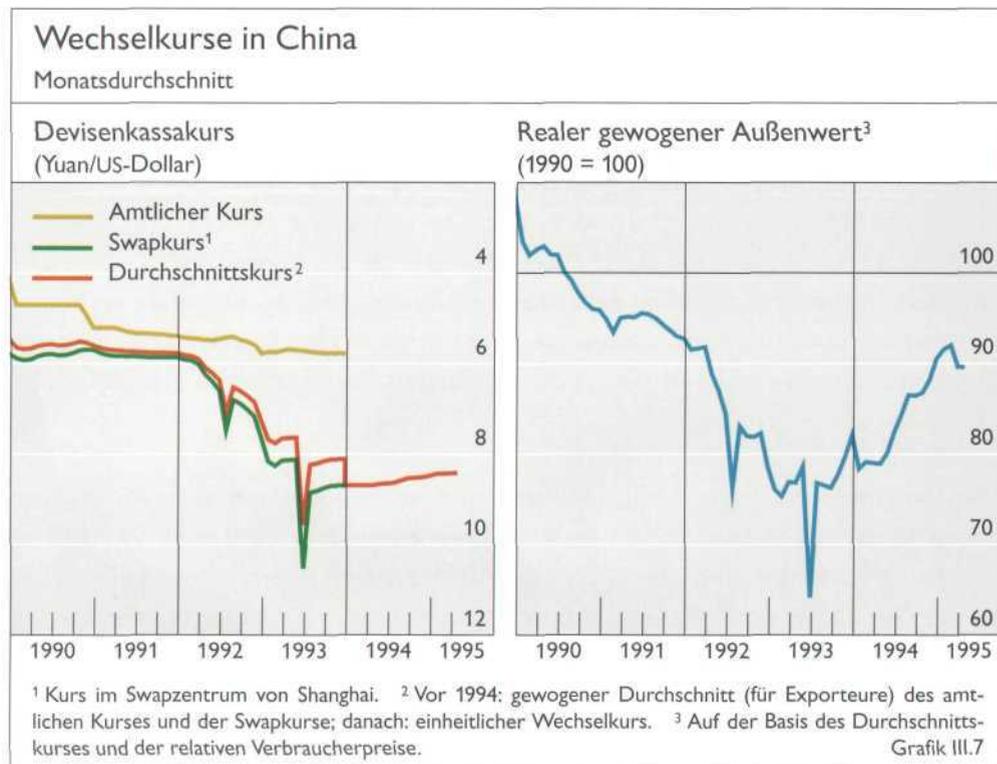
ausmachten. Am stärksten ausgeprägt war diese Veränderung in Brasilien. Darüber hinaus hat sich die Struktur der lateinamerikanischen Exporte grundlegend geändert: Fertigerzeugnisse machen heute mehr als die Hälfte der Gesamtexporte aus, verglichen mit weniger als einem Fünftel im Jahr 1980. Diese Verschiebung ist auch für die Wirtschaftspolitik von erheblicher Bedeutung, denn der lateinamerikanische Außenhandel ist gegenüber Veränderungen der internationalen Wettbewerbsfähigkeit sensibler geworden und nicht mehr so stark von den Rohstoffpreisen abhängig.

China

Chinas Handel nahm im Jahr 1994, dem ersten Jahr unter dem neuen vereinheitlichten Wechselkurssystem, weiter kräftig zu. Unter dem alten System multipler Wechselkurse existierten stärker marktbezogene Swapkurse neben dem amtlichen Wechselkurs, der auf den Umtausch von 20% der Devisenerlöse der Unternehmen und auf den Erwerb von im Plan vorgesehenen Importen, vornehmlich durch die staatseigenen Unternehmen, angewendet wurde. Da die meisten Devisenerlöse zu dem günstigeren Swapkurs getauscht werden konnten, förderte dieses System die Exporte. Gleichzeitig drückte es tendenziell die Swapkurse, da 20% der Exporterlöse vom Swapmarkt ferngehalten wurden. Die spürbare Verschlechterung der chinesischen Leistungsbilanz in den Jahren 1992 und 1993 löste sogar einen besonders starken Abwärtsdruck auf den Swapkurs aus (s. Grafik III.7). Als der amtliche Wechselkurs im Januar 1994 abgeschafft wurde – so daß ein einziger flexibler Wechselkurs übrigblieb, den die Behörden zu steuern versuchen –, pendelte sich die Währung auf dem Kurs ein, der vor der Änderung auf den Swapmärkten gegolten hatte, so daß sich der reale gewogene Außenwert der chinesischen Währung im Ergebnis beträchtlich abschwächte.

Diese reale Abwertung trug 1994 und im ersten Quartal 1995 zu einer deutlichen Zunahme des chinesischen Außenhandelsüberschusses bei, denn das

Wechselkurs-
reformen und
Wettbewerbs-
fähigkeit



Exportvolumen wuchs noch schneller als das Importvolumen. Da sich auch die ausländischen Direktinvestitionen kräftig ausweiteten und der nominale Wechselkurs gegenüber dem Dollar im großen und ganzen konstant gehalten wurde, vergrößerten sich die Währungsreserven von \$ 21 Mrd. Ende 1993 auf \$ 58 Mrd. Ende März 1995. Vor dem Hintergrund einer steigenden Inflationsrate erhöhte sich der reale gewogene Außenwert des Yuan in diesem Zeitraum um etwa 15%.

Junge Industrieländer und übrige Länder Asiens

Hongkong

In Hongkong stieg die Nachfrage ebenfalls rasch an, so daß sich die im Lande bleibenden Importe um 14% ausweiteten, was der höchsten Zuwachsrate seit Jahren entspricht. Die Exporte von im Inland hergestellten Gütern fielen um 2%, obwohl der starke Yen zu vermehrten Exporten nach Japan führte. Die indirekten Exporte nahmen gleichfalls kräftig zu, was auf die etablierte Position Hongkongs als Vermittler für einen Großteil des chinesischen Außenhandels zurückzuführen ist. Auch die Handelsverbindungen zwischen Taiwan und China vertieften sich weiter. Laut GATT-Angaben entsprechen die Exporte von China, Hongkong und Taiwan zusammengenommen mittlerweile denen Frankreichs, des viertgrößten Exporteurs der Welt. Darüber hinaus erhöhten sich die Exporte kommerzieller Dienstleistungen sowohl Hongkongs als auch Taiwans in den letzten Jahren erheblich.

Taiwan

Korea und
Singapur

Die Aufwertung des Yen belebte auch die Exporte Koreas und Singapurs. Singapurs Ausfuhren wuchsen real um 28%; ein beträchtlicher Leistungsbilanzüberschuß begünstigte den kontinuierlichen Wertgewinn der Währung gegenüber dem US-Dollar. Die koreanischen Exporte nahmen um 13% zu und damit bedeutend schneller als in früheren Jahren; das Importvolumen stieg aber um fast 20%, wobei es sich teilweise um Investitionsgüter und Zwischenerzeugnisse aus Japan handelte.

Der lang anhaltende Aufschwung in den übrigen asiatischen Ländern setzte sich im letzten Jahr fort, wobei sowohl Importe als auch Exporte weit höhere Zuwachsraten verzeichneten als das BIP. Das Exportwachstum machte in den neunziger Jahren bislang 24% des Nachfrageanstiegs aus. Da die Importe noch schneller zunahmen, haben sich die Leistungsbilanzdefizite tendenziell ausgeweitet; Indonesien, Malaysia und Thailand verbuchten erhebliche Fehlbeträge. Aber im Gegensatz zu den Defiziten in Lateinamerika sind die der asiatischen Länder nicht auf den Verbrauch, sondern auf einen weiteren Anstieg der bereits hohen Investitionsquoten im Inland zurückzuführen (s. Grafik VII.1, S. 158, Bild A). Massive Zuflüsse ausländischer Direktinvestitionen spielten ebenfalls eine wichtige Rolle.

Übriges Asien

Lateinamerika

Der lateinamerikanische Leistungsbilanzsaldo verschlechterte sich Anfang der neunziger Jahre drastisch von einem Gleichgewicht im Jahr 1990 in ein Defizit von mehr als \$ 40 Mrd. in den Jahren 1993 und 1994; dieses entsprach etwa einem Viertel der Gesamtexporte von Gütern und Dienstleistungen. Diese aggregierte Größe überdeckt jedoch recht divergierende Entwicklungen in den einzelnen Ländern.

Eine Reihe von Ländern unternahm Schritte – oftmals unterschiedlicher Art – zum Abbau des Fehlbetrags in der Leistungsbilanz. Das Leistungsbilanzdefizit von *Brasilien*, der größten Volkswirtschaft in der Region, war bis vor sehr kurzer Zeit relativ niedrig. Ein Grund dafür ist, daß während der umfassenden Handelsliberalisierung ein sehr konkurrenzfähiger Wechselkurs aufrechterhalten werden konnte. Um den Folgen der jahrelangen Importsubstitution entgegenzuwirken (Brasilien hatte weltweit eine der niedrigsten Außenhandelsquoten gemessen am BIP), begann die Regierung mit einem großangelegten Programm zur Liberalisierung der Importe. Die Zölle, insbesondere auf Investitionsgüter und Zwischenerzeugnisse, wurden drastisch gesenkt. Auf diese Weise stieg das Importvolumen in den vergangenen zwei Jahren um mehr als die Hälfte, was eine spürbar belebende Wirkung auf den Außenhandel der Nachbarländer hatte. Bis Mitte letzten Jahres bestand die Wechselkurspolitik darin, die negativen Wettbewerbseffekte der sehr hohen Inflationsrate dadurch auszugleichen, daß ein ebenso rascher Wertverlust der Währung herbeigeführt wurde, was teilweise durch Kapitalverkehrsbeschränkungen erleichtert wurde. Erst nachdem die Währung im Anschluß an das Stabilisierungsprogramm vom Juli 1994 wieder stark an Wert gewonnen hatte (s. Grafik III.8), begann sich das Leistungsbilanzdefizit deutlich auszuweiten.

Brasilien

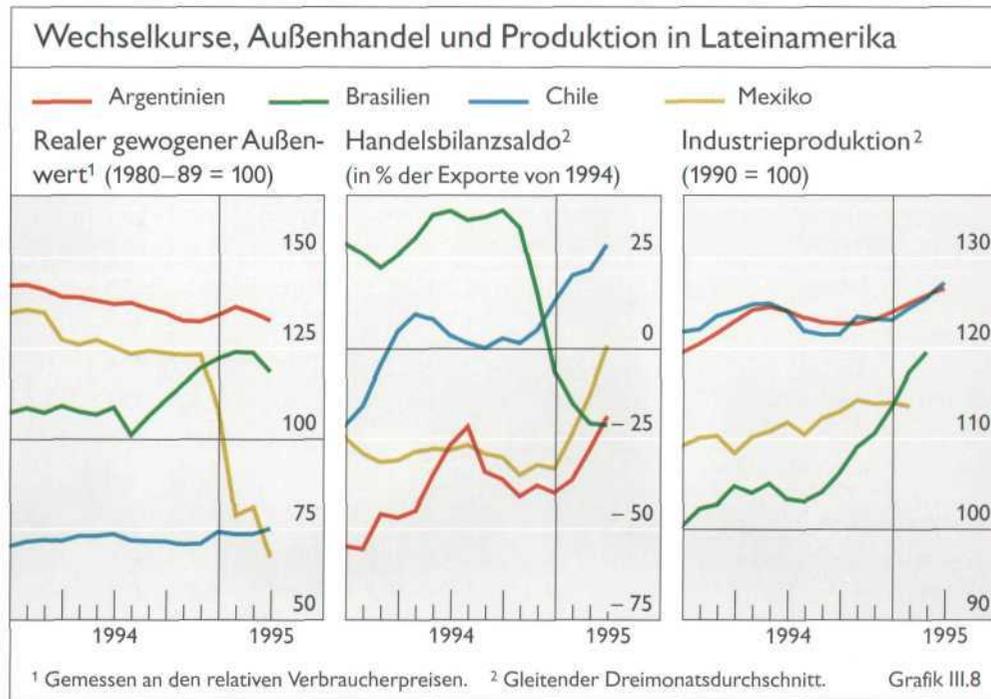
Das Leistungsbilanzdefizit *Chiles* wurde durch eine stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik und eine dauerhafte Ausrichtung auf einen wirtschaftspolitischen Reformkurs in Grenzen gehalten. Zwar ließ man einen Anstieg des realen Wechselkurses zu, als sich die Wirtschaftslage besserte; die Behörden versuchten jedoch, jede vorzeitige oder übermäßige Aufwertung, die später hätte rückgängig gemacht werden müssen, zu verhindern. Der beträchtliche Leistungsbilanzüberschuß von *Venezuela* im letzten Jahr war durch die Auswirkungen einer großen Währungskrise bedingt. Nachdem der Verlust des Vertrauens in den Bolivar zu einer starken Abwertung und der Wiedereinführung von Kapitalverkehrskontrollen geführt hatte, sank das Importvolumen im letzten Jahr um mehr als 30%.

Chile

Venezuela

Mexiko hob sich durch das Ausmaß seines Leistungsbilanzdefizits – 8% des BIP im Jahr 1994, verglichen mit 6,4% im Jahr 1993 – von den anderen latein-

Mexiko



amerikanischen Ländern ab. Außerdem war das Defizit nicht auf konjunkturelle Faktoren zurückzuführen: Das mexikanische Wachstum war weiterhin recht moderat, und die wirtschaftliche Expansion in den USA, dem wichtigsten Exportmarkt, beschleunigte sich im letzten Jahr erheblich. Die Produktion stieg in Mexiko sogar langsamer als in den meisten anderen lateinamerikanischen Ländern: Anfang 1994 lag die Industrieproduktion weniger als 10% über dem Stand von 1990, wemgleich sich das Wachstum 1994 beschleunigte (s. Grafik III.8).

Die Entwicklung der Wechselkurse und anderer Faktoren nach dem Ausbruch der mexikanischen Krise veränderte nicht nur die realen Wechselkursrelationen in der Region, sondern verschob auch die Handelsbilanzstrukturen in den ersten Monaten 1995. Die reale Aufwertung des mexikanischen Pesos Anfang der neunziger Jahre hatte sich bis Anfang 1995 wieder völlig zurückgebildet. Bei sehr hohen Zinssätzen und einer schwachen Inlandsnachfrage führte ein Importrückgang zusammen mit einer starken Exportausweitung zu einer deutlichen Verbesserung der Handelsbilanz (s. Grafik III.8). Trotz einer leichten nominalen Abwertung des brasilianischen Real im März 1995 blieb seine starke reale Aufwertung bestehen. In Verbindung mit einem steilen Anstieg der Konsum- und Importnachfrage unmittelbar nach der Stabilisierung der Währung trug dies in den ersten Monaten 1995 zu dem beträchtlichen Außenhandelsdefizit bei, das die Behörden veranlaßte, die Importzölle auf Konsumgüter stark anzuheben.

Direktinvestitionen

Zusammengenommen beliefen sich die Direktinvestitionen im Ausland im letzten Jahr auf über \$ 230 Mrd. Die USA waren 1994 erneut der wichtigste Investor mit Kapitalabflüssen von fast \$ 60 Mrd., gefolgt vom Vereinigten Königreich mit \$ 30 Mrd. In beiden Fällen waren die Abflüsse etwa zur Hälfte reinvestierte

Veränderte Außenhandelsstrukturen in den letzten Monaten

Rekordabflüsse

Weltweite Direktinvestitionen							
	1976–80	1981–85	1986–90	1991	1992	1993	1994 ¹
	Mrd. US-Dollar; Jahresdurchschnitt						
Abflüsse insgesamt	39,7	43,2	167,7	187,1	179,4	199,0	233,5
Industrieländer	39,0	41,4	158,6	177,7	161,4	168,4	197,8
<i>darunter: USA</i>	16,9	7,6	25,3	31,3	41,0	57,9	58,4
<i>Japan</i>	2,3	5,1	32,1	30,7	17,2	13,7	17,9
<i>Vereinigtes Königreich</i>	7,8	9,2	28,1	16,4	19,4	25,7	30,0
<i>Übriges Europa</i>	10,0	15,1	63,9	91,3	80,2	63,2	80,1
Entwicklungsländer ²	0,8	1,8	9,1	9,5	18,0	30,5	35,7
<i>darunter: Asien</i>	0,1	1,1	7,8	7,2	15,3	26,4	30,2
<i>Lateinamerika</i>	0,2	0,2	0,6	1,3	0,8	2,2	2,9
Zuflüsse insgesamt	31,8	55,3	152,4	152,0	153,2	177,4	239,7
Industrieländer	25,3	36,2	126,8	108,7	94,8	96,8	135,1
<i>darunter: USA</i>	9,0	18,6	53,4	26,1	9,9	21,4	60,1
<i>Japan</i>	0,1	0,3	0,3	1,4	2,7	0,1	0,9
<i>Vereinigtes Königreich</i>	5,6	4,3	21,7	16,1	16,5	14,6	10,9
<i>Übriges Europa</i>	8,7	9,9	38,8	57,5	55,7	52,4	51,5
Entwicklungsländer ²	6,4	19,1	25,6	43,3	58,4	80,6	104,6
<i>darunter: China</i>	..	1,0 ³	3,1	4,4	11,2	25,8	33,8
<i>Übriges Asien</i>	2,1	4,6	12,1	20,5	26,2	25,5	33,3
<i>Lateinamerika</i>	3,6	5,6	6,6	11,2	12,6	16,1	25,9

¹ Vorläufig. ² Einschl. Osteuropa. ³ 1982–85.

Tabelle III.8

Gewinne. Die Praxis der USA und des Vereinigten Königreichs, nicht repatriierte Gewinne ihrer ausländischen Niederlassungen als Erträge in der Leistungsbilanz auszuweisen (mit entsprechenden Abflüssen an Direktinvestitionen als Gegenbuchung), entspricht den Richtlinien des IWF. Die meisten anderen Länder tun dies jedoch noch nicht, und viele nationale statistische Meldeverfahren können den vollen Umfang der Gewinne „ihrer“ Unternehmen im Ausland ohnehin nicht erfassen, wenn diese nicht repatriiert werden. Infolge dieser asymmetrischen Meldepraxis wird daher der Anteil der USA und des Vereinigten Königreichs an den weltweiten Direktinvestitionen zu hoch ausgewiesen.

Gemäß der japanischen Zahlungsbilanzstatistik (in der reinvestierte Gewinne nicht ausgewiesen werden) erhöhten sich die japanischen Direktinvestitionen auf \$ 18 Mrd.; sie blieben damit aber immer noch weit unter den hohen Beträgen, die Ende der achtziger Jahre verzeichnet wurden, als japanische Unternehmen kräftig in den USA investiert hatten. Die Umorientierung japanischer Direktinvestitionen nach China und in andere asiatische Länder setzte sich im letzten Jahr fort, und die Investitionen in Asien überschritten zum ersten Mal diejenigen in Europa. Die Direktinvestitionen der kontinentaleuropäischen Länder erholten sich ebenfalls.

Die Entwicklungsländer zogen im letzten Jahr erneut einen höheren Anteil der Direktinvestitionen an. Die Zuflüsse erreichten den Rekordbetrag von \$ 104 Mrd. und damit mehr als 40% der weltweiten Ströme. Ein Teil dieses Betrags war auf die gestiegenen Direktinvestitionen der Entwicklungsländer selbst zurückzuführen, wobei besonders die innerasiatischen Ströme anschwellen. Das bedeutendste

Anteilmäßig höhere Direktinvestitionen in Entwicklungsländern ...

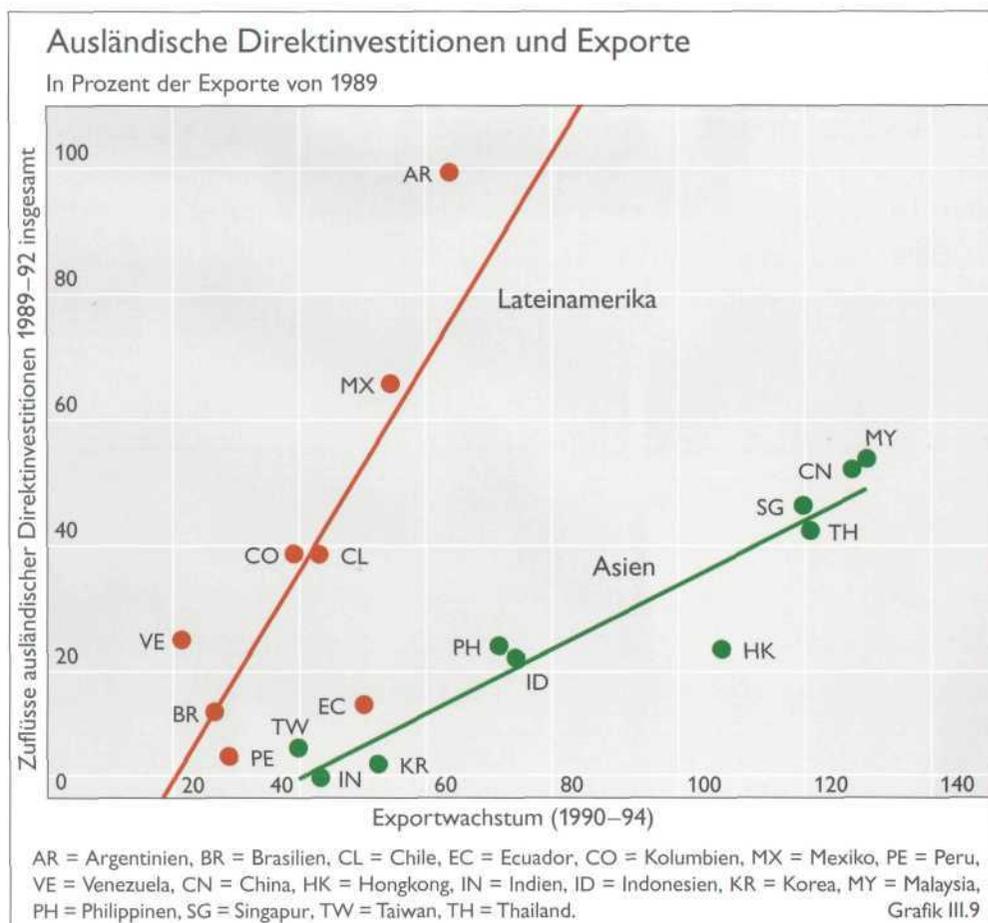
einzelne Zielland unter den Entwicklungsländern war China mit Zuflüssen von insgesamt fast \$ 34 Mrd.; wie in früheren Jahren entfiel ein Großteil dieses Gesamtbetrags auf Unternehmen mit Sitz in Hongkong. Bis Mitte dieses Jahres dürfte der Bestand an ausländischen Direktinvestitionen in China \$ 100 Mrd. erreichen, wobei fast die Hälfte davon aus oder über Hongkong kommen wird.

... insbesondere in China und anderen asiatischen Ländern

Diese Entwicklung wurde begünstigt durch großzügige steuerliche oder andere Vorteile, die ausländischen Investoren vorbehalten waren; derlei Anreize dürften auch die „Umleitung“ chinesischen Kapitals über Hongkong gefördert haben, die die erfaßten Ströme aufblähte. Im März 1995 gaben die chinesischen Behörden jedoch ihre Absicht bekannt, bestimmte Steuervergünstigungen auslaufen zu lassen, und stellten neue Richtlinien darüber auf, welche Investitionen gefördert werden sollen. Chinesische Investoren beginnen auch in Hongkong eine bedeutende Rolle zu spielen; ihr Bestand an Direktinvestitionen betrug im letzten Jahr Schätzungen zufolge \$ 25 Mrd. Die Investitionen der asiatischen Länder mit höherem Einkommen (Korea, Taiwan und Singapur) in asiatischen Ländern mit niedrigerem Einkommen dehnten sich weiter aus. Die ausländischen Direktinvestitionen in Asien beliefen sich auf insgesamt \$ 67 Mrd.; die asiatischen Direktinvestitionen betragen \$ 30 Mrd.

Lateinamerika

In Lateinamerika erhöhten sich die ausländischen Direktinvestitionen zwar im letzten Jahr kräftig, sind aber nach wie vor deutlich geringer als in Asien. Typisch für die Kapitalzuflüsse nach Lateinamerika war statt dessen der sehr viel größere Anteil von Portfolioinvestitionen (s. Kapitel VII). Darüber hinaus sind viele



Direktinvestitionen in Lateinamerika auf den Erwerb von Aktien im Zuge der Privatisierung staatseigener Unternehmen und nicht auf Investitionen in völlig neue Projekte zurückzuführen.

Die Konzentration der Direktinvestitionen in vielen Entwicklungsländern auf den Sektor der handelbaren Güter hat beträchtliche Auswirkungen auf den internationalen Anpassungsprozeß. Wenn Zuflüsse von Direktinvestitionen mit erhöhten Importen von Investitionsgütern und Zwischenprodukten einhergehen, mildert die entsprechende Verschlechterung der Leistungsbilanz den von den Kapitalzuflüssen ausgehenden Aufwertungsdruck auf die Währung. Ebenso kann sich eine solche Verschlechterung der Leistungsbilanz letztlich von selbst korrigieren, denn wenn die neue Produktion in Gang kommt, steigen die Exporte. Daß die Direktinvestitionen in Asien sehr viel stärker exportorientiert sind als in Lateinamerika, gewinnt somit an Bedeutung.

Grafik III.9 zeigt die Beziehung zwischen den jüngsten Zuflüssen an Direktinvestitionen und der Ausweitung der Exporte in den größeren Volkswirtschaften Asiens und Lateinamerikas in den neunziger Jahren. Zwei Unterschiede zwischen den Regionen treten hervor. Zum einen ist die Beziehung zwischen Direktinvestitionen und Exportwachstum in den asiatischen Ländern durchweg enger als in den lateinamerikanischen Ländern. Zum zweiten sind die Direktinvestitionen in Asien exportintensiver (d.h. die Regressionslinie ist flacher) als in Lateinamerika. Dies bestätigt eine umfassende Erhebung über die Aktivitäten von Auslandsniederlassungen im Mehrheitsbesitz von US-Nichtbankunternehmen. Während US-Unternehmen in Asien mehr als die Hälfte ihrer Produktion ausführen, exportieren jene in Lateinamerika nur etwa ein Viertel ihrer Produktion; diese stärkere Konzentration auf den Inlandsabsatz ist vermutlich auf die frühere Importsubstitutionspolitik in Lateinamerika zurückzuführen. Ein zweites Indiz liefern chinesische Statistiken. Danach entfiel das Wachstum der chinesischen Exporte in den neunziger Jahren durchschnittlich zu rund 60% auf mit Auslandsmitteln finanzierte Unternehmen (Joint Ventures und ganz im Auslandsbesitz befindliche Unternehmen), wobei dieser Anteil in den letzten Jahren gestiegen ist.

Auswirkungen auf
außenwirtschaftliche
Anpassung ...

... je nach Region
unterschiedlich

IV. Geldpolitik in den Industrieländern

Schwerpunkte

Als sich die wirtschaftliche Erholung im vergangenen Jahr beschleunigte, wurde die Geldpolitik in mehreren Industrieländern gestrafft, um einer Zunahme der Inflation zuvorzukommen. Diese Straffung, die im Februar 1994 in den USA einsetzte, wurde im Verlauf des Jahres fortgeführt, und ähnliche Schritte hin zu einem restriktiveren Kurs wurden im Vereinigten Königreich, in Italien, Schweden, Kanada, Australien und Finnland vollzogen. In Japan blieben die Notenbankzinsen 1994 hingegen unverändert, und in Deutschland wurden sie weiter gesenkt. Anfang 1995 kam es im Zusammenhang mit Spannungen an den Devisenmärkten in einigen Ländern des EWS-Wechselkursmechanismus ebenfalls zu einer Verschärfung der Geldpolitik, während die monetären Bedingungen in Japan und Deutschland gelockert wurden.

Gemessen an der Beschleunigung des Verbraucherpreisanstiegs begann das Umschwenken auf einen strafferen geldpolitischen Kurs ungewöhnlich frühzeitig, was die in der jüngeren Vergangenheit verstärkte Selbstverpflichtung der Zentralbanken auf die Preisstabilität verdeutlicht. Der Kurswechsel vollzog sich auch vor dem Hintergrund einer erhöhten Sensitivität der Finanzmärkte gegenüber der zukünftigen Preisentwicklung und geldpolitischen Beschlüssen. Die Währungsbehörden bemühten sich um mehr Transparenz, indem sie mehr Informationen über die Überlegungen veröffentlichten, auf denen die Änderungen ihrer Politik beruhten.

Eine wesentliche Frage ist nun, ob die Geldpolitik den Preisdruck wirksamer eindämmen kann als in früheren Aufschwungphasen. Einerseits ist es möglich, daß einige Volkswirtschaften durch die frühe Reaktion der Geldpolitik und die größere Flexibilität an den Güter- und Arbeitsmärkten weniger inflationsanfällig geworden sind. Andererseits hängt ein tragfähiger inflationsfreier Wirtschaftsaufschwung entscheidend von der Erwartung einer weiterhin sehr niedrigen Inflationsrate ab. Die Erfahrung zeigt, daß geldpolitische Glaubwürdigkeit verdient sein will; die Selbstverpflichtung der Notenbank auf die Preisstabilität allein reicht nicht unbedingt aus. Indikatoren für Inflationserwartungen deuten darauf hin, daß die Glaubwürdigkeit in einigen Ländern gelitten hat, weil die öffentlichen Haushalte große Ungleichgewichte aufwiesen oder die Gefahr bestand, daß sich eine Währungsabwertung möglicherweise in einer Beschleunigung der Inflation niederschlagen würde.

Zinspolitik im laufenden Wirtschaftsaufschwung

In den USA hob die Federal Reserve ihr Operationsziel für den Tagesgeldsatz von 3% im Februar 1994 schrittweise auf 6% im Februar 1995 an. In den europäischen Ländern wurden die Notenbankzinssätze bis zum Frühjahr 1994 im allgemeinen weiter gesenkt. Ab August/September jedoch wurden die wichtigsten

Zinspolitische
Änderungen
1994 ...

Notenbanksätze im Vereinigten Königreich, in Italien, Schweden und Australien erhöht. In Kanada wurde nach einem Zinsrückgang im Herbst die Bandbreite des Tagesgeldsatzes im November heraufgesetzt, als die kanadische Währung nach einer weiteren Verschärfung der Geldpolitik in den USA unter Druck geriet. In Spanien und Finnland wurden die kurzfristigen Zinssätze im Dezember angehoben, und Anfang 1995 bewegten sich auch die Zinsen in Irland, Frankreich, Belgien und Dänemark im Zusammenhang mit Spannungen im EWS-Wechselkursverbund nach oben. Außer in diesen am europäischen Wechselkursmechanismus teilnehmenden Ländern erfolgte die Erhöhung überwiegend als Reaktion auf die Konjunkturstärke und auf Anzeichen einer beschleunigten Durchleitung der Währungsabwertungen auf die Inlandspreise.

Vor dem Hintergrund eines moderaten Geldmengenwachstums und einer beträchtlichen Höherbewertung der D-Mark wurden die Notenbankzinsen in Deutschland Ende März 1995 weiter gesenkt. In den Niederlanden und in Österreich wurden die offiziellen Zinssätze zum gleichen Zeitpunkt und in Belgien kurz darauf herabgesetzt. Die Bank of Japan nahm ihren Diskontsatz im April von 1¾% auf 1% zurück.

Zeitpunkt und Abstimmung von Zinsänderungen

In dem Bewußtsein, daß ihre Stabilitätspolitik in der Vergangenheit oftmals nicht effizient genug umgesetzt werden konnte, versuchten einige Zentralbanken nunmehr, die Wirkungsverzögerungen im monetären Transmissionsprozeß stärker in ihre Überlegungen einzubeziehen. Dementsprechend wurden die Notenbankzinsen mit noch größerer Vorlaufzeit vor einer Verstärkung des inflationären Drucks erhöht. Andere Zentralbanken zeigten erhebliche Vorsicht bei der geldpolitischen Lockerung, auch wenn die wirtschaftliche Erholung schwach blieb.

In den USA erfolgte die erste Straffung der Geldpolitik – gemessen am Anstieg der Inflationsrate – 1994 deutlich früher als in den meisten vorangegangenen Konjunkturzyklen (s. Grafik IV.1). Im laufenden Zyklus hatte die Federal Reserve

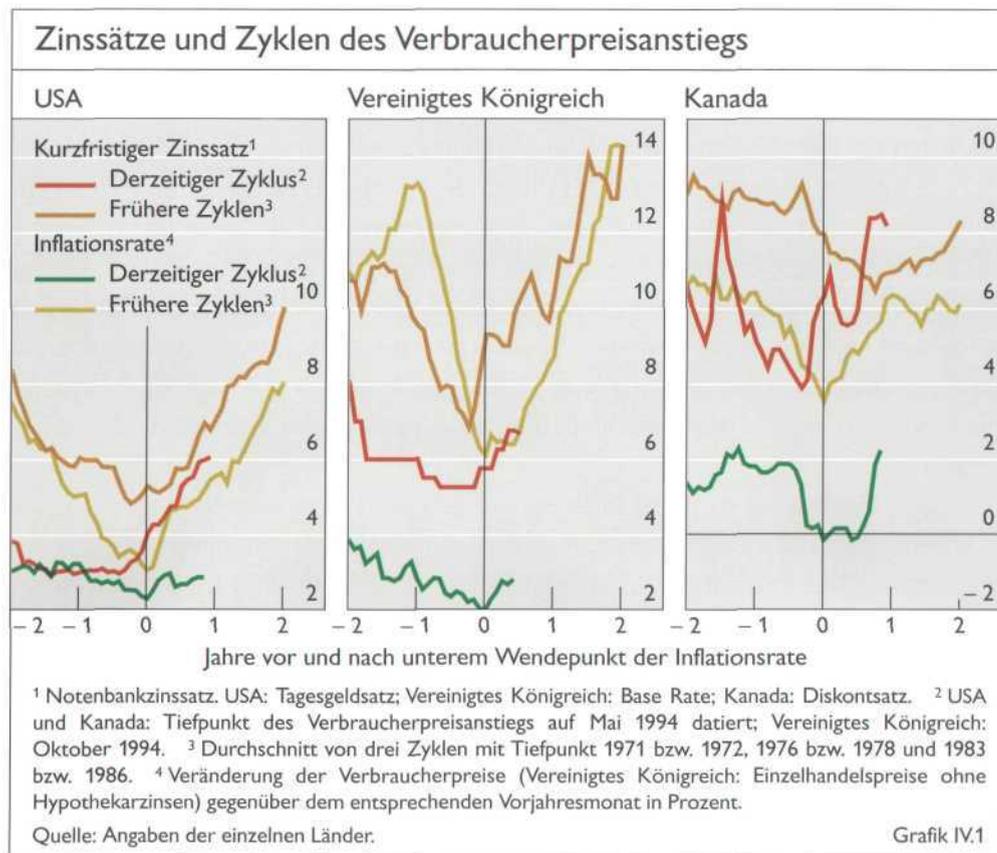
... früher als in der Vergangenheit

USA

Notenbankzinssätze ¹									
Am Monatsende; Prozent p.a.									
	USA	Japan	Verein. Königr.	Kanada	Australien	Italien	Spanien	Schweden	Finnland
März 1994	3,50	2,22	5,25	5,64	4,75	8,40	8,00	6,95 ²	4,96
Sept. 1994	4,75	2,19	5,75	5,54	5,50	8,20	7,35	7,20	5,12
März 1995	6,00	1,98	6,75	8,47	7,50	10,35	8,50	8,20	5,75
	Deutschland	Frankreich	Belgien	Niederlande	Österreich	Dänemark	Norwegen	Irland	Portugal
März 1994	5,76	6,00	6,15	5,50	5,50	6,00	6,75	6,75	10,00
Sept. 1994	4,85	5,00	4,85	4,80	4,70	5,50	6,75	6,25	9,25
März 1995	4,50	5,00	5,85	4,50	4,45	7,00	6,75	7,25	10,11

¹ USA und Australien: Ziel für den Tagesgeldsatz; Japan: Einwochensatz am Geldmarkt; Vereinigtes Königreich: Base Rate; Kanada: Diskontsatz; übrige Länder: Zentralbanksatz (Dänemark: Satz für Einlagenzertifikate; Norwegen: Tagesgeldsatz; Irland: Satz für kurzfristige Notenbankkredite; Portugal: Satz für die gelegentliche Liquiditätsbereitstellung; übrige Länder: marginaler Zuteilungssatz in regelmäßigen Tenderverfahren für die Reservenbereitstellung an die Geschäftsbanken). ² 1. Juni 1994 (neues Instrument).

Tabelle IV.1



jedoch den Tagesgeldsatz in realer Betrachtung für längere Zeit auf einem ungewöhnlich niedrigen Niveau belassen. Es wurde befürchtet, daß die Finanzmarktteilnehmer in ihren Portefeuilles beträchtliche Risiken eingegangen waren, indem sie eine hohe Hebelwirkung anstrebten, um in einem Umfeld geldpolitischer Lockerung ihre Renditen zu verbessern. Daher war die Verschärfung der Geldpolitik zunächst moderat. Als dann die Gefahr verstärkter Inflationserwartungen zunahm und sich die Bedenken hinsichtlich der Risikoengagements verringerten, wurde die geldpolitische Straffung beschleunigt. Obwohl der US-Tagesgeldsatz, gemessen am Anstieg der Verbraucherpreise, schließlich höher heraufgesetzt wurde als in vergleichbaren Phasen früherer Konjunkturzyklen, setzte sich der Wirtschaftsaufschwung 1994 mit unverminderter Stärke fort. Im ersten Quartal 1995 schien sich die Erholung jedoch abgeschwächt zu haben.

Kanada

In Kanada, wo sich die um den Einfluß indirekter Steuern bereinigte Steigerungsrate der Verbraucherpreise seit Anfang 1992 in einem Bereich von 1–2% bewegt, ist es schwierig, den Zeitpunkt für den tiefsten Stand der Inflation zu bestimmen. Unter dem Einfluß eines starken Drucks auf den Wechselkurs bewegten sich die Dreimonatszinssätze Ende 1994 rasch nach oben. Die Bank of Canada reagierte mit einer Erhöhung des Tagesgeldsatzes, lange bevor die Beschleunigung der Verbraucherpreissteigerung eintrat, die man aufgrund der Währungsabwertung oder der geringer werdenden Kapazitätsreserven erwartet hätte.

Vereinigtes
Königreich

Im Vereinigten Königreich kam die erste Straffung der Geldpolitik im vergangenen Jahr ebenfalls dem Anstieg der Verbraucherpreisinflation deutlich zuvor. Sie war vor allem eine Reaktion auf Anzeichen eines wachsenden Preisdrucks auf den ersten Stufen der Produktions-Verteilungs-Kette und auf sich abzeichnende

Kapazitätsengpässe. Obwohl auch in einigen früheren Konjunkturzyklen die Geldpolitik vor einer Beschleunigung des Verbraucherpreisanstiegs auf einen restriktiveren Kurs eingeschwenkt war, lagen in diesem Zyklus der Realzinssatz bereits über und die Inflationsrate unter ihren vergleichbaren Werten der Vergangenheit.

In einigen anderen Ländern, in denen die kurzfristigen Zinssätze im vergangenen Jahr erhöht wurden, sind Vergleiche mit früheren Inflationsmustern wegen veränderter geldpolitischer Operationsziele schwieriger zu ziehen. Zwar bewegte sich die Inflationsrate in Italien, Schweden und Spanien im historischen Vergleich noch auf einem relativ niedrigen Niveau, als die Geldpolitik im vergangenen Jahr verschärft wurde, aber der zugrundeliegende Nachfrage- und Kostendruck, der durch die Währungsschwäche bedingt war, hatte schon seit einiger Zeit zugenommen.

Die Geldpolitik in Japan blieb im vergangenen Jahr vorsichtig, obwohl die Stärke der Währung zu einer sehr geringen Inflationsrate beitrug und zeitweilig die Fortsetzung der Erholung zu gefährden schien. Die Erfahrung der Vergangenheit lehrte, daß ein Anstieg der Preise für Vermögenswerte, einmal in Gang gekommen, möglicherweise nur schwer unter Kontrolle zu halten sein würde. Die Bank of Japan unterstützte das Anziehen der Geldmarktsätze im Sommer 1994, während sie den Diskontsatz unverändert ließ. Als der Aufwertungsdruck auf den Yen Anfang 1995 stark zunahm, förderte die japanische Notenbank jedoch den Rückgang der kurzfristigen Zinssätze und senkte dann den Diskontsatz.

Japan

In Deutschland, das sich noch in der Anfangsphase der Konjunkturerholung befand, zielte die kurzfristige Zinspolitik der „ruhigen Hand“ Ende 1994 darauf ab, eine weitere Abflachung des Verbraucherpreisanstiegs zu unterstützen, der in der Rezession ungewöhnlich hoch geblieben war. In ihrem Beschluß, den Diskontsatz und den Zinssatz für Offenmarktgeschäfte im März 1995 zu senken, berücksichtigte die Deutsche Bundesbank die positiven Effekte der Höherbewertung der D-Mark auf die Inflationsrate, die ein Gegengewicht zu den Auswirkungen eines möglichen Anstiegs der inländischen Kostenfaktoren bildeten.

Deutschland

Zunehmende Transparenz der Entscheidungen über die geldpolitischen Instrumente

In den vergangenen Jahren hat sich praktisch in allen Zentralbanken die Überzeugung durchgesetzt, daß geldpolitisch induzierte Veränderungen der kurzfristigen Zinssätze das Instrument zur Erreichung anderer Ziele sind. In dem Bemühen, die Notwendigkeit rechtzeitiger Änderungen der Zinssätze zu erläutern, legen inzwischen mehrere Zentralbanken ihr eigentliches Ziel stärker offen. Darüber hinaus streben sie eine größere Transparenz im Hinblick auf ihre Steuerungsverfahren und ihre Beschlüsse bezüglich des Instrumenteneinsatzes an. Indem sie versuchen, die Unsicherheit über die Operationsziele zu verringern, wollen sie die Gefahr volatiler Marktreaktionen reduzieren, wobei aber gleichzeitig sichergestellt sein soll, daß die Geldpolitik auf ein verändertes Umfeld weiterhin flexibel reagieren kann.

Zunehmende
Transparenz
zinspolitischer
Beschlüsse

Wird als geldpolitische Richtschnur ein Zwischenziel verwendet, das als Anker für die Inflationserwartungen dient, ist es nicht unbedingt nötig, geldpolitische Änderungen näher zu erläutern. Dies ist insofern günstig, als ein hohes Maß an Zinsflexibilität hilfreich ist, wenn Geldmengenziele in der Geldpolitik eine Rolle spielen, und eine noch größere Flexibilität ist erforderlich, wenn die Geldpolitik auf

Einfluß der
geldpolitischen
Rahmenbedingungen

die Beeinflussung der Wechselkurse ausgerichtet ist. Zwischenziele bringen es auch mit sich, daß die Notenbanken Steuerungsverfahren bevorzugen, die flexible Anpassungen der kurzfristigen Marktzinssätze erleichtern. In den achtziger Jahren wurde der Einfluß der Notenbank im allgemeinen weniger durch vorangekündigte Festlegungen der Zinssätze ausgeübt, z.B. über den offiziellen Diskontsatz, als vielmehr durch Marktoperationen, die schneller angepaßt werden konnten.

In den letzten Jahren basierte jedoch die Geldpolitik in vielen Ländern weniger auf Zwischenzielen als vielmehr auf diskretionären Entscheidungen der Währungsbehörden über das zur Erreichung des Endziels erforderliche Zinsniveau. Ohne ein Zwischenziel als Richtschnur besteht die Gefahr, daß die Märkte auf plötzliche Änderungen der Erwartungen hinsichtlich der Zinsstrategien der Notenbanken und ihrer möglichen Wirksamkeit sehr sensibel reagieren. Deshalb versuchten die Zentralbanken in einer Reihe von größeren Volkswirtschaften im allgemeinen, die Notenbankzinsen nur allmählich in Reaktion auf Anzeichen eines sich verstärkenden oder nachlassenden inflationären Drucks zu verändern. Man ging davon aus, daß ein stetiger Kurs die Anpassungen in der Volkswirtschaft und an den Finanzmärkten erleichtern und gleichzeitig schwerwiegende Konsequenzen für die Markterwartungen und für andere Länder vermeiden dürfte. Es zeigte sich jedoch, daß dies nicht immer möglich war. Oft machten unerwartete Entwicklungen an den Finanz-, Arbeits- und Gütermärkten rasche geldpolitische Kursänderungen notwendig. Plötzliche Änderungen der Geldpolitik, die die Unsicherheit über die gegenwärtige Ausrichtung der Zinspolitik oder über zu erwartende Änderungen erhöhen, rufen besonders leicht kontraproduktive Reaktionen auf den Finanz- und Devisenmärkten hervor. Vor diesem Hintergrund sind viele Vertreter von Zentralbanken einmal mehr zu dem Schluß gelangt, daß klare Aussagen über ihre Handlungen und Absichten von Vorteil sein könnten.

USA

Seit Februar 1994 werden alle Entscheidungen zur Erhöhung des Tagesgeldsatzes in den USA öffentlich angekündigt, in der Regel mit Erläuterungen. Darüber hinaus führte der Offenmarktausschuß der Federal Reserve im Februar 1995 ein formales Verfahren ein, wonach geldpolitische Änderungen an dem Tag bekanntgegeben werden, an dem sie beschlossen werden. 1990 wurden die früheren Zielvorgaben, die sich zum Teil auf die „borrowed bank reserves“ bezogen hatten, durch die spezifischeren Vorgaben für den Tagesgeldsatz abgelöst, die den Märkten im Zuge der Implementierung der Geldpolitik deutlich wurden. Änderungen der Vorgaben für den Tagesgeldsatz finden heutzutage jedoch genausoviel Beachtung wie Veränderungen des Diskontsatzes der Federal Reserve.

Vereinigtes
Königreich

Im Vereinigten Königreich werden die Zinsbeschlüsse seit Anfang 1994 bei regelmäßigen monatlichen Treffen zwischen dem Schatzkanzler und dem Gouverneur der Bank of England gefaßt. Umgesetzt werden sie im Verlauf des folgenden Monats zu einem von der Notenbank bestimmten Zeitpunkt. Die Protokolle, die jeweils zwei Wochen nach der darauffolgenden Zusammenkunft veröffentlicht werden, geben eine ausführliche Darstellung der in den Sitzungen vertretenen Positionen. Bei einer Änderung der Zinssätze werden Pressemitteilungen mit Erläuterungen herausgegeben. Durch die verstärkte Offenlegung des Entscheidungsprozesses soll die öffentliche Diskussion mehr auf die Preisentwicklung als eigentliches Ziel der Geldpolitik gelenkt und gezeigt werden, daß die Entscheidungen allein auf der Grundlage geldpolitischer Erwägungen erfolgen.

Die Bank of Canada legt seit dem zweiten Quartal 1994 explizite operative Zielbänder für den Tagesgeldsatz fest. Mit Hilfe spezieller Kauf- und Rückkaufvereinbarungen wird der Zinssatz im Band gehalten und die Bandbreite dem Markt verdeutlicht. Die australische Notenbank kündigte in den vergangenen Jahren alle Änderungen ihrer Vorgaben für den Tagesgeldsatz im voraus an.

Kanada und
Australien

Vor dem Hintergrund einer ungewöhnlich hohen Volatilität an den Anleihe- und Devisenmärkten verwendete die Deutsche Bundesbank ab Juli 1994 in der Regel Mengentender (die mit einem vorgegebenen Zinssatz versehen sind) für die Bereitstellung von Zentralbankgeld, wobei sie häufig ankündigte, daß die Offenmarktgeschäfte in den darauffolgenden Wochen zum gleichen Zinssatz durchgeführt würden. Als die Geldpolitik im März 1995 gelockert wurde, erklärte die Bundesbank jedoch, daß sie wieder zu Offenmarktgeschäften mit variablen Zinssätzen (Zinstender) zurückkehren werde. Wegen ihrer eindeutigen geldpolitischen Signalwirkung wurden im letzten Jahr auch in Schweden und Finnland Offenmarktgeschäfte mit einem vorgegebenen Zinssatz getätigt, um die Geldmarktsätze nach oben zu führen.

Deutschland

Zinspolitik und Markterwartungen

Um einer Zunahme der Inflationserwartungen zuvorzukommen, bemühten sich die Währungsbehörden, die Markterwartungen anhand der Ergebnisse von Meinungsumfragen, der langfristigen Kapitalmarktrenditen und des Verhaltens der Wechselkurse einzuschätzen. Dies wird weiter unten diskutiert. Einen anderen Informationsgehalt haben die Terminalsätze am Geldmarkt. Diese Sätze spiegeln vorwiegend die Markterwartungen hinsichtlich der noch kürzerfristigen Zinssätze wider, die von der Geldpolitik am direktesten beeinflußt werden. Diese Erwartungen bilden sich unter Berücksichtigung der Entwicklungen in der Volkswirtschaft, in der Finanzpolitik und an den Devisenmärkten, auf die die Geldpolitik möglicherweise reagieren könnte.

Informationsgehalt
der Geldmarkt-
zinsen

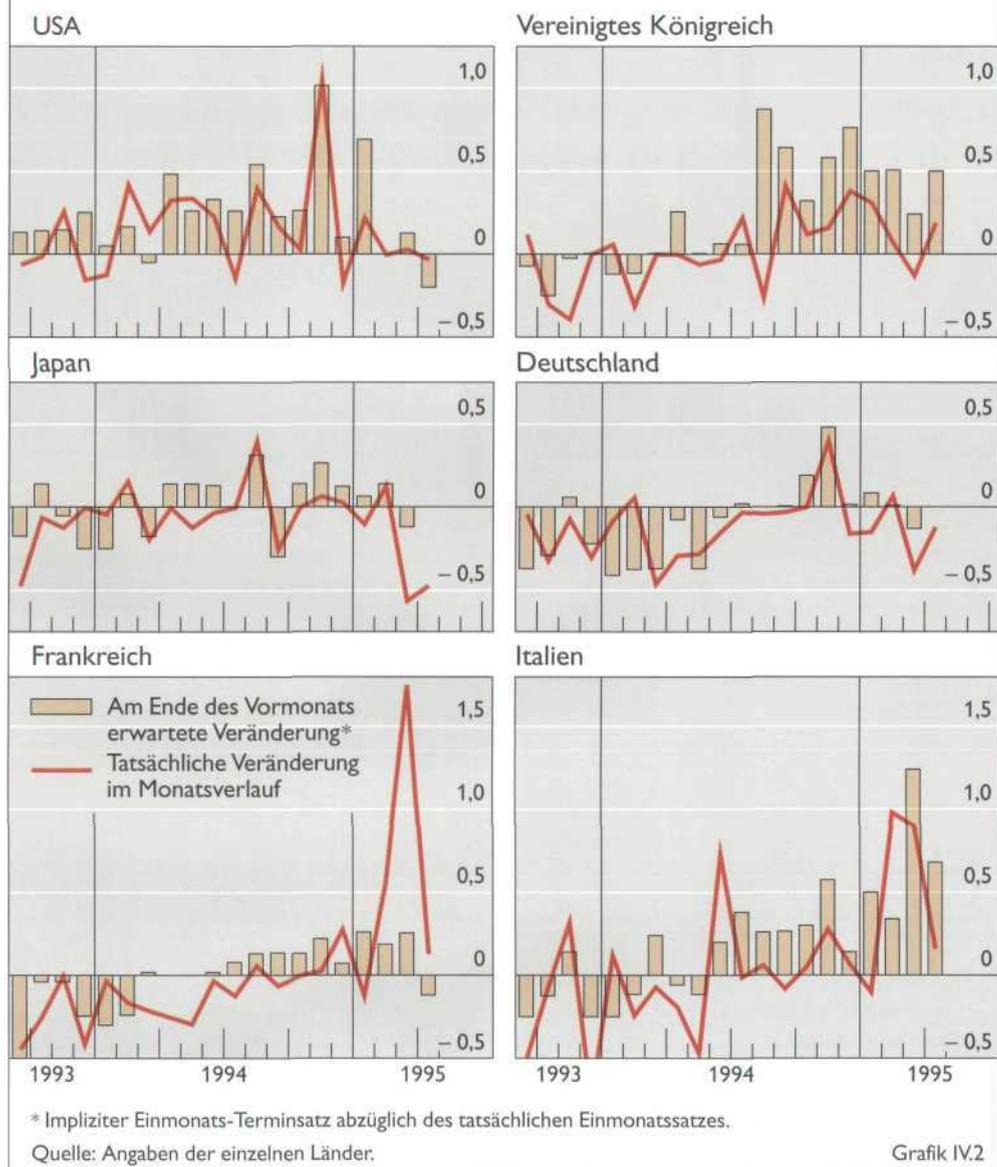
Einerseits können die Terminalsätze am Geldmarkt wertvolle Informationen darüber liefern, welche Zinspolitik der Markt für das Erreichen der mittelfristigen Ziele der Zentralbank als angemessen erachtet. Darum sollten die Entscheidungsträger die Entwicklung dieser Zinssätze im Auge behalten. Andererseits können die Markterwartungen hinsichtlich der Entwicklungen in der nahen Zukunft durch Politikankündigungen stark beeinflußt werden. Hieraus könnten sich gewisse Risiken von kreisähnlichen Entwicklungen und Instabilitäten im Instrumenteneinsatz ergeben, falls die Märkte davon ausgehen, daß Erwartungen, die sich an den Geldmärkten niederschlagen, die geldpolitischen Entscheidungen nennenswert beeinflussen.

Die Markterwartungen hinsichtlich der Entwicklung der Zinspolitik in der nahen Zukunft lassen sich abschätzen anhand der Entwicklung der Zinssätze für Einmonatsgeld auf den – durch Arbitragegeschäfte gut abgestimmten – Eurowährungsmärkten und speziell anhand der Beziehung dieser Zinssätze zu den einmonatigen Zinsterminnotierungen, die implizit in den Zweimonatssätzen enthalten sind (s. Grafik IV.2). Diese scheinen darauf hinzudeuten, daß die Marktteilnehmer eine Straffung der geldpolitischen Ausrichtung in den USA gegen Ende 1993 für möglich hielten; der Zeitpunkt des ersten restriktiven Schritts der Federal Reserve Anfang Februar 1994 wurde allerdings nicht vollständig vorhergesehen. Der implizite Zinsterminsatz läßt darauf schließen, daß die Märkte eine stärkere Verschär-

Beziehung zwischen
Markterwartungen
und zinspolitischen
Änderungen

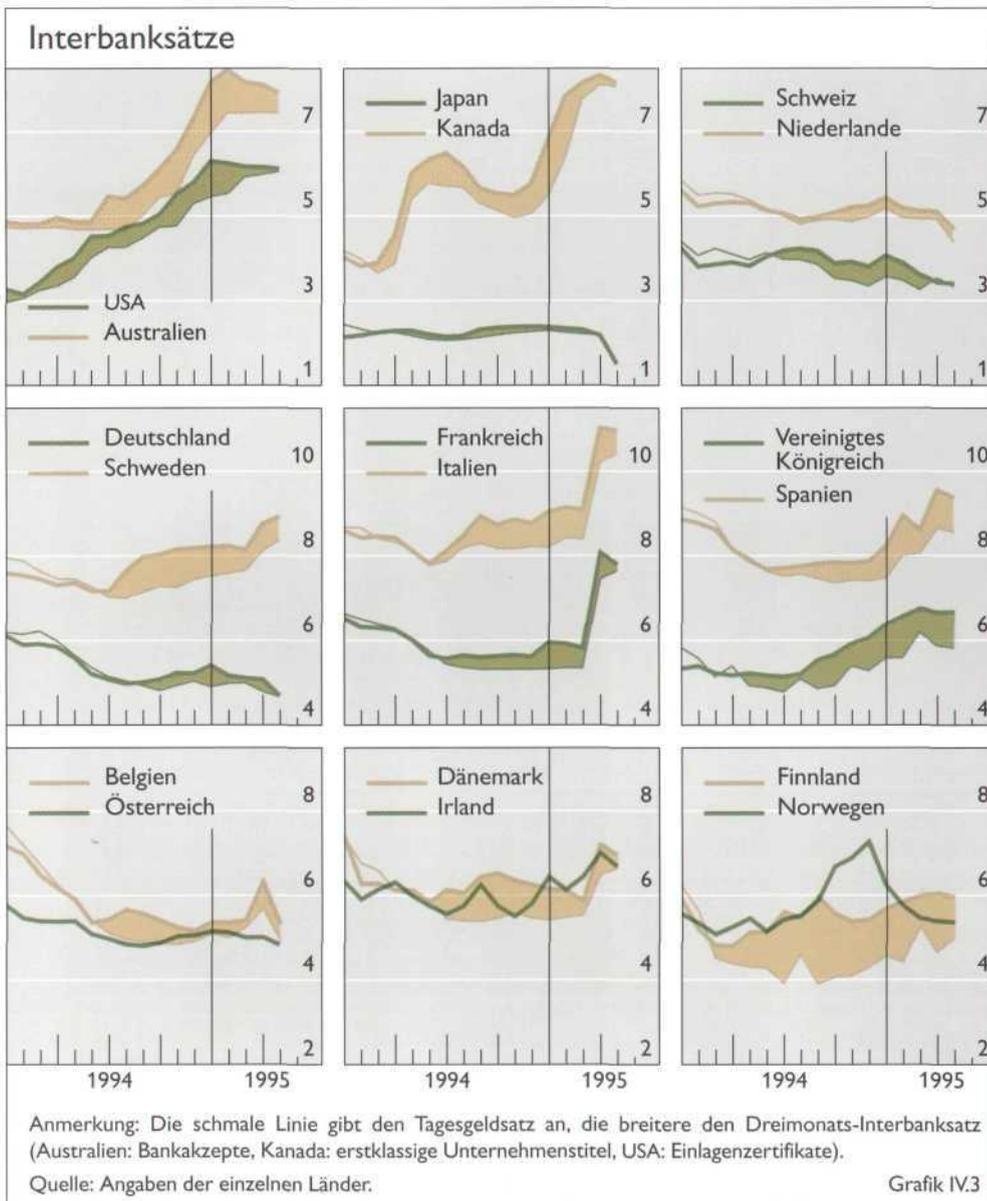
Erwartete und tatsächliche Veränderungen der Einmonatssinnsätze am Eurogeldmarkt

Prozentpunkte



fung erwartet hatten, als im Frühjahr 1994 dann tatsächlich vorgenommen wurde. Mit der spürbaren Anhebung des Tagesgeldsatzes im November scheinen die Währungsbehörden jedoch die Markterwartungen, die implizit in der Zinsstrukturkurve enthalten sind, in vollem Umfang nachgezeichnet zu haben.

Die Abstände zwischen dem Einmonatssinnsatz und der impliziten Zinssterminnotierung für Einmonatsgeld scheinen darauf hinzuweisen, daß die Märkte zeitweise sowohl in Italien als auch im Vereinigten Königreich eine Straffung der Geldpolitik vor deren Eintritt für wahrscheinlich hielten, und anschließend erwarteten sie eine raschere weitere Verschärfung, als tatsächlich vorgenommen wurde. In Japan hielten die Geldmärkte offensichtlich im Frühjahr 1994 und dann noch einmal ab September eine restriktivere Politik für wahrscheinlich. In dieser Zeit schien auch in Deutschland ein restriktiver Kurs erwartet zu werden. In Frankreich und



Italien bildeten sich offenbar von Juni bis November im Gefolge der Spannungen an den Devisenmärkten Erwartungen über eine Straffung der Geldpolitik. Sie kamen Anfang 1995 erneut auf, bevor die Zentralbanken dieser Länder ihr Instrumentarium dahingehend umstellten, daß die kurzfristigen Marktzinssätze die offiziellen Tendersätze deutlich übersteigen konnten.

Die Markterwartungen spiegelten sich im vergangenen Jahr auch in dem ungewöhnlichen Zusammenhang zwischen dem Tagesgeldsatz, der üblicherweise sehr stark geldpolitischen Einflüssen unterliegt, und dem Terminsatz am inländischen Geldmarkt (s. Grafik IV.3) wider. Die Dreimonatszinssätze stiegen in allen Ländern, deren Geldpolitik 1994 anzog, deutlich früher als die Tagesgeldsätze, was auf Meinungen am Markt hindeutet, die Zentralbanken würden die Geldpolitik weiter verschärfen, um den Inflationsdruck zu begrenzen. Die Differenz zwischen den beiden Zinssätzen war 1994 ungewöhnlich groß und nachhaltig. Anfang 1995 hat sich der Abstand in den USA, im Vereinigten Königreich, in Kanada, Spanien und Schweden verringert, in Italien aber vergrößert. In den meisten Ländern des EWS-

Ungewöhnliche
Zinsstruktur am
Geldmarkt

Wechselkursmechanismus und in Norwegen stiegen die Dreimonatszinssätze im Herbst, als die Märkte anscheinend eine Zinserhöhung in Deutschland erwarteten, deutlich über die – unveränderten – Tagesgeldnotierungen bzw. wichtigsten Notenbankzinsen. Anfang 1995 verkleinerte sich der Abstand in Deutschland und der Schweiz beträchtlich, wohingegen er sich in den Ländern erweiterte, deren Währung gegenüber der D-Mark unter Druck geriet.

Folgen für Durchführung und Wirkung der Geldpolitik

Auch wenn die Zentralbanken die Indikatoren der Markterwartungen durchaus beobachteten, fußten die zinspolitischen Beschlüsse in den meisten Ländern weiterhin überwiegend darauf, wie die Verantwortlichen die inflationären Risiken in der Volkswirtschaft einschätzten. In diesem Zusammenhang kann die Tatsache, daß die kurzfristigen Zinssätze bis zu einem bestimmten Grad auf Marktentwicklungen reagieren, entweder als hilfreich oder als hinderlich angesehen werden. Einerseits wirken sich die von der Geldpolitik beeinflussten kurzfristigen Notierungen gewöhnlich indirekt über die Zinssätze der Finanzinstitute und die Reaktionen der Terminalsätze am Geldmarkt auf die Wirtschaftsentwicklung aus. Die Aufwärtsbewegung der Terminalsätze am Geldmarkt im letzten Jahr kann in vielen Ländern, deren Wirtschaft sich kräftiger belebte als erwartet, als Unterstützung des restriktiven Kurses der Geldpolitik angesehen werden. War andererseits der Anstieg der Terminalsätze am Geldmarkt im Vergleich zu den Notenbankzinsen von einem Abwärtsdruck auf die Währung begleitet oder verstärkte noch die Probleme bei der Finanzierung der öffentlichen Haushalte, erschwerte dies die Durchführung der Geldpolitik.

Mögliche Auswirkungen eines Anstiegs der Anleiherenditen

Die ungewöhnliche Entwicklung bei den langfristigen Zinssätzen im letzten Jahr dürfte auch die Wirkung der Geldpolitik beeinflusst haben, obwohl hier ebenfalls verschiedene Interpretationen möglich sind. Der Anstieg der Anleiherenditen, der den Einfluß der unerwartet kräftigen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage auf die Realzinsen wiedergibt, kann dahingehend interpretiert werden, daß er ebenso wie die Zunahme der Terminalsätze am Geldmarkt einen wertvollen Beitrag zur monetären Restriktion leistete. Spiegeln die hohen langfristigen Zinsen jedoch zum Teil Erwartungen eines Inflationsanstiegs wider, dürfte natürlich der unmittelbare Einfluß auf die wirtschaftliche Aktivität begrenzt sein. Dagegen können sich in Ländern, wo die Erhöhung der Zinsen am langen Ende hauptsächlich auf Haushaltsungleichgewichte zurückzuführen ist oder eine Risikoprämie darstellt, die mittelfristigen Aussichten für eine tragfähige Erholung sogar verschlechtert haben.

Richtschnur für die Geldpolitik und monetäre Bedingungen

Verwendung von Zwischenzielen in der Geldpolitik

Die Zentralbanken einiger Industrieländer richten ihre Geldpolitik weiterhin stark an Zwischenzielen aus, um das eigentliche Ziel ihrer Politik zu erreichen. Zielvorgaben für Geldmengenaggregate werden noch in einer Anzahl von Ländern veröffentlicht und spielen vor allem in Deutschland weiterhin eine zentrale Rolle bei der Ausgestaltung und Darstellung der Geldpolitik. In den Ländern des EWS-Wechselkursmechanismus haben die Wechselkurse nach wie vor eine Schlüsselposition bei der Durchführung der Geldpolitik. In den übrigen Ländern wird die Geldpolitik an einem ganzen Bündel von Indikatoren ausgerichtet; allerdings nehmen die Entwicklungen an den Geld-, Kredit- und Devisenmärkten darunter in der Regel immer noch einen wichtigen Platz ein.

Geldmengen und Kreditaggregate

Viele Zentralbanken betrachten auch weiterhin bestimmte Geldmengenaggregate als hilfreiche Vorlaufindikatoren für die Wirtschafts- und die Preisentwicklung. Einige verwenden Geldmengenziele auch zur Verdeutlichung der angemessenen mittelfristigen Orientierung der Politik. In Deutschland bildet das Geldmengenziel weiterhin den Eckpfeiler der geldpolitischen Strategie, wird allerdings flexibel gehandhabt. Die Währungsbehörden in Frankreich, der Schweiz und Spanien formulieren ihre Ziele jetzt als mittelfristige Vorgaben für die monetäre Expansion, da sie der Ansicht sind, daß diese Zielvariable trotz der Verschiebungen bei der Geldnachfrage in den letzten Jahren immer noch eine nützliche Richtschnur im Hinblick auf die längerfristigen inflationären Wirkungen der Geldpolitik darstellt. Gleichwohl spielte die Entwicklung der Geldmengen bei der Festlegung der kurzfristigen Zinssätze in der letzten Zeit nur eine untergeordnete Rolle.

In den USA, wo die Umstrukturierung in den Bilanzpositionen des Industrie- und Finanzbereichs zunächst die wirtschaftliche Erholung bremste, gewannen im vergangenen Jahr Auftriebskräfte wieder die Oberhand. Die Kreditinstitute zeigten eine erhöhte Bereitschaft zur Mittelvergabe und lockerten ihre Kreditkonditionen deutlich. Die gewerblichen Kredite der Banken nahmen um 11% zu – auf Jahresbasis betrachtet der erste Anstieg seit mehreren Jahren –, und die Konsumentenkredite wurden kräftig ausgeweitet. In Verbindung mit einer Verschiebung der Kreditaufnahme der privaten Haushalte zugunsten zinsvariabler Hypothekarkredite erhöhten sich zum ersten Mal seit mehreren Jahren auch die Ausleihungen der Sparinstitute. Da jedoch die Kreditinstitute ihre Bestände an Staatspapieren reduzierten, blieb die Zunahme der gesamten Aktiva der Geschäftsbanken moderat. Die Wachstumsrate der weitgefaßten Geldmengenaggregate blieb niedrig, da sich die

Geldmengen- und Kreditentwicklung in den USA ...

Veröffentlichte Zielvorgaben für monetäre Aggregate						
Viertes Quartal gegen viertes Quartal des Vorjahres in Prozent ¹						
	USA			Japan	Deutschland	Frankreich
	M2	M3	TDNS	M2+CD	M3	M3
1994 Zielvorgabe ²	1–5	0–4	4–8	2–3	4–6	5
Ergebnis	1,0	1,4	5,2	2,7	5,7	1,1
1995 Zielvorgabe ²	1–5	0–4	3–7	3–4 ³	4–6	5
	Vereinigtes Königreich		Italien	Spanien	Schweiz	Griechenland
	M0	M4	M2	ALP	NBG	M3
1994 Zielvorgabe ²	0–4	3–9	5–7	3–7	1,6	8–11
Ergebnis	7,0	5,5	2,9	8,2	0,6	8,3
1995 Zielvorgabe ²	0–4	3–9	5	< 8	1	7–9

Anmerkung: TDNS = gesamte Verschuldung der nichtfinanziellen Sektoren am inländischen Kreditmarkt; M0 = monetäre Basis (in weiter Abgrenzung); ALP = liquide Mittel in der Hand von Nichtbanken; NBG = Notenbankgeldmenge.

¹ Spanien und Griechenland: Dezember gegen Dezember des Vorjahres; Ergebnis im Vereinigten Königreich: Zwölfmonatszeitraum bis März des folgenden Jahres. ² Vereinigtes Königreich und USA (TDNS): angestrebter Bereich („monitoring range“), Japan und (für 1994) Schweiz: nur Projektion. Die Werte für Frankreich, die Schweiz und Spanien für 1995 sind mittelfristige Vorgaben. ³ Zweites Quartal gegen zweites Quartal des Vorjahres.

Tabelle IV.2

Kreditinstitute in verstärktem Maße über Mittel refinanzierten, die nicht als Einlagen definiert sind, während sich der Anstieg der Geldmenge M1 und der monetären Basis abschwächte.

... Japan ...

Die Geldmengenaggregate in Japan sind seit einigen Jahren aufgrund von Finanzinnovationen, massiven Preisbewegungen bei den Vermögenswerten und Auswirkungen der Verluste im Kreditgeschäft auf das Verhalten der Geschäftsbanken verzerrt. Sie sind dementsprechend weiterhin schwierig zu interpretieren. Die beschleunigte Expansion von M1 und M2 im vergangenen Jahr könnte auf geringere finanzielle Hemmnisse für die Wirtschaftsbelegung hinweisen. Die Bankausleihungen entwickelten sich jedoch weiterhin sehr gedämpft. Die Kreditinstitute hatten Schwierigkeiten, die für die Abschreibung notleidender Kredite erforderlichen Rücklagen aufzubauen, und diese Probleme wurden durch die Auswirkungen des erneuten Aktienkursrückgangs 1994 und Anfang 1995 auf die Eigenkapitalausstattung verschärft.

... Deutschland ...

In Deutschland verlief die Entwicklung der Geldmenge M3 Anfang 1994 unter dem Einfluß von Sonderfaktoren, darunter Steueränderungen, deutlich oberhalb des von der Deutschen Bundesbank angestrebten Zielkorridors. Nachdem die Bundesbank die kurzfristigen Zinsen im Mai weiter gesenkt hatte, schwächte sich das Wachstum von M3 vor allem durch Verlagerungen von Bankeinlagen zu Kapitalmarktanlagen mit höheren Renditen ab und lag Ende 1994 wieder innerhalb des Zielkorridors. Ein anderer Einflußfaktor war der Erwerb von – den nicht in M3 enthaltenen – Anteilen an Geldmarktfonds durch Inländer, die in Deutschland erstmals im September 1994 zugelassen wurden und seit Januar 1995 von einer bevorzugten steuerlichen Behandlung profitieren. Ein neu abgegrenztes Aggregat „M3 erweitert“, das die von den inländischen Nichtbanken gehaltenen Anteile an inländischen und ausländischen DM-Geldmarktfonds sowie ihre Bankeinlagen bei Auslandstöchtern und -niederlassungen deutscher Banken umfaßt, nahm jedoch vom vierten Quartal 1993 bis zum vierten Quartal 1994 nur um 5½% zu.

Daß sich das Wachstum von M3 in den vergangenen drei Jahren tendenziell stets oberhalb des Zielkorridors der Bundesbank bewegte, könnte als Mahnung interpretiert werden, bei der Senkung der Zinssätze vorsichtig zu agieren. Die Steuerung von M3 hatte eindeutig einen wichtigen Einfluß auf die Zinspolitik des Zentralbankrats, was in den öffentlichen Verlautbarungen der Bundesbank zur monetären Expansion zum Ausdruck kam. Für 1995 hat die Bundesbank ihre Strategie der Festlegung eines Wachstumsziels für M3 bestätigt, sie wird aber auch die Entwicklung von „M3 erweitert“ in ihre Überlegungen einbeziehen.

Ungeachtet der wirtschaftlichen Belegung und – in einigen Fällen – der Verstärkung des Inflationspotentials verzeichneten viele europäische Länder im vergangenen Jahr niedrige Zuwachsraten bei den Krediten und der breit abgegrenzten Geldmenge. Da der wirtschaftliche Aufschwung überwiegend exportgestützt war, trug die Selbstfinanzierungskraft der Unternehmen mit dazu bei, die Nachfrage nach Bankausleihungen zu dämpfen, und der Wettbewerb der Banken um Nichtbankeinlagen war in einigen Ländern weniger lebhaft. In Italien kann das geringe Wachstum von M2 vorwiegend auf das im Vergleich zu den Zinsen für Bankeinlagen höhere Zinsniveau für Schatzwechsel und Schatzanleihen zurückgeführt werden. In Frankreich und der Schweiz trugen Finanzinnovationen oder steuerliche

... Italien ...

Änderungen zu der äußerst geringen Zunahme der als Zielgröße verwendeten Geldmengenaggregate bei. Im Vereinigten Königreich weitete sich die breit abgegrenzte Geldmenge im letzten Jahr nur mäßig aus. Die rasche Expansion von M0 könnte als Argument für die Notwendigkeit einer Straffung der Geldpolitik angeführt werden, doch die Bank of England wies darauf hin, daß die Entwicklung von M0 durch die Auswirkungen der niedrigeren Inflation auf die Bargeldnachfrage beeinflusst worden sein dürfte.

... Frankreich, der Schweiz und dem Vereinigten Königreich

Die Bank of Canada verwendet zwar keine Geldmengenziele, aber M2+, das im letzten Jahr wiederum nur leicht zunahm, wird als zuverlässiger Vorlaufindikator für die Inflation angesehen. Ebenso wie in Australien wurde die Kreditausweitung durch einen kräftigen Anstieg der Verschuldung der privaten Haushalte verstärkt, auch wenn sich die Wachstumsraten der Hypothekarkredite drastisch verringerten, was auf den Zinsanstieg im Verlauf des Jahres zurückzuführen war.

Wechselkurse

Der Wechselkurs gegenüber der D-Mark diente auch weiterhin als wesentliche Richtschnur der Geldpolitik in Österreich, den Niederlanden, Belgien, Dänemark, Irland und – in Verbindung mit Zielen für Geldmengen und Inflation – in Frankreich. In der Erweiterung der Bandbreiten im EWS-Wechselkursverbund auf $\pm 15\%$ im Jahr 1993 sahen die meisten Länder vor allem ein Mittel zur Bewältigung kurzfristiger spekulativer Attacken auf die Währungen im Wechselkursmechanismus. Als jedoch in Verbindung mit dem Aufwärtsdruck auf die D-Mark Anfang 1995 innerhalb des Systems Spannungen aufkamen, orientierte sich der Banco de España in seiner Zinspolitik weiterhin vorwiegend an den inländischen Inflationsaussichten. Im März wurde die spanische Peseta im EWS-Wechselkursmechanismus um 7% abgewertet. Zum gleichen Zeitpunkt wurde der Leitkurs des portugiesischen Escudo um 3,5% nach unten angepaßt. Trotz zeitweilig auftretenden kräftigen Drucks auf die Lira zielte die Zinspolitik auch in Italien auf die Verfolgung eines überwiegend an der Inflationsentwicklung ausgerichteten Kurses. In Norwegen blieb die Stabilisierung des Außenwerts der Krone auf mittlere Sicht ein wichtiges Ziel der Geldpolitik, wobei eine Wechselkursbindung nicht öffentlich bekanntgegeben wurde.

Verwendung von Wechselkurszielen

Monetäre Bedingungen

Die Wechselkurse spielen neben den Zinssätzen in nahezu allen Ländern eine wichtige Rolle bei der Beeinflussung der monetären Bedingungen. Die Wechselkurse haben einen direkten Einfluß auf das Kosten- und Preisniveau, und ihre Entwicklung muß bei der Betrachtung der Auswirkungen der Geldpolitik auf die Gesamtnachfrage berücksichtigt werden. Für den letztgenannten Zweck kann es nützlich sein, sich die realen Wechselkursbewegungen in Verbindung mit den realen Zinssätzen anzuschauen.

Da sich die Verbraucherpreissteigerung nicht nennenswert beschleunigte, bedeutete die Zunahme der Dreimonatszinssätze, die im letzten Jahr in den USA, dem Vereinigten Königreich, Kanada, Australien und Italien zu verzeichnen war, eindeutig einen Anstieg der Realzinsen. Die kurzfristigen Realzinssätze erschienen Anfang 1995 in Kanada, Australien, Schweden und Italien ziemlich hoch. In den meisten Ländern des EWS-Wechselkursmechanismus gingen sie 1994 zurück, zogen aber Anfang 1995 wieder an, als an den Devisenmärkten Spannungen

Entwicklung der Realzinssätze

Realzinssätze und reale Wechselkurse							
Land	Realer kurzfristiger Zinssatz ¹				Realer Wechselkurs ²		
	Stand ³		Veränderung ⁴		Veränderung ³		Stand ⁵
	März		März gegen März des Vorjahres		März		März
	1994	1995	1994	1995	1994	1995	1995
Australien	3,6	4,2	-0,6	0,6	- 2,8	- 3,0	88,6
Belgien	3,9	4,6	-1,6	0,7	- 1,4	4,9	107,3
Dänemark	4,4	4,7	-9,0	0,3	- 4,4	4,0	105,0
Deutschland	2,7	2,8	-1,1	0,1	- 1,1	8,1	114,4
Finnland	4,4	4,4	-1,8	-0,1	7,0	11,9	95,0
Frankreich	4,8	6,2	-4,4	1,5	- 2,6	3,0	105,3
Irland	4,6	4,5	-3,0	-0,1	- 3,2	1,2	94,4
Italien	4,2	6,1	-2,9	1,8	- 1,5	- 11,5	70,0
Japan	1,0	2,5	-1,1	1,6	10,9	6,0	131,7
Kanada	4,4	6,3	0,8	1,9	- 11,3	- 5,8	78,4
Niederlande	2,4	2,8	-2,8	0,4	- 0,8	6,1	109,6
Norwegen	4,2	2,7	-2,0	-1,5	- 5,2	4,5	97,8
Portugal	3,8	6,2	-4,1	2,4	- 6,9	6,4	103,5
Schweden	5,6	6,1	0,7	0,5	- 2,2	- 3,5	77,8
Schweiz	2,6	1,9	1,1	-0,7	6,3	7,5	116,2
Spanien	3,2	4,5	-7,5	1,3	-12,0	- 0,8	81,6
USA	1,3	3,3	1,3	2,0	0,5	- 3,4	100,0
Vereinigtes Königreich	2,7	3,9	0,2	1,2	3,2	- 3,3	85,0

¹ Dreimonatssatz abzüglich des Verbraucherpreisanstiegs der vorangegangenen zwölf Monate (Vereinigtes Königreich: Einzelhandelspreise ohne Hypothekenzinsen; Kanada: Verbraucherpreise ohne Nahrungsmittel und Energie). ² Gewogener Außenwert auf der Basis der relativen Verbraucherpreise. ³ Prozent. ⁴ Prozentpunkte. ⁵ Index: 1. Quartal 1992 = 100.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen. Tabelle IV.3

aufkamen. In Japan, Deutschland und der Schweiz blieben sie vergleichsweise niedrig.

Auswirkungen
von Veränderungen
der realen Wechsel-
kurse auf die
geldpolitischen
Rahmenbedingungen

Bis Anfang 1994 waren die geldpolitischen Rahmenbedingungen in Italien, Schweden, Spanien, Kanada und – in geringerem Umfang – im Vereinigten Königreich infolge der kräftigen Währungsabwertungen seit 1992 lockerer geworden, was sich auch weiterhin im Verhältnis der realen Wechselkurse zueinander zeigte. Wie in Kapitel VI dargelegt wird, werteten sich die Währungen dieser Länder sowie Australiens im letzten Jahr real weiter ab. In Verbindung mit der Zunahme der Realzinssätze trug dies natürlich zu beträchtlichen Unterschieden im Hinblick auf den Nachfragedruck im exponierten und im geschützten Sektor bei (s. Kapitel II), was die Abschätzung der wahrscheinlichen Auswirkungen der Geldpolitik auf die Inflation erschwerte. Ungeachtet einer realen Aufwertung der Währung, die sich 1994 trotz des Zinsrückgangs fortsetzte, kam es in Deutschland, Frankreich, Belgien und den Niederlanden zu einer exportgestützten Wirtschaftserholung. Wie sich die weitere Wertverbesserung der D-Mark und des Schweizer Frankens Anfang 1995 auswirken wird, bleibt abzuwarten. Die weit stärkere reale Aufwertung des japanischen Yen in den letzten Jahren dämpfte die potentiell nachfragebelebende Wirkung der relativ niedrigen Realzinsen in Japan ohne Zweifel beträchtlich.

Inflationsaussichten

Die Änderungen der Zinspolitik im vergangenen Jahr waren überwiegend durch das Bestreben bedingt, einen Anstieg der Inflation zu verhindern. Als die Geldpolitik in Frankreich, Deutschland, Belgien und den Niederlanden Anfang 1994 gelockert wurde, gab es keinerlei Anzeichen dafür, daß der Aufschwung von einer zunehmenden Inflation begleitet sein könnte. Die Straffung der Geldpolitik in den USA zielte darauf ab, einer Zunahme des inflationären Drucks zuvorzukommen. Durch die Verschärfung der Geldpolitik in einer Anzahl kleinerer Länder, deren Währung sich abgewertet hatte, sollte verhindert werden, daß die gestiegenen Einfuhrpreise auf die Verbraucherpreise überwältigt und höhere Lohnforderungen ausgelöst würden.

Inflationsdruck

Die am meisten beachteten Meßziffern der Inflation auf der Basis der Verbraucherpreisindizes blieben, wie Grafik IV.4 zeigt, im Frühjahr 1995 in vielen Ländern niedrig. Daß die Inflationsrate in Kanada im ersten Quartal 1994 auf Null zurückging, war zum Teil auf Steueranpassungen zurückzuführen, aber die jährliche Basisinflationsrate bewegte sich schon seit Anfang 1992 zwischen 1% und 2%. In Japan verlief der Anstieg der Verbraucherpreise Anfang 1995 weiterhin außerordentlich moderat; in Frankreich, Belgien, den Niederlanden, Dänemark und Österreich betrug er rund 2%. In den USA blieb er im dritten Jahr in Folge bei etwa 3%. In Deutschland kam die Geldpolitik bei der Rückführung des Verbraucherpreisanstiegs weiter voran.

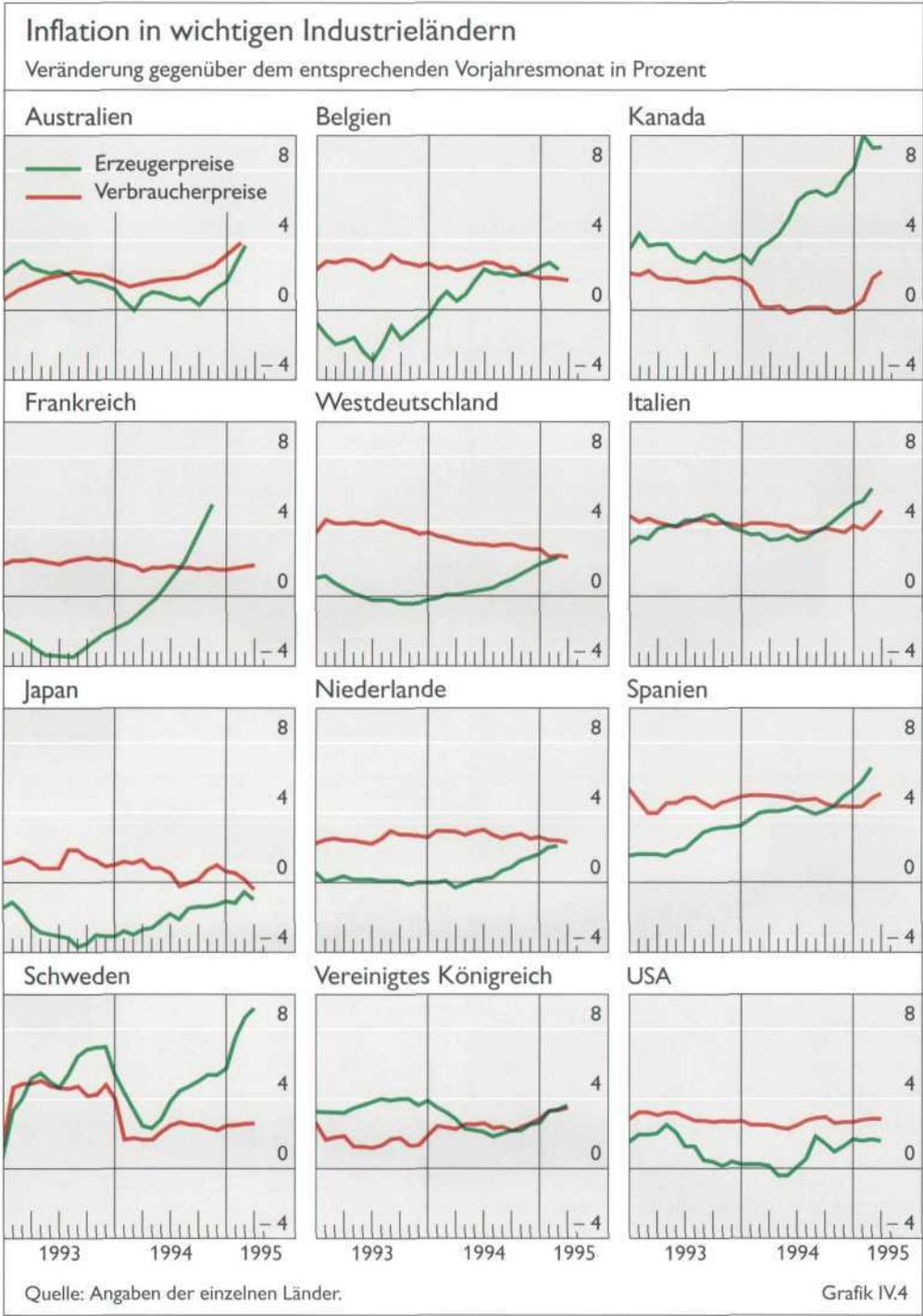
Gleichwohl gab es Anfang 1995 in einigen Ländern Anzeichen für einen aufkommenden Inflationsdruck. In Spanien und Italien hatte sich die Inflationsrate, gemessen an den Verbraucherpreisen, auf rund 5% erhöht. Im Vereinigten Königreich hatte die Inflation einigen Indikatoren zufolge allmählich zugenommen. Auch in Schweden gab es Hinweise auf eine leichte Verstärkung der Inflationstendenzen. Da die Verbraucherpreise den Preisdruck mit Verzögerung anzeigen, kann es sinnvoll sein, bei der Bewertung der Inflationsaussichten für die nähere Zukunft eher auf die Entwicklung der Erzeugerpreise zu schauen, die einen Anstieg des Inflationsdrucks manchmal schneller signalisieren.

Die Zunahme der Erzeugerpreise blieb Anfang 1995 in den meisten Ländern gering. In einigen Ländern verstärkte sie sich allerdings leicht, was vor allem auf das weltweite Anziehen der Rohstoffpreise zurückzuführen war. In den USA nahmen die Preise auf der Erzeugerstufe seit Mitte 1994 beschleunigt zu, und im Vereinigten Königreich wiesen sie ein mäßiges Wachstum auf. In Belgien und Deutschland kam der Rückgang der Erzeugerpreise Ende 1993 und Anfang 1994 zum Stillstand, und im Frühjahr 1995 erhöhten sich die Preise mit einer Rate von etwa 2%. In den ersten Monaten 1995 bewegte sich die Zunahme der Erzeugerpreise in Italien und Spanien in einem Bereich von etwa 5–6% und näherte sich in Schweden dem Wert von 9%. Auch in Finnland beschleunigte sich der Anstieg, jedoch von einer niedrigen Ausgangsrate aus. Eine Ausnahme bildete Japan, wo die Erzeugerpreise weiter zurückgingen. Die Preisentwicklung auf der Erzeugerstufe vermittelt den Eindruck, daß der Inflationsdruck größer sein dürfte, als es die Verbraucherpreise anzeigen.

Verbraucherpreisanstieg in vielen Ländern weiterhin gering ...

... aber in anderen Anzeichen für wachsenden Preisdruck

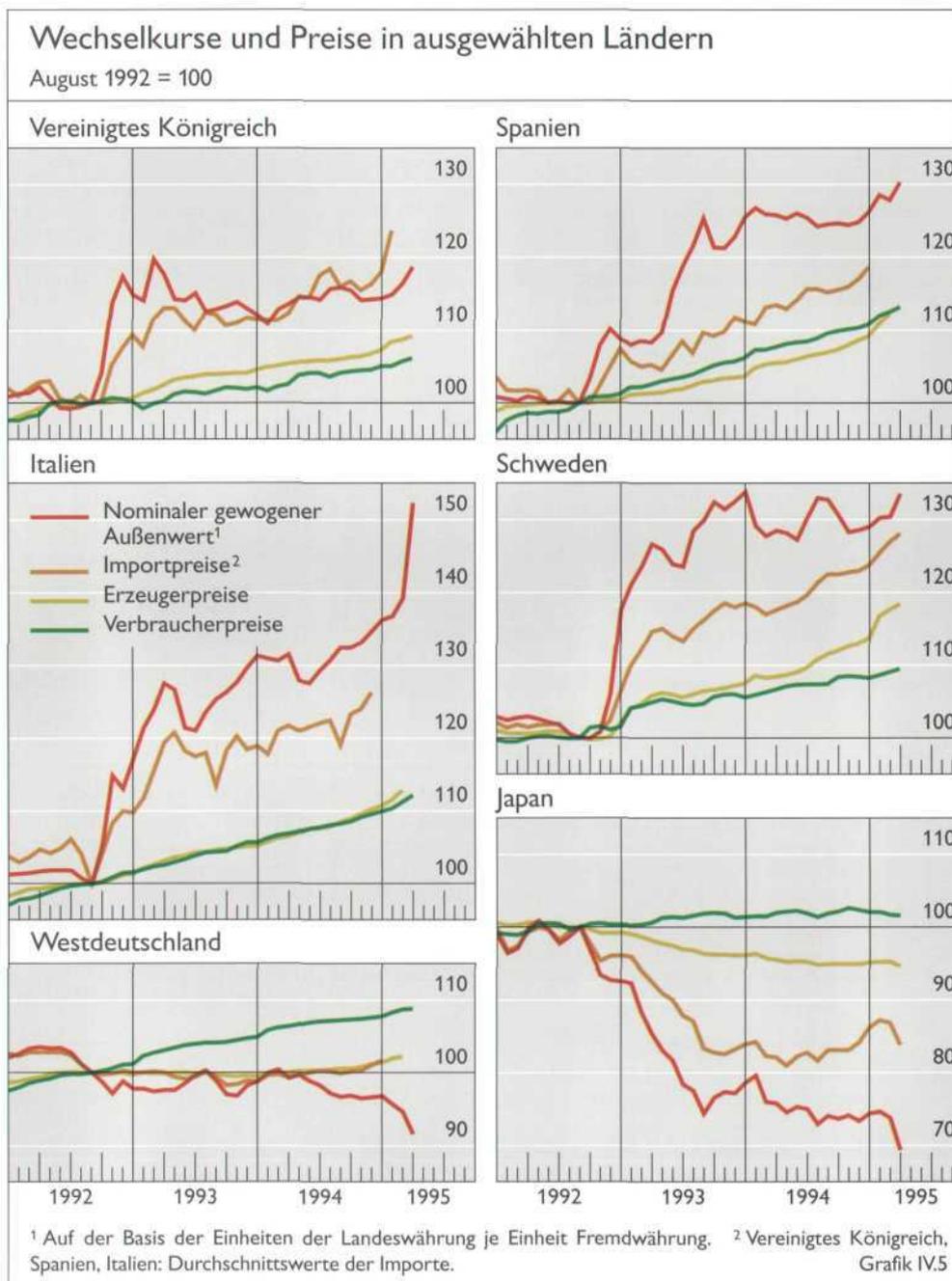
Erzeugerpreisanstieg mit deutlicheren Anzeichen einer Beschleunigung



Wechselkurs und Inflation

In Italien, Schweden, Spanien und dem Vereinigten Königreich unvollständige Weitergabe der Wechselkursänderungen ...

Der Anstieg der am meisten beachteten Meßziffern für die Inflation blieb auch in denjenigen europäischen Ländern begrenzt, deren Währung sich abgeschwächt hatte. Grafik IV.5 zeigt, daß die kumulierten Änderungen der Einfuhr-, Verbraucher- und Erzeugerpreise in Italien, Schweden, Spanien und dem Vereinigten Königreich von 1992 bis Anfang 1995 im Durchschnitt geringer ausfielen als die kumulierte Abwertung der Währung. Zum Teil kann dies strukturelle Verschiebungen im Einzelhandelsbereich widerspiegeln, die die ausgewiesene Inflationsrate beeinflusst haben. Darüber hinaus müssen Wechselkursänderungen in einer ungleichgewichtigen



Situation nicht unbedingt vollständig auf die Preise durchschlagen. Wenn sich die Gewinnspannen wegen der schwachen Inlandsnachfrage verringert haben, besteht jedoch insbesondere für stärker exportorientierte Volkswirtschaften eine gewisse Gefahr, daß die Währungsabwertung weitergegeben wird, sobald durch den Nachfragedruck die Kapazitätslücken annähernd geschlossen werden.

Im Unterschied hierzu scheinen die Inlandspreise in Finnland, Irland, Norwegen und Portugal, wo die Währung seit 1992 ebenfalls an Wert verloren hat, bereits größtenteils angepaßt zu sein. Während sich die Finnmark 1992 und 1993 in vergleichbarem Umfang effektiv abwertete wie die schwedische Krone und die italienische Lira, befestigte sie sich im Verlauf von 1994 beachtlich, so daß sich der Wertverlust seit August 1992 insgesamt auf rund 6–8% verringerte und sich damit in der gleichen Größenordnung bewegt wie der kumulierte Anstieg der Einfuhr-,

... aber stärkere Weitergabe noch möglich

In Finnland, Irland, Norwegen und Portugal Weitergabe offenbar abgeschlossen

Erzeuger- und Einzelhandelspreise. Auch in Irland kam es 1994 zu einer Höherbewertung der Währung, die den in den ersten acht Monaten von 1993 verzeichneten Wertverlust von 10% etwa zur Hälfte ausglich. Die Weitergabe an die Import- und Erzeugerpreise scheint schon stattgefunden zu haben. Auch in Portugal und Norwegen, wo die anfänglichen Abwertungen sehr begrenzt waren, sind die Preisanpassungen bereits abgeschlossen.

Aufwertung dämpft
Inflation in Japan ...

In Japan trug die Wechselkursentwicklung zum Nachlassen des Anstiegs der Verbraucherpreise bei. Durch die kräftige Aufwertung des Yen im ersten Halbjahr 1993 gingen die Import- und Erzeugerpreise zurück. Wie Grafik IV.5 zeigt, verringerten sich von Mitte 1992 bis Mitte 1994, als der gewogene Außenwert des Yen um 25% zunahm, die Einfuhrpreise um fast 20% und die Erzeugerpreise um 5%. Mit der Verlangsamung der Wertsteigerung des Yen in der zweiten Jahreshälfte 1994 kam der Rückgang der Erzeugerpreise zum Stillstand, und die Importpreise begannen sogar anzuziehen, worin sich der weltweite Anstieg der Rohstoffpreise niederschlug (s. Kapitel III). Auch in Deutschland begünstigte die Stärke der Währung über ihren dämpfenden Einfluß auf die Zunahme der Einfuhrpreise die Verbesserung der Inflationsdaten. Da jedoch ein Großteil der Aufwertung erst kürzlich erfolgte, ist es schwierig, die vollen Auswirkungen genau zu bewerten.

... und in Deutsch-
land

Inflationsprognosen des privaten Sektors

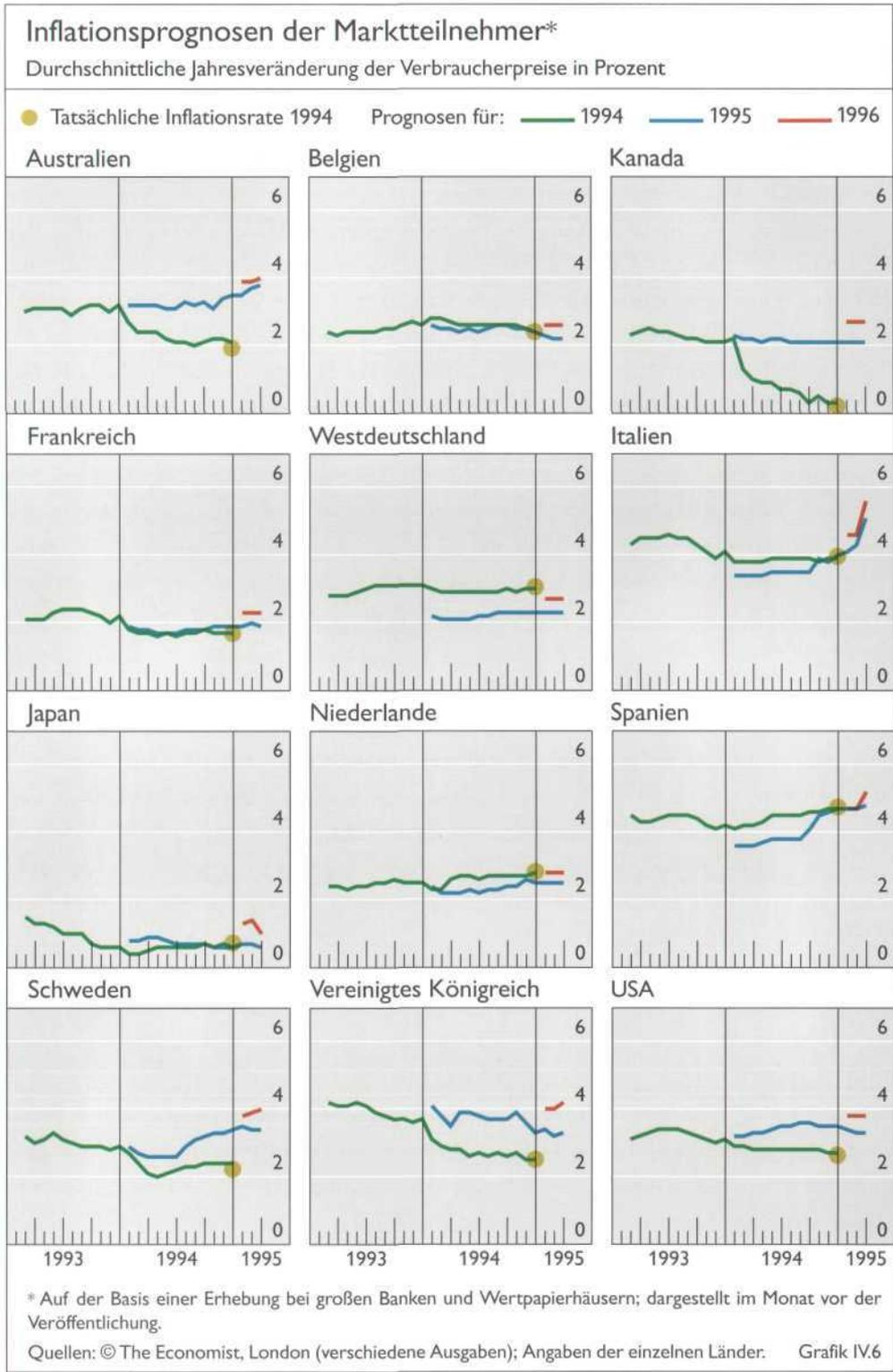
Die jüngsten Entwicklungen der Erzeugerpreise und – in einigen Fällen – der Wechselkurse deuten darauf hin, daß die Inflationsraten in den meisten Ländern 1995 wohl auf dem derzeitigen Niveau verbleiben oder leicht anziehen werden, wenn der Konjunkturaufschwung auf Kapazitätsengpässe stößt.

Prognosen des
privaten Sektors
erwarten für 1995
leichten Anstieg
der Inflation ...

Da die Preisbildung der Unternehmen und die Lohnforderungen der Gewerkschaften in besonderem Maße von den jeweiligen Preiserwartungen beeinflusst werden, können Inflationsprognosen von privater Seite den geldpolitischen Entscheidungsträgern wertvolle Hinweise über mögliche Änderungen hinsichtlich der Preiserhöhungen der Unternehmen und des Lohnkostendrucks liefern. Wie Grafik IV.6 verdeutlicht, gehen diese Prognosen davon aus, daß die Inflationsrate 1995 ansteigt oder im günstigsten Fall konstant bleibt. Im Frühjahr erstellt, signalisieren sie im Vereinigten Königreich eine Zunahme der Preissteigerung in Richtung auf den oberen Rand des Zielkorridors, der von der Regierung auf 1–4% festgelegt wurde, ebenso wie in Schweden, wo die Vorausschätzungen davon ausgehen, daß das von der Notenbank angestrebte Ziel für die Inflationsrate von 1–3% überschritten wird. In Spanien deuten die Prognosen darauf hin, daß die Preissteigerung 1995 höher sein wird als 1994. Eine leichte Beschleunigung wird auch in den USA erwartet sowie in Kanada, wo die Preissteigerungsrate den Vorausschätzungen zufolge wieder nahe bei 2% liegen wird. Für einige Länder wird dagegen angenommen, daß die Inflationsraten auf dem gegenwärtigen Niveau verharren oder sinken werden. In Belgien, Frankreich und den Niederlanden wird erwartet, daß sich die Inflationsrate 1995 im Vergleich zu 1994 kaum verändert. Den Prognosen zufolge rechnet man darüber hinaus damit, daß der Preisauftrieb in Deutschland auf das 2%-Niveau zurückgehen und in Japan unter 1% verbleiben wird.

... und für 1996
weitere Zunahme

Während die Prognosen des privaten Sektors für 1995 davon ausgehen, daß die Inflation in den meisten Ländern moderat bleibt, weisen sie für 1996 zumeist auf eine Verschlechterung der Preisentwicklung hin. Danach werden die Inflationsraten

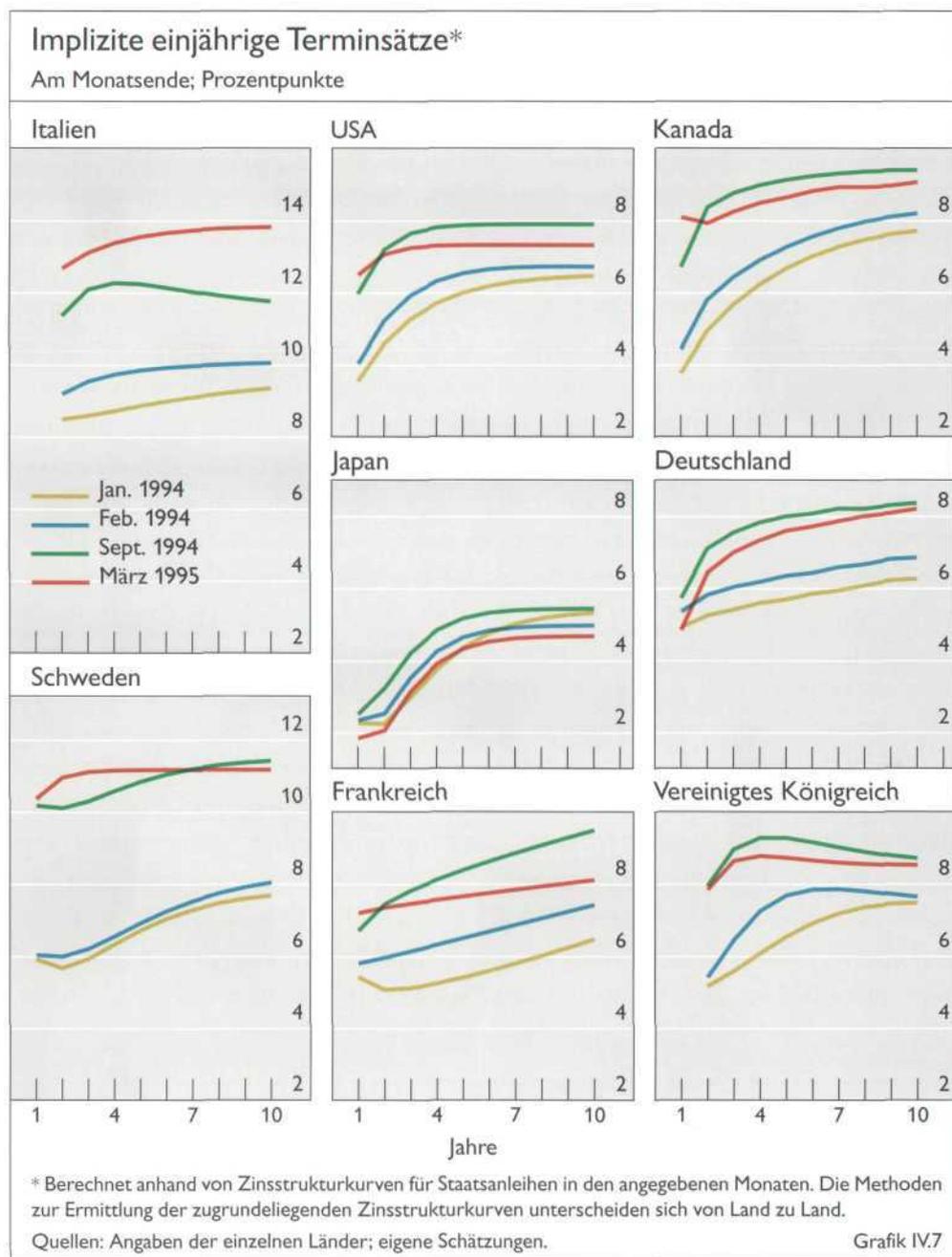


in den USA, im Vereinigten Königreich, in Australien und Schweden auf etwa 4% und in Italien und Spanien auf über 5% steigen. Eine Zunahme der Preissteigerungsrate wird auch in Kanada (auf 2,5%) und in Japan (auf ungefähr 1%) erwartet. In einer Reihe von Ländern sind die prognostizierten Zunahmen jedoch gering, und die Inflationsrate soll 1996 nicht höher sein als 3%. Die Vorausschätzungen des privaten Sektors in Deutschland spiegeln die Ansicht wider, daß jedem Anstieg der Inflation in die Nähe von Raten, wie sie Anfang der neunziger Jahre zu verzeichnen waren,

mit geldpolitischen Maßnahmen begegnet würde. Den Prognosen nach wird der Preisauftrieb in Frankreich weiterhin unter dem in Deutschland liegen, und die Inflationsraten in Belgien und den Niederlanden werden sich von 1995 auf 1996 wenig verändern.

Zinssätze und Inflationserwartungen

Berücksichtigt man die Zeitverzögerung, mit der geldpolitische Maßnahmen auf das Preisniveau durchschlagen, müssen die Auswirkungen der gegenwärtigen Geldpolitik über einen längeren zeitlichen Horizont beurteilt werden, als dies bei den oben dargestellten Inflationsprognosen der Fall war. Mehrere Zentralbanken haben in jüngster Zeit begonnen, Zinsterminsätze als Indikatoren für die längerfristigen Inflationserwartungen der Finanzmärkte zu verwenden. Grafik IV.7 zeigt



die Laufzeitenstruktur für einjährige Zinsterminnotierungen zu vier Zeitpunkten: im Januar und im Februar 1994, d.h. vor und nach der ersten Straffung der Geldpolitik in den USA, im September 1994, als die Aufwärtsbewegung der Anleiherenditen in den USA beendet war, und im März 1995.

Die Grafik verdeutlicht, daß sich die Zinsterminnotierungen in den fünfzehn Monaten bis März 1995 erhöht haben, sie weist aber auch auf beachtliche Unterschiede zwischen den Ländern hin. In Kanada, dem Vereinigten Königreich und den USA zogen die Terminalsätze für die nähere Zukunft, die von dem Aufschwung der Wirtschaftstätigkeit und der Straffung der Geldpolitik am ehesten beeinflußt werden, stärker an als die Notierungen für die fernere Zukunft. In Japan erfolgte der größte Anstieg in der Zinsterminstrukturkurve im Bereich zwischen vier und fünf Jahren, wobei sich die Sätze für die fernere Zukunft kaum verändert haben. In Schweden verschob sich die Laufzeitenstruktur der Zinsterminnotierungen von Januar bis September 1994 parallel nach oben, und die Zinsterminsätze für die nähere Zukunft stiegen anschließend weiter. In Deutschland erhöhten sich die Terminnotierungen für die Zinssätze in der näheren Zukunft nur wenig, während sie in dem Bereich, der die Zeitspanne in drei bis zehn Jahren umfaßt, etwa proportional zulegten. In Italien veränderten sich die Zinsterminsätze für die nähere Zukunft mehr als die für die fernere Zukunft, bis die letztgenannten nach September 1994 zu steigen begannen. In Frankreich war der Anstieg 1994 für den Zeithorizont drei bis vier Jahre zunächst etwas ausgeprägter. Seit September 1994 haben sich jedoch die Terminnotierungen für die fernere Zukunft zurückgebildet.

Um die Bedeutung dieser Entwicklung der Zinsterminsätze für die Inflationserwartungen interpretieren zu können, muß die Möglichkeit in Betracht gezogen werden, daß sich die erwarteten realen Renditen verändert haben könnten. Beispielsweise erhöhte sich die Fälligkeitsrendite von langfristigen indexierten Anleihen im vergangenen Jahr im Vereinigten Königreich um ungefähr 1% und in Kanada etwas mehr. Geht man davon aus, daß sich aus diesen Zunahmen auf die Veränderung der erwarteten realen Renditen in anderen Ländern schließen läßt, so dürfte etwa die Hälfte bis drei Viertel der Veränderungen der Zinsterminsätze für den Zeitpunkt in vier Jahren den Inflationserwartungen zugeschrieben werden können. In Japan läßt sich hingegen die Verschiebung in der Laufzeitenstruktur der Zinsterminsätze in vollem Umfang durch eine Veränderung der erwarteten Realzinssätze erklären. Unterstellt man für die Zukunft einen bestimmten Realzinssatz und eine Risikoprämie, dann kann das Niveau der Zinsterminnotierungen zur Beurteilung der Inflationserwartungen herangezogen werden. Selbst wenn für den erwarteten Realzins für Einjahresanlagen und die Risikoprämie zusammen ein hohes Niveau von beispielsweise 4% pro Jahr angenommen wird, deutet die Grafik darauf hin, daß in vielen Ländern die längerfristigen jährlichen Inflationserwartungen in einer Größenordnung von 4% oder darüber liegen.

Anstieg der Zinsterminsätze in vielen Ländern im Verlauf des Jahres ...

... deutet auf Zunahme der langfristigen Inflationserwartungen hin

Geldpolitik und Glaubwürdigkeit

Da sich im Laufe einer Wirtschaftserholung inflationäre Tendenzen entwickeln können, dürfte die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik immer mehr an Bedeutung gewinnen. Fehlende Glaubwürdigkeit löst Inflationserwartungen aus, die leicht nach oben revidiert werden können, was höhere Lohnforderungen nach sich zieht und

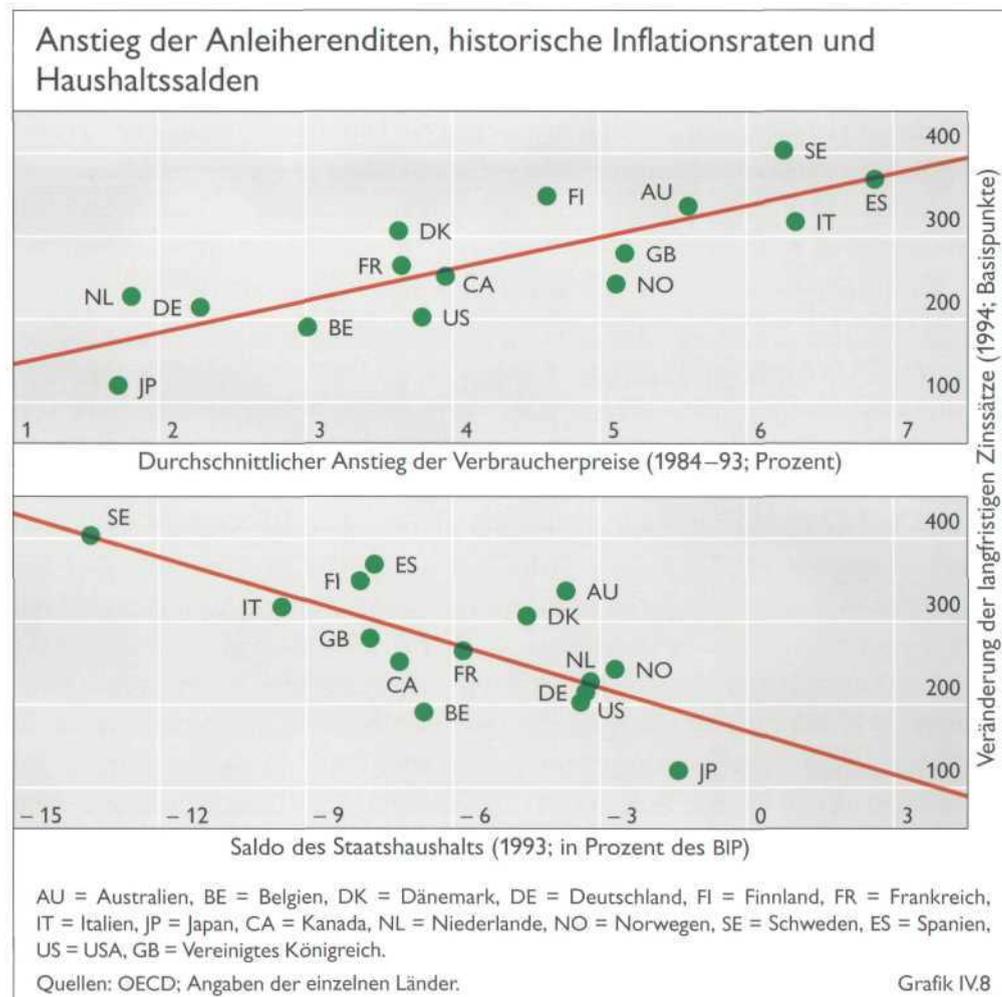
Glaubwürdigkeit immer wichtiger ...

die Kosten für die Inflationsbekämpfung in Form einer höheren Arbeitslosigkeit steigert. In ähnlicher Weise wird ein Mangel an Glaubwürdigkeit zu gestiegenen Realzinsen führen, wenn die Währungsbehörden entschlossen agieren, was seinerseits – vor allem in Ländern mit einer hohen Verschuldungsquote – beträchtliche negative Auswirkungen auf den öffentlichen Haushalt haben kann. Hat eine Zentralbank hingegen Glaubwürdigkeit erworben, kann sie die Geldpolitik vorübergehend zur Unterstützung der Wirtschaftsaktivität einsetzen, ohne daß ihre Verpflichtung auf die Preisstabilität in Zweifel gezogen wird. Andernfalls kann der Versuch, die Wirtschaftstätigkeit zu fördern, von der öffentlichen Meinung als Signal für eine nachlassende Verpflichtung auf das Ziel der Preisstabilität interpretiert werden.

Erhöhung der Glaubwürdigkeit

... aber möglicherweise schwierig zu erwerben angesichts hoher Inflationsraten in der Vergangenheit ...

Die beiden wichtigsten Faktoren, die die Glaubwürdigkeit einiger Zentralbanken gegenwärtig beeinträchtigen, sind die Inflationsraten der Vergangenheit und große öffentliche Defizite. Hohe Inflationsraten in der Vergangenheit werden von den Finanzmärkten im allgemeinen als Beweis dafür angesehen, daß die Währungsbehörden, sei es aus politischen oder aus operativen Gründen, nicht in der Lage oder nicht entschlossen genug waren, den Preisauftrieb niedrig zu halten. Erklärungen der Zentralbank, daß die Geldpolitik an der Sicherstellung einer niedrigen Inflationsrate ausgerichtet sei, werden unter diesen Umständen von der



Öffentlichkeit kaum ernstgenommen, und die Inflationserwartungen verbleiben auf einem hohen Stand. Große Defizite in den öffentlichen Haushalten und hohe Verschuldungsquoten (gemessen am BIP) dürften die Märkte als unvereinbar mit den Inflationszielen der Geldpolitik ansehen, was die Glaubwürdigkeit weiter untergräbt. Grafik IV.8 läßt darauf schließen, daß das Ausmaß des Anstiegs der langfristigen Zinsen im vergangenen Jahr sowohl mit der durchschnittlichen Inflationsrate im Zeitraum 1984–93 als auch mit den Haushaltsdefiziten in engem Zusammenhang steht. Die Finanzmärkte scheinen zu befürchten, daß sich die Inflation vom gegenwärtig niedrigen Stand auf ein näher am historischen Durchschnitt liegendes Niveau zubewegt, und sind schwerlich davon zu überzeugen, daß eine niedrige Inflationsrate bei hohen Haushaltsdefiziten auf Dauer aufrechtzuerhalten ist.

... und gegenwärtiger Haushaltsdefizite

Zwar entziehen sich die Ursachen der mangelnden Glaubwürdigkeit zum Teil der direkten Kontrolle der Zentralbank, doch hat sie mehrere Möglichkeiten, die Verbesserung der Glaubwürdigkeit zu beschleunigen. Ein klarer Auftrag des Gesetzgebers über das vorrangige Ziel der Geldpolitik oder eine Vereinbarung mit der Regierung hinsichtlich der Geldpolitik kann für die Herstellung der Glaubwürdigkeit hilfreich sein, insbesondere dann, wenn die Zentralbank nicht völlig unabhängig ist. Die Einführung formaler Inflationsziele, die der Öffentlichkeit die Möglichkeit geben, die Leistung der Zentralbank zu überwachen, kann ebenso zur Glaubwürdigkeit der Geldpolitik beitragen wie die Verwendung von Zwischenzielen, beispielsweise für Geldmengenaggregate oder Wechselkurse.

Erhöhung der Glaubwürdigkeit durch:
– klaren Auftrag an die Zentralbank

Da politische Faktoren für die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik eine wichtige Rolle spielen, kann eine Erweiterung der Befugnisse der Zentralbank, ihr Instrumentarium autonom einzusetzen, ebenfalls vorteilhaft sein. In einer Reihe von Ländern, darunter Frankreich und Spanien, wurde die Unabhängigkeit der Währungsbehörde kürzlich vom Gesetzgeber festgeschrieben, und einige andere Länder, wie z.B. das Vereinigte Königreich und Kanada, gewährten ihrer Zentralbank ein höheres Maß an Autonomie.

– stärkere Unabhängigkeit der Zentralbank

Ein angemessener Rahmen zur Durchführung der Geldpolitik ist ebenfalls eine Grundvoraussetzung für die Glaubwürdigkeit. Um jede Unklarheit über die eigentliche Absicht der Geldpolitik zu vermeiden, müssen Zwischen- und Endziele miteinander kompatibel sein; dies gilt vor allem dann, wenn mehr als ein Zwischenziel oder mehrere Endziele festgelegt werden. Es sollte auch versucht werden, den Zusammenhang zwischen den von den Währungsbehörden kontrollierten Instrumenten und den Zielen der Geldpolitik zu erläutern, um mehr Klarheit darüber zu schaffen, inwieweit die Zentralbank in der Lage ist, das Ziel zu erreichen. Wenn der geldpolitische Rahmen häufig geändert wird, dürfte schwierig zu demonstrieren sein, wie sehr die Verantwortlichen ihren Zielen verpflichtet sind.

– eindeutigen geldpolitischen Rahmen

Das Vertrauen in die Geldpolitik kann auch gestärkt werden, indem dafür gesorgt wird, daß die Öffentlichkeit die Ziele der Währungsbehörden und deren Verpflichtung auf diese Ziele in vollem Umfang versteht. Transparenz ist daher ein wichtiger Baustein für den Aufbau und die Bewahrung der Glaubwürdigkeit. Viele Zentralbanken erachten es als nützlich, ein breites Spektrum an statistischen Daten zu publizieren, die bei der Ausgestaltung der Geldpolitik eine Rolle spielen. Indem die Zentralbanken ihre geldpolitischen Erwägungen und Schlußfolgerungen veröffentlichen, können sie darlegen, wie sie die Wirtschaftsaussichten bewerten, warum bestimmte geldpolitische Maßnahmen ergriffen wurden und inwieweit sich

– größere Transparenz

diese auf ihre Fähigkeit auswirken, das angekündigte Ziel zu erreichen. Transparenz erlaubt es der Öffentlichkeit und dem Gesetzgeber außerdem, die Leistung der Zentralbank zu beurteilen.

Explizite Inflationsziele

Der bemerkenswerte Rückgang der Inflationsraten in den Industrieländern in den letzten Jahren ging Hand in Hand mit einer verstärkten Verpflichtung der Geldpolitik auf die Begrenzung der Inflation. Diese Verpflichtung ergibt sich aus dem zunehmenden Konsens darüber, was die Geldpolitik mittelfristig erreichen kann, und aus der stärkeren Beachtung der langfristigen Kosten der Inflation. Sie äußert sich immer öfter in der Bekanntgabe quantifizierter Inflationsziele. Die Veröffentlichung quantifizierter Ziele spiegelt die Ansicht wider, daß die Transparenz und die sich daraus ergebende Rechenschaftspflicht zu einer Stärkung der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik beitragen können.

In einigen Ländern
Bekanntgabe
expliziter
Inflationsziele

Nachdem Kanada und Neuseeland Anfang der neunziger Jahre Bandbreiten veröffentlicht hatten, die die Geldpolitik auf eine allmähliche Rückführung der Inflationsrate festlegten, wurden im Vereinigten Königreich, in Schweden und Finnland 1992, in Frankreich 1993 und in Spanien 1994 mittelfristige Inflationsziele eingeführt. In Italien spielen veröffentlichte Inflationsziele seit 1992 zunehmend eine Rolle in der allgemeinen Wirtschaftspolitik, vor allem der Lohnpolitik. In Australien wird mit dem Ziel lediglich ein Rahmen für die mehrjährige durchschnittliche Inflationsrate abgesteckt, der unter Berücksichtigung der Inflationsziele in den Handelspartnerländern mit unterdurchschnittlichen Preissteigerungsraten bestimmt wird.

In anderen nicht

Einige große Länder veröffentlichen kein explizites Ziel für die Inflationskontrolle. Das weitere Festhalten der Deutschen Bundesbank an Geldmengenzielen gründet sich auf die Überzeugung, daß die Inflation dauerhaft am besten eingedämmt werden kann, indem das Geldmengenwachstum in gewissen Grenzen gehalten wird. Bei der Ableitung des Geldmengenziels wird implizit eine mittelfristige Preisnorm quantifiziert, und die Verwendung eines Zwischenziels wird in vieler Hinsicht als vorteilhaft eingeschätzt. Die direkte Zielvorgabe für die Preissteigerung, ohne Verwendung von Zwischenzielen, wie sie einige Länder praktizieren, in denen die Geldnachfrage nicht so stabil ist wie in Deutschland, wird als weniger attraktiv angesehen. In den USA ist die Federal Reserve gesetzlich auf die Verfolgung dreier Ziele verpflichtet: hoher Beschäftigungsstand, stabile Preise und moderate langfristige Zinssätze. Ihr Vorsitzender hat jedoch gegenüber dem Kongreß oft darauf hingewiesen, daß Preisstabilität eine Voraussetzung für das Erreichen der beiden anderen Ziele ist. Unlängst wurden Vorschläge in den Kongreß eingebracht, den Notenbankauftrag so zu ändern, daß die Preisstabilität stärker hervorgehoben wird, aber das Thema bleibt kontrovers.

Mögliche Nachteile
der Veröffentlichung
spezifischer
Zahlen für das
Endziel

Die Veröffentlichung spezifischer Zahlen für das Endziel der Geldpolitik birgt ein allgemeines Problem, denn die Auswirkungen der Geldpolitik auf die Inflationsrate und der kurzfristige Einfluß anderer Faktoren auf die Preisindizes sind schwierig zu bewerten. Dementsprechend ist keineswegs sicher, daß es den Zentralbanken immer gelingen wird, die Inflationsrate in den durch die veröffentlichten Ziele vorgegebenen engen Bandbreiten zu halten. Es besteht daher eine gewisse

Veröffentlichte Inflationsziele						
Land	Ziel ¹	Periode ²	Fest- gesetzt von ³	Ziel- variable ⁴	Beob- achtete Variable ⁴	Zwischen- ziel ⁵
Vereinigtes Königreich	1–4	1–2½% bis 1997	R	RPIX	RPIY	M0, M3
Kanada	1–3	bis 1998	ZB/R	CPI	CPIXF	nein
Frankreich	< 2	ab 1995	ZB	CPI		M3, EWS
Italien	2	bis 1996	R	PCD	CPI	M2
Spanien	< 3	bis Ende 1997	ZB	CPI		ALP, EWS
Schweden	2±1	ab 1995	ZB	CPI	CPU1/2	nein
Finnland	2	ab 1995	ZB	CPIY		nein
Australien	2–3	mittelfristig	ZB		CPXI	nein
Neuseeland	0–2	ab 1993	R/ZB	CPIX		nein

¹ Jahresrate in Prozent. Italien: Die Zielvorgabe für 1995 beträgt 2,5%. Spanien: Für Anfang 1996 wird ein Ziel von 3,5–4% angestrebt. ² Vereinigtes Königreich: Ende der laufenden Legislaturperiode (spätestens Mai 1997); Kanada: ab 1998 soll ein mit der Preisstabilität verträgliches Ziel festgelegt werden; Australien: durchschnittliche Inflationsrate im Konjunkturzyklus. ³ R = Regierung; ZB = Zentralbank; Kanada und Neuseeland: Vereinbarung zwischen dem Zentralbankpräsidenten und dem Finanzminister. ⁴ RPIX = Zwölfmonatsveränderung der Einzelhandelspreise ohne Hypothekarzinsen; RPIY = RPIX ohne indirekte Steuern; CPI = Zwölfmonatsveränderung der Verbraucherpreise; CPIXF = CPI ohne bestimmte Nahrungsmittel, Energie und Änderungen der indirekten Besteuerung; PCD = Deflator des privaten Verbrauchs, durchschnittliche jährliche Veränderung; CPU1 = CPI ohne indirekte Steuern und Subventionen, indirekte Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum und den Einfluß der Abwertung der Krone; CPU2 = CPU1 ohne Heizöl und Treibstoff; CPIY = CPI bereinigt um indirekte Steuern, Subventionen und Kapitalkosten für Wohneigentum; CPXI = dem CPI zugrundeliegende Inflationsrate (bereinigt um Zinseinflüsse und verschiedene andere Posten); CPIX = CPI ohne Zinskosten für Wohneigentum. ⁵ M0 = monetäre Basis (in weiter Abgrenzung); EWS = Wechselkursziel innerhalb des EWS-Wechselkursmechanismus; ALP = liquide Mittel in der Hand von Nichtbanken.

Tabelle IV.4

Gefahr, daß eine Zielverfehlung der Glaubwürdigkeit schadet. In den Ländern, bei denen die Regierung die von der Zentralbank festgelegten Inflationsziele mitträgt, könnte die Unabhängigkeit der Geldpolitik bei einem Wechsel der Regierungspolitik in Frage gestellt werden. Ohne in diesen grundlegenden Dingen Position zu beziehen, werden im folgenden einige praktische Fragen diskutiert, die sich im Zusammenhang mit der Inflationssteuerung – einer jüngeren Entwicklung – ergeben haben.

Festlegung der Zielvariablen

In den meisten Ländern, die explizite Inflationsziele verwenden, besteht die mittelfristige Ausrichtung darin, eine niedrige Inflationsrate zu erreichen, wobei die Inflation über die Verbraucherpreise definiert wird. Der Verbraucherpreisindex ist nach einer angemessenen Zeit verfügbar, wird selten revidiert und ist ein weitverbreiteter Gradmesser der Inflation, vor allem bei Lohnverhandlungen. Verbraucherpreisindizes weisen wohl in unterschiedlichem Ausmaß eine Verzerrung nach oben auf, hervorgerufen u.a. durch die Verwendung anderer Produkte oder alternativer Vertriebssysteme im Einzelhandel aufgrund von Veränderungen der relativen Preise und durch die Unterschätzung von Qualitätsänderungen und des Nutzens aus der Einführung neuer Produkte. Dem kann Rechnung getragen werden, indem ein positiver Wert für das Inflationsziel festgesetzt wird. Könnte eine größere Genauigkeit der weitverbreiteten Inflationsmesser erreicht werden, müßten Meßverzerrungen nicht mehr im gleichen Maße gesondert in den Zielen berücksichtigt werden.

Verwendeter
Preisindex

Zeithorizont der
Ziele

Die Ziele werden in der Regel für einen mittelfristigen Zeithorizont formuliert, der lang genug ist, um die Wirkungsverzögerungen der Geldpolitik zu berücksichtigen, gleichzeitig aber kurz genug, um Anpassungen der Inflationserwartungen nach unten zu fördern. Während ein Punktziel ein deutlicheres Signal für die Rückbildung der Inflationserwartungen geben dürfte, lassen Zielkorridore, selbst wenn sie im Vergleich zur Variabilität der Inflationsraten in der Vergangenheit zumeist eng gesteckt waren, vorübergehende Preisschwankungen und eine gewisse Unsicherheit über die voraussichtlichen Auswirkungen der Geldpolitik auf die Inflation zu.

Maßzahlen für den
Inflationstrend und
Eventualklauseln

Die Berechnung der Preissteigerungen im Zwölfmonatsvergleich, wie sie im allgemeinen bei der Zielspezifizierung vorgesehen ist, glättet kurzfristige Preisschwankungen, auf die die Geldpolitik natürlich nicht reagieren sollte. Einige Zentralbanken rechnen aus den Inflationsmeßziffern, die sie als Ziel verwenden, die Preiselemente mit hoher Volatilität oder Posten mit starken periodischen Schwankungen heraus, die das laufende Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage auf gesamtwirtschaftlicher Ebene möglicherweise nicht richtig wiedergeben. Andere Zentralbanken greifen auf solche korrigierten Maße lediglich zur Schätzung des zugrundeliegenden Inflationstrends zurück. Hypothekarzinsen, die sich bei einer Straffung der Geldpolitik erhöhen, werden im Vereinigten Königreich, in Australien und Neuseeland, wo sie über die Berechnung der Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum in den Verbraucherpreisindex einfließen, herausgerechnet. Viele Zentralbanken korrigieren die Preisindizes um die direkten Preiswirkungen von Änderungen bei der indirekten Besteuerung. Die Bank of Canada hat jedoch angekündigt, daß sie Sekundäreffekte auf die Basisinflationsrate unter keinen Umständen akkommodieren wird. In Kanada und Neuseeland wurde eine Eventualklausel vereinbart, nach der zeitweilige Zielverfehlungen oder sogar eine Revision oder Aussetzung des Ziels erlaubt sind, wenn bestimmte Angebotsschocks eintreten, wie z.B. massive Änderungen der Preise für Öl oder andere Rohstoffe.

Unterscheidung
zwischen
Nullinflation und
Preisstabilität

Mit dem Rückgang der Inflation auf ein relativ niedriges Niveau haben Wirtschaftsexperten in akademischen Kreisen und andernorts begonnen, den Blick auf die Unterscheidung zwischen „Nullinflation“ und Preisstabilität zu richten. Orientiert man die Zielvorgabe an einer Inflationsrate von null, könnte sich die Basis verändern, wenn Einmaleffekte von Steueranpassungen oder Preisschocks bei der Zielberechnung berücksichtigt werden. Bei systematisch kontraktiven Angebotsschocks beispielsweise könnte es einen spürbaren Unterschied ausmachen, ob sich das Ziel an der Nullinflation oder an der Preisstabilität orientiert. Bisweilen wurde argumentiert, daß die Hauptkosten der Inflation in modernen Volkswirtschaften in der Aushöhlung der Zuverlässigkeit des Geldes als Rechnungseinheit liegen, und es wurde der Schluß gezogen, längerfristiges Ziel solle die langfristige Stabilität des Preisniveaus sein. Ein weiteres Argument ist, daß die Erwartung, Preisveränderungen infolge von Schocks würden sich später wieder zurückbilden, zu einer Stabilisierung der Volkswirtschaft und auch des Preisniveaus beitragen kann, wenn das Ziel für die Preisstabilität glaubwürdig ist. Als Gegenargument wurde angeführt, daß eine Ausrichtung der Geldpolitik am Ziel der Preisstabilität bisweilen den Rückgang des Preisniveaus bedingen könnte. Daraus erhebt sich die Frage, inwieweit die Preise nach unten flexibel sind und ob die Variabilität der Inflation und der Produktion kurzfristig zunehmen müßte, um ein solches Ziel zu erreichen. Da sowohl die

Schaffung einer Nullinflation als auch die Herstellung von Preisniveaustabilität einen grundlegenden strukturellen Wandel bedeuten, können aus der Vergangenheit wohl keine endgültigen Antworten abgeleitet werden.

Umsetzung von Strategien für Inflationsziele

Die Unterschiede bei der Umsetzung von Strategien zur Inflationsbekämpfung betreffen die Frage, ob bei der Ausgestaltung der Geldpolitik Zwischenziele verwendet werden und, wenn dies nicht der Fall ist, wie die Endziele am besten erreicht werden können. In Frankreich und Spanien werden die Inflationsziele durch die Wechselkursziele im EWS-Wechselkursmechanismus untermauert. Mittelfristige Vorgaben für Geldmengenaggregate bilden ebenfalls einen Maßstab für die mittelfristigen Auswirkungen der Geldpolitik auf die Inflation. In Neuseeland wird die Entwicklung des Wechselkurses innerhalb eines „komfortablen“ Zielbands als wichtigster Indikator für die geldpolitischen Bedingungen und den Inflationsdruck verwendet, um den direkten Effekten der Preise handelbarer Güter auf das inländische Preisniveau Rechnung zu tragen.

Die Zentralbanken des Vereinigten Königreichs, Kanadas, Schwedens und Finnlands nehmen Anpassungen der kurzfristigen Zinsen vor, um das Inflationsziel mittelfristig zu erreichen, indem sie sich auf zukunftsorientierte Verfahren, in die sie ein ganzes Bündel von Indikatoren einbeziehen, stützen. Wie die Zentralbanken die einzelnen Indikatoren nutzen, ist jedoch sehr unterschiedlich. Die Bank of Canada orientiert sich streng an modellgestützten Schätzungen über den Einfluß eines Nachfrage- oder Angebotsüberhangs auf den Inflationsprozeß, greift aber auch auf Geldmengenaggregate und die Zunahme der Gesamtnachfrage als ergänzende Indikatoren für die zukünftige Inflationsrate zurück. Für die kurze Sicht wird sowohl in Schweden als auch in Kanada ein Index herangezogen (definiert als gewichteter Durchschnitt aus kurzfristigen Zinssätzen und dem Wechselkurs), um zu beurteilen, ob die Geldpolitik mit den Zielen für die Gesamtnachfrage vereinbar ist. Die Bank of England prognostiziert die Wahrscheinlichkeitsverteilung der zukünftigen Inflation auf der Basis des gegenwärtigen geldpolitischen Kurses mit Hilfe formaler Modelle und eines Spektrums von Indikatoren, darunter den Immobilienpreisen, dem Wechselkurs und direkten Meßziffern für Preise und Kostenfaktoren. Die Prognosen spielen eine wichtige Rolle, wenn die Bank darüber urteilt, welche Geldpolitik dem Schatzkanzler empfohlen werden soll.

Der Unsicherheitsbereich der Prognose wird im Vereinigten Königreich – ebenso wie in Kanada, Neuseeland, Schweden und Spanien – in regelmäßigen Berichten zur Geldpolitik und Inflation diskutiert, die von der Zentralbank veröffentlicht werden. Der Öffentlichkeit soll bewußt gemacht werden, daß die Fähigkeit der Zentralbank, die Inflationsrate zu steuern, immer mit einer gewissen Unsicherheit behaftet ist. Auf diese Weise soll verhindert werden, daß bei unvermeidbaren Zielverfehlungen Zweifel an der Verpflichtung der Zentralbank auf die Inflationsbekämpfung aufkommen.

Vereinbarkeit anderer Politikbereiche mit Inflationszielen

Die Verantwortlichkeit für die Festlegung der Inflationsziele ist in den einzelnen Ländern unterschiedlich geregelt. Dies wirft die Frage auf, welche Bedeutung der Auftrag und die Unabhängigkeit der Zentralbank für die Glaubwürdigkeit der Geld-

Messung des Zusammenhangs zwischen den derzeitigen zinspolitischen Rahmenbedingungen und den künftigen Inflationsraten

Veröffentlichung von Inflationsberichten

Verpflichtung der
Regierungen auf
Inflationsziele

politik haben und wie ein breiterer politischer Konsens hergestellt werden kann, um eine abgestimmte Finanzpolitik zu gewährleisten.

In Frankreich und Spanien erhielt die Zentralbank durch das Gesetz, das ihre Unabhängigkeit herstellte, einen allgemeinen Auftrag zur Verfolgung der Preisstabilität. In Neuseeland wurde die Notenbank vom Gesetzgeber auf das Ziel der Preisstabilität verpflichtet, wie es in den vertraglichen Vereinbarungen mit dem Finanzminister zum Ausdruck kommt. Im Vereinigten Königreich wird das Inflationsziel vom Schatzkanzler festgelegt, und in Kanada erfolgt die Zielvorgabe durch die Bank of Canada in Abstimmung mit dem Finanzminister. In Finnland band sich die Regierung im Zusammenhang mit der Ankündigung von Kürzungen der Haushaltsausgaben selbst an das von der Zentralbank formulierte Ziel. In Schweden wurde das Ziel durch das oberste Entscheidungsorgan der Zentralbank einstimmig festgelegt, und es entspricht einem breiten politischen Konsens, da anschließend sowohl Regierung als auch Parlament ihre Unterstützung dafür erklärten. In Italien wurden die Ziele von der Regierung festgelegt, als 1992 die Lohnindexierung abgeschafft wurde; später wurden sie jedoch in die Zielvorgabe der Banca d'Italia für M2 integriert.

Eine allgemeine Verpflichtung auf die Inflationsziele seitens der Regierungen hat nicht in allen Fällen zu einem rechtzeitigen Einschwenken auf einen haushaltspolitischen Sparkurs geführt. In einigen Fällen trug jedoch die Anpassung der von der Regierung festgelegten bzw. von ihr beeinflussten Preise und Löhne an das Inflationsziel zu einem Rückgang der Haushaltsdefizite und zur Verringerung der nachfragedämpfenden Wirkung der Inflationsbekämpfung bei.

Gesamtnutzen
formaler Inflations-
zielstrategien

In Kanada, Neuseeland, dem Vereinigten Königreich, Schweden und Finnland bildeten sich die Inflationsraten stärker zurück, als dies nach der Ankündigung der Ziele erwartet worden war, wobei allerdings zu berücksichtigen ist, daß die wirtschaftliche Erholung unerwartet langsam war. Damit stellt sich nun die Frage, ob die durch die jüngsten Erfolge aufgebaute Glaubwürdigkeit die Inflationserwartungen begrenzen und so einen tragfähigen inflationsfreien Wirtschaftsaufschwung ermöglichen kann. Es wird notwendig sein, die Inflationsergebnisse des gesamten Zyklus abzuwarten, bevor es möglich ist, den Nutzen einer formalen Zielfestlegung für die Förderung einer höheren Preisstabilität zu bewerten.

V. Turbulenzen auf den Anleihemärkten

Schwerpunkte

In der Berichtsperiode sahen sich die Investoren auf den Anleihe- und Aktienmärkten mit der plötzlichen Umkehr der günstigen Marktverhältnisse der vorangegangenen Jahre konfrontiert. Vom Jahresbeginn 1994 an wurden die positiven Erwartungen vieler Marktteilnehmer durch eine Reihe von Ereignissen gründlich enttäuscht. Die Erwartungen waren allgemein darauf gerichtet gewesen, daß die Anleiherenditen in Europa weiterhin zurückgehen und in den USA nur leicht ansteigen würden. Statt dessen nahmen sie fast überall rasch zu, nachdem die Federal Reserve Anfang Februar ihre Geldpolitik gestrafft hatte. Die Erhöhung der langfristigen Zinsen führte in den Anlegerportefeuilles zu Werteinbußen, die zu den gewichtigsten der Nachkriegsperiode zählten, und brachte den steigenden Kurs-trend auf den Aktienmärkten zum Stillstand oder kehrte ihn um. Allgemein war man von der Hoffnung ausgegangen, daß sich die niedrige Inflation und ein entschlossenerer stabilitätsorientierter Kurs der Währungsbehörden in einer geringeren Marktvolatilität niederschlagen würden. Tatsächlich aber ging der Anstieg der Anleiherenditen mit einer deutlichen Zunahme der Volatilität einher. Darüber hinaus wurden einige der Länder am härtesten getroffen, die sowohl in historischer Betrachtung als auch hinsichtlich der Zukunftsaussichten zu den preisstabilsten zählten. Die aufstrebenden Volkswirtschaften hatten wegen ihrer konsequenten Politik der Strukturanpassung und angesichts ihrer jüngsten Wirtschaftsergebnisse eine ausgezeichnete Entwicklung erwarten lassen, doch sie gehörten zu den Ländern, die die schlechtesten Resultate verzeichneten. Sie blieben von den Erschütterungen auf den Anleihemärkten Anfang 1994 nicht verschont, und im Gefolge der Mexiko-Krise Ende 1994 und Anfang 1995 durchliefen sie eine besonders turbulente Phase.

Auch wenn der massive Zinsanstieg auf den Anleihemärkten nicht ganz ohne Beispiel in der Vergangenheit war, so war sein Ausmaß im historischen Vergleich doch außergewöhnlich groß. Zum Teil war er eine Reaktion auf die veränderten Wirtschaftsaussichten, wobei in erster Linie die unerwartete Stärke der konjunkturellen Erholung eine Rolle spielte. Am meisten waren die Länder betroffen, die in der Vergangenheit vergleichsweise hohe Inflationsraten verzeichnet hatten und einen Konsolidierungsbedarf im Staatshaushalt aufwiesen. Aber die Größenordnung und das weltweite Auftreten des Zinsanstiegs sind teilweise auch als Korrektur des auf Dauer nicht aufrechtzuerhaltenden außerordentlich niedrigen Zinsniveaus zu sehen (dies trifft besonders auf Europa zu). Zudem dürften bestimmte Handelsstrategien und Rechnungslegungspraktiken dazu beigetragen haben, die Anpassung zu beschleunigen und auszuweiten. In diesem Zusammenhang sind vor allem die sogenannten „Leverage“-Effekte oder Hebelwirkungen hervorzuheben, die sich aus dem Einsatz bestimmter Finanzmarktinstrumente ergeben.

Die kurzfristige Volatilität der Anleiherenditen erreichte Spitzen, die seit Anfang der achtziger Jahre nicht oft beobachtet worden waren. Im Zuge einer Trendwende zu sinkenden Anleihekursen ist ein ausgeprägter Volatilitätsanstieg erfahrungsgemäß nicht ungewöhnlich. Im Vergleich zu einer ähnlichen Marktphase Mitte der achtziger Jahre hielt er aber diesmal bemerkenswert lange an, und sein weltweites Auftreten ist schwieriger zu begründen. Die Erklärung scheint zum Teil in der verringerten Marktliquidität zu liegen, die sich als Folge hoher Verluste der Marktteilnehmer und des raschen Rückzugs ausländischer Investoren von wichtigen Märkten, darunter insbesondere Deutschland, ergeben hatte. Risikopositionen mit hoher Hebelwirkung könnten ebenfalls eine Rolle gespielt haben, weil sich dadurch die Verluste im Verhältnis zum eingesetzten Kapital erhöhten, was entsprechende Folgen für die Risikobeurteilung sowie die Leistungsfähigkeit als Marktmacher hatte.

Die Turbulenzen auf den Anleihemärkten in der Berichtsperiode lassen darauf schließen, daß ausgeprägte Preisausschläge im heutigen Finanzmarktgeschehen mit größerer Wahrscheinlichkeit eintreten und weitreichendere Auswirkungen haben als in der Vergangenheit. Auf makro- und mikroökonomischer Ebene müssen Maßnahmen ergriffen werden, die einander in ihrer Wirkung ergänzen und verstärken, damit die Vorteile der Finanzmarktliberalisierung und -innovation voll zum Tragen kommen und gleichzeitig möglicherweise auftretende Kosten in Grenzen gehalten werden können.

Aktienmärkte

Ende 1993 hohe Aktienkurse gemessen an den Gewinnen ...

Nach ihrem starken Anstieg im Jahr 1993 hatten die Aktienkurse zu Beginn des letzten Jahres auch im historischen Vergleich ein hohes Niveau erreicht. Ein Anziehen der Aktienkurse vor dem Einsetzen der konjunkturellen Erholung ist nicht ungewöhnlich, denn es entspricht dem nach unten gerichteten Zinsverlauf, der in der Talsohle des Konjunkturzyklus normalerweise auftritt. Dennoch stellte sich

Kurs-Gewinn-Verhältnisse ¹							
Land	Sept. 1987 ²	Spitzenwert 1983–93		Durchschnitt 1983–93	Dez. 1993	Dez. 1994	März 1995
		Stand	Monat				
USA	23	26	Aug. 1992	16	23	17	16
Japan	70	74	Juni 1987	44	57	66	59
Deutschland	15	25	Dez. 1993	14	25	16	13
Frankreich	14	17	Dez. 1993	12	17	13	11
Italien	15	44	April 1986	17 ³	18	18	18
Vereinigtes Königreich	18	21	Nov. 1993	14	20	18	17
Kanada	20	104 ⁴	Dez. 1993	30	104 ⁴	22	16
Belgien	15	16	Dez. 1993	11	16	15	14
Niederlande	15	16	Nov. 1993	11	16	14	13
Schweiz	14	17	Dez. 1993	11	17	14	15

¹ Verhältnis des Kurses zum ausgewiesenen Gewinn je Aktie. ² Monat vor dem weltweiten Börsenkrach. ³ Februar 1986–Dezember 1993. ⁴ Wegen Verlusten oder sehr niedriger Gewinne außergewöhnlich hoch.

Quelle: Datastream. Tabelle V.1

angesichts des Ausmaßes des Kursanstiegs die Frage, inwieweit die Kursentwicklung mit den Gewinnaussichten und den Renditen anderer Finanzanlagen vereinbar war.

Vor allem historische Vergleiche der Aktienrenditen ließen Zweifel an der Dauerhaftigkeit dieser Aktienkursbewertung aufkommen. Ende 1993 erreichten die Kurs-Gewinn-Verhältnisse in mehreren Industrieländern ihren Höchststand oder waren nahe daran (s. Tabelle V.1), darunter auch in den USA und dem Vereinigten Königreich, die sich schon mitten im wirtschaftlichen Aufschwung befanden. In den aufstrebenden Volkswirtschaften, vor allem in Südostasien, verlief die Entwicklung ähnlich.

Ein ganz anderes Bild ergab jedoch der Renditenvergleich zwischen Aktien und anderen Finanzanlagen. Eine nützliche Maßzahl für die vergleichende Bewertung ist der inflationsbereinigte Dividendenrenditenabstand. Dieser ist definiert als Differenz zwischen einem inflationsbereinigten langfristigen Zinssatz und der Dividendenrendite. Gemessen an diesem Indikator stand die Marktentwicklung durchaus im Einklang mit der historischen Erfahrung (s. Tabelle V.2). Zum größten Teil lag die Maßzahl sogar unter dem Durchschnitt des vorangegangenen Jahrzehnts.

Das Kursniveau auf den Aktienmärkten war zwar im Verhältnis zu den Gewinnen bereits als hoch einzustufen, stand aber durchaus nicht im Widerspruch zu den langfristigen Zinssätzen. Deshalb erschienen die Anleihemärkte auch ausschlaggebend für die zukünftige Entwicklung der Aktienkurse. Zunächst hatte der Anstieg der US-Anleiherenditen im Oktober 1993 keine großen Auswirkungen auf die Aktienkurse. Im Februar 1994 schwächten sich diese jedoch weltweit spürbar ab, nachdem sich die Anleiherenditen in den USA und in anderen Ländern im Anschluß an die Kursänderung in der US-Geldpolitik beträchtlich erhöht hatten. Als die Anleiherenditen im Jahresverlauf weiter zunahmen, verharrten die Aktienmärkte in mäßiger Verfassung (s. Tabelle V.3). Im ersten Quartal 1995 hatten die

... nicht aber im Vergleich zu den Anleiherenditen

Aktienmärkte in mäßiger Verfassung bei Anstieg der Anleiherenditen

Abstände der Dividendenrenditen zu den langfristigen Zinsen, inflationsbereinigt ¹							
Land	Sept. 1987 ²	Spitzenwert 1983–93		Durchschnitt 1983–93	Dez. 1993	Dez. 1994	März 1995
		Stand	Monat				
USA	2,4	5,1	Aug. 1983	1,5	0,3	2,2	1,6
Japan	4,5	5,4	Aug. 1983	3,1 ³	1,2	3,2	3,1
Deutschland	4,5	5,6	Nov. 1986	2,7	0,4	3,0	3,3
Frankreich	5,1	5,1	Sept. 1987	2,1	1,0	3,5	2,5
Italien	3,6	4,5	Aug. 1987	2,4	0,5	3,8	4,3
Vereinigtes Königreich	3,1	4,2	Sept. 1986	0,7	0,5	1,9	1,0
Kanada	4,1	6,0	Juni 1984	2,5	2,5	6,4	3,9
Belgien	3,6	4,4	Dez. 1986	2,0	1,0	3,3	3,1
Niederlande	3,4	3,6	Okt. 1987	1,3	-0,4	1,5	1,4
Schweiz	0,8	2,3	Nov. 1986	-0,6	-0,1	3,3	1,7

¹ Langfristiger Zinssatz abzüglich der Dividendenrendite sowie der Inflationsrate gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat. ² Monat vor dem weltweiten Börsenkrach. ³ August 1983–Dezember 1993.

Quellen: Datastream; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle V.2

Aktienindizes							
Land	Dez. 1992	Jan.	März	Juni	Sept.	Dez.	März 1995
		1994					
	Dezember 1993 = 100						
USA	93	103	96	95	99	99	107
Japan	91	113	109	116	110	108	91
Deutschland	68	96	94	89	89	93	85
Frankreich	82	103	92	83	83	83	82
Italien	73	107	116	112	111	103	98
Vereinigtes Königreich	81	104	93	87	90	90	92
Kanada	78	105	100	93	101	98	100
Australien	71	106	95	92	93	88	88
Belgien	77	104	99	96	93	94	87
Niederlande	68	104	96	92	96	101	96
Schweden	66	114	100	98	101	105	104
Schweiz	66	108	97	93	90	92	88
Spanien	67	111	99	93	92	88	83
Argentinien*	60	110	90	84	98	75	67
Brasilien*	52	130	137	106	192	168	114
Chile*	77	121	102	115	137	141	132
Mexiko	68	107	93	87	106	91	70
Venezuela	91	101	118	124	151	136	124
Hongkong	46	97	76	74	80	69	72
Korea	78	109	100	108	121	119	108
Malaysia	51	87	75	79	89	76	77
Singapur	63	96	86	92	96	92	86
Taiwan	56	101	87	98	117	117	108
Thailand	53	89	74	76	88	81	72

* IFC-Anlageindizes.
 Quellen: Internationale Finanz-Corporation (IFC); Angaben der einzelnen Länder. Tabelle V.3

Aktienkurse in den Industrieländern verglichen mit dem Beginn der Berichtsperiode im allgemeinen etwas nachgegeben. Die Kursabschwächung wäre vermutlich deutlicher ausgefallen, wenn sich die Gewinnprognosen nicht verbessert hätten und die wirtschaftliche Erholung in den USA, und nachfolgend in Europa, nicht unerwartet kräftig gewesen wäre.

Aufstrebende Märkte ebenfalls betroffen

Der Anstieg der Anleiherenditen hinterließ auch an den Aktienmärkten der aufstrebenden Volkswirtschaften seine Spuren. Als erste und zugleich am härtesten wurden jene Märkte getroffen, die 1993 von den Finanzanlagen ausländischer Investoren am meisten profitiert hatten und auf denen die Aktienkurse als vergleichsweise hoch eingeschätzt wurden, darunter einige Märkte in Südostasien. Die Aktienmärkte von Taiwan und der Republik Korea entwickelten sich in dieser Region am lebhaftesten. Dies war vermutlich zum Teil darauf zurückzuführen, daß sie wegen der Marktzutrittsbeschränkungen für Gebietsfremde vom Stimmungswandel ausländischer Investoren nicht so stark betroffen waren. Die Aktienmärkte in Lateinamerika schwächten sich im allgemeinen später ab, insbesondere im Zuge der Mexiko-Krise Ende 1994 und Anfang 1995.

Zwei Industrieländer, deren Aktienmärkte offensichtlich weniger empfindlich auf die internationale Aktienkursentwicklung reagierten, waren Italien und Japan. In Italien schwankten die Kurse entsprechend der sich rasch verändernden politischen Lage. In Japan dürfte der Kursverlauf von einer Reihe von Sonderfaktoren bestimmt gewesen sein: der Unsicherheit über die parlamentarische Zustimmung zu einem Ergänzungshaushalt zur Konjunkturbelebung (Anfang 1994), dem Scheitern der Handelsgespräche mit den USA (Mitte Februar und Anfang März), dem Auslaufen der Ausgabebeschränkungen bei Aktienneuemissionen (September) und schließlich dem Erdbeben in Kobe (Januar 1995). Über die gesamte Berichtsperiode betrachtet dürften in erster Linie die Aktienkäufe der Gebietsfremden den Markt gestützt haben. Die Nachfrage inländischer institutioneller und privater Anleger blieb gedämpft.

Bis Anfang März des laufenden Jahres waren die Kurs-Gewinn-Verhältnisse im allgemeinen leicht unter ihr Niveau vom Jahresende 1993 gefallen. Die wesentlichste Ausnahme stellte der japanische Markt dar, dessen Kurs-Gewinn-Verhältnisse sich trotz gesunkener Aktienkurse erhöht hatten. Die Dividendenrenditenabstände hatten sich dagegen – in einigen Fällen sogar beträchtlich – erweitert, weil die Aktienkurse auf den raschen Renditenanstieg an den Anleihemärkten nur in abgeschwächter Form reagiert hatten.

Anleihemärkte: Entwicklung der Renditen

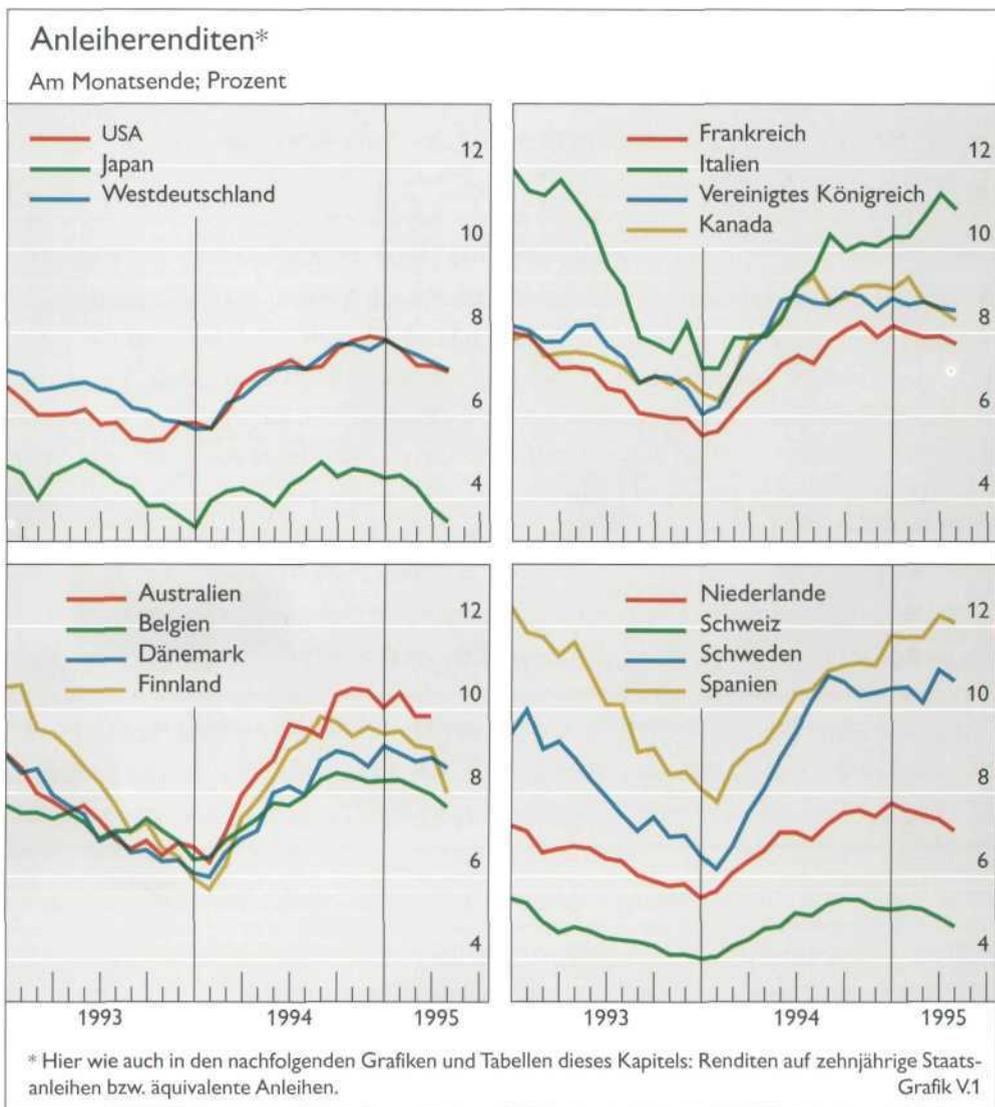
Das letzte Jahr stellte sich für die Investoren auf den Anleihemärkten als besonders schwierig heraus. Die weltweiten Kapitalverluste könnten sich nach einigen Schätzungen in der Größenordnung von US-\$ 1,5 Bio. oder fast 10% des gesamten Bruttoinlandsprodukts der OECD-Länder bewegt haben. Es war der größte Wertverlust, der seit mehr als einem Jahrzehnt in einem einzelnen Jahr verzeichnet wurde. Darüber hinaus bedeuteten die Vermögenseinbußen das Ende einer langen Phase steigender Kurse. Sie betrafen eine breite Anlegerschicht und bezogen sich auf Risikopositionen mit vergleichsweise starker Hebelwirkung. Auch in geographischer Hinsicht waren sie außerordentlich weit gestreut.

Die Entwicklung der langfristigen Anleiherenditen, die den Kursverlusten zugrunde lag, ist in Grafik V.1 dargestellt. Im Jahresverlauf 1994 erhöhten sich die langfristigen Zinssätze in den Industrieländern im allgemeinen um etwa 200–300 Basispunkte. Während der Zinsanstieg in Japan und der Schweiz mit rund 120 Basispunkten am schwächsten blieb, wiesen Schweden, Italien und Spanien mit 300–400 Basispunkten die stärkste Zunahme aus. Außer in Italien und Schweden, wo sich die Erhöhung fortsetzte, zogen die Anleiherenditen im ersten Quartal 1995 nicht mehr weiter an oder gingen sogar etwas zurück. Ausmaß und regionales Muster der Zinsentwicklung änderten sich jedoch nur unwesentlich. Die Ausnahme bildete Japan, wo die Anleiherenditen am Ende der Berichtsperiode weitgehend auf ihr Ausgangsniveau zurückgekehrt waren.

Die langfristigen Zinssätze erreichten in den USA bereits im Oktober 1993 ihren tiefsten Punkt, im Vereinigten Königreich und in Japan im Dezember. Auf allen anderen Märkten wurde die Talsohle im Januar 1994 durchschritten. Im Februar setzte überall eine rasche Aufwärtsbewegung ein, die durch den starken Zinsanstieg in den USA eingeleitet wurde. Die Renditenerhöhung verteilte sich

Sehr hohe Verluste auf den Anleihemärkten ...

... bei Anstieg der langfristigen Zinssätze



nicht gleichmäßig über den Rest des Jahres, sondern konzentrierte sich vor allem auf die drei Monate bis Ende April. Bis zu diesem Zeitpunkt war in der Regel mehr als die Hälfte des Zinszuwachses des gesamten Jahres erfolgt. Ihren Höchststand erreichten die langfristigen Zinssätze in den meisten Ländern Anfang November.

Zwischen den einzelnen nationalen Anleihemärkten verlief die Entwicklung der Anleiherenditen in der Berichtsperiode nicht immer im Gleichschritt. In der Anfangsphase der Aufwärtsbewegung war der Zinszusammenhang zwischen den Märkten am stärksten. Von Anfang Mai bis Anfang September gingen die langfristigen Zinssätze in den USA leicht zurück. In den übrigen Ländern setzten sie ihren Aufwärtstrend fort, wenngleich meist mit verlangsamter Geschwindigkeit. In Italien und Schweden erwies sich der Zinsanstieg in dieser Phase sogar als etwas kräftiger. Der vorübergehende Zinsrückgang in Japan im Frühjahr wurde auf anderen Märkten nicht nachvollzogen.

Trotz seines beträchtlichen Ausmaßes war der Zinsanstieg nicht ohne Beispiel in der Vergangenheit. So waren ähnlich starke Aufwärtsbewegungen über einen Zeitraum von drei Monaten Ende der siebziger und Anfang der achtziger Jahre

beobachtet worden. Die Zinskorrektur über das gesamte Jahr betrachtet hat weniger historische Beispiele, unterschied sich aber insgesamt auch nicht völlig von den bisherigen Erfahrungen. Dasselbe gilt für die parallelen Zinsbewegungen, die zwischen den Märkten beobachtet wurden. Die Korrelation zwischen den Änderungen der langfristigen Zinsen in den USA und auf den anderen Märkten im Jahr 1994 unterschied sich – zumindest bei einer Berechnung auf Monats- oder Wochenbasis – nicht wesentlich von ihren historischen Werten.

Dennoch waren die jüngsten Ereignisse in verschiedener Hinsicht bemerkenswert. Erstens vollzog sich der starke Zinsanstieg vor dem Hintergrund niedriger und noch weiter abnehmender Inflationsraten. Im Gegensatz dazu waren die beträchtlichen Zinserhöhungen der späten siebziger und frühen achtziger Jahre in einem inflationären Umfeld aufgetreten. Zweitens setzte der Kursrückgang auf den Anleihemärkten in höherem Maße als in der Vergangenheit in den einzelnen Ländern parallel ein. Seit den siebziger Jahren gab es nur einmal, nämlich 1986/87, eine solche weltweite Umkehr bei den Anleiherenditen. Allerdings lagen die Zinstäler auf den einzelnen Märkten damals zeitlich viel weiter auseinander, obwohl die Konjunktorentwicklung in den einzelnen Volkswirtschaften wesentlich synchroner verlief (s. Tabelle V.4). Drittens folgte die Baisse im vorigen Jahr zum ersten Mal in so vielen verschiedenen Ländern auf eine Verschärfung der Geldpolitik in den USA (am 4. Februar). Die Kursänderung in der US-Geldpolitik wurde überdies nicht sofort von den anderen Zentralbanken nachvollzogen. In Europa lockerten die Zentralbanken die monetären Bedingungen weiter, und in Japan blieb die Geld-

Atypische Merkmale des Anstiegs

Zwei Schwächephasen auf den Anleihemärkten im Vergleich: Zusammenhänge in den internationalen Zinszyklen						
Land	1986/87			1993/94		
	Renditen- tief	Vorlauf des US- Marktes ¹	Vorlauf des US- Leitzins- satzes ^{2, 3}	Renditen- tief	Vorlauf des US- Marktes ¹	Vorlauf des US- Leitzins- satzes ²
	Monat	Anzahl Monate		Monat	Anzahl Monate	
USA	Aug. 1986	–	– 7	Okt. 1993	–	–3
Japan	Mai 1987	9	2	Dez. 1993	2	–1
Deutschland	April 1986	–4	–11	Jan. 1994	3	0
Frankreich	Aug. 1986	0	– 7	Jan. 1994	3	0
Italien	Jan. 1987	5	– 2	Jan. 1994	3	0
Vereinigtes Königreich	April 1986	–4	–11	Dez. 1993	2	–1
Kanada	März 1987	7	0	Jan. 1994	3	0
Belgien	Aug. 1986	0	– 7	Jan. 1994	3	0
Dänemark	April 1986	–4	–11	Jan. 1994	3	0
Finnland	März 1986	–5	–12	Jan. 1994	3	0
Niederlande	Aug. 1986	0	– 7	Jan. 1994	3	0
Schweden	Okt. 1986	2	– 5	Jan. 1994	3	0
Spanien	Okt. 1986	2	– 5	Jan. 1994	3	0

¹ Anzahl der Monate, um die der Tiefpunkt am US-Markt dem des angegebenen Marktes vorgelagert ist.
² Anzahl der Monate, um die der Tiefpunkt der US-Leitzinssätze dem des angegebenen Marktes vorgelagert ist. Auf der Basis des Monats vor der Zinserhöhung (d.h. März 1987 bzw. Januar 1994).
³ Wird September 1986 als Bezugspunkt gewählt, sind dem Vorlauf fünf Monate hinzuzurechnen. Tabelle V.4

Veränderung der Anleiherenditen nach einer Straffung der US-Geldpolitik						
Datum	US	JP	DE	FR	GB	NL
	Veränderung innerhalb von vier Tagen in Prozent der Änderung des US-Leitzinssatzes ¹					
8. April 1987 ²	180	-24	20	24	72	16
30. März 1988	48	-84	8	-4	-56	-12
4. Februar 1994 ²	44	-28	84	44	100	64

Anmerkung: Länderabkürzungen s. Grafik V.2.
¹ Erhöhung jeweils um 25 Basispunkte. ² Wende in der US-Geldpolitik.
 Quellen: Datastream; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle V.5

politik im wesentlichen unverändert. Dabei reagierten die langfristigen Zinsen im Ausland – außer in Japan – auf die geldpolitischen Maßnahmen der Federal Reserve ungewöhnlich stark und sogar stärker als die US-Zinsen (s. Tabelle V.5).

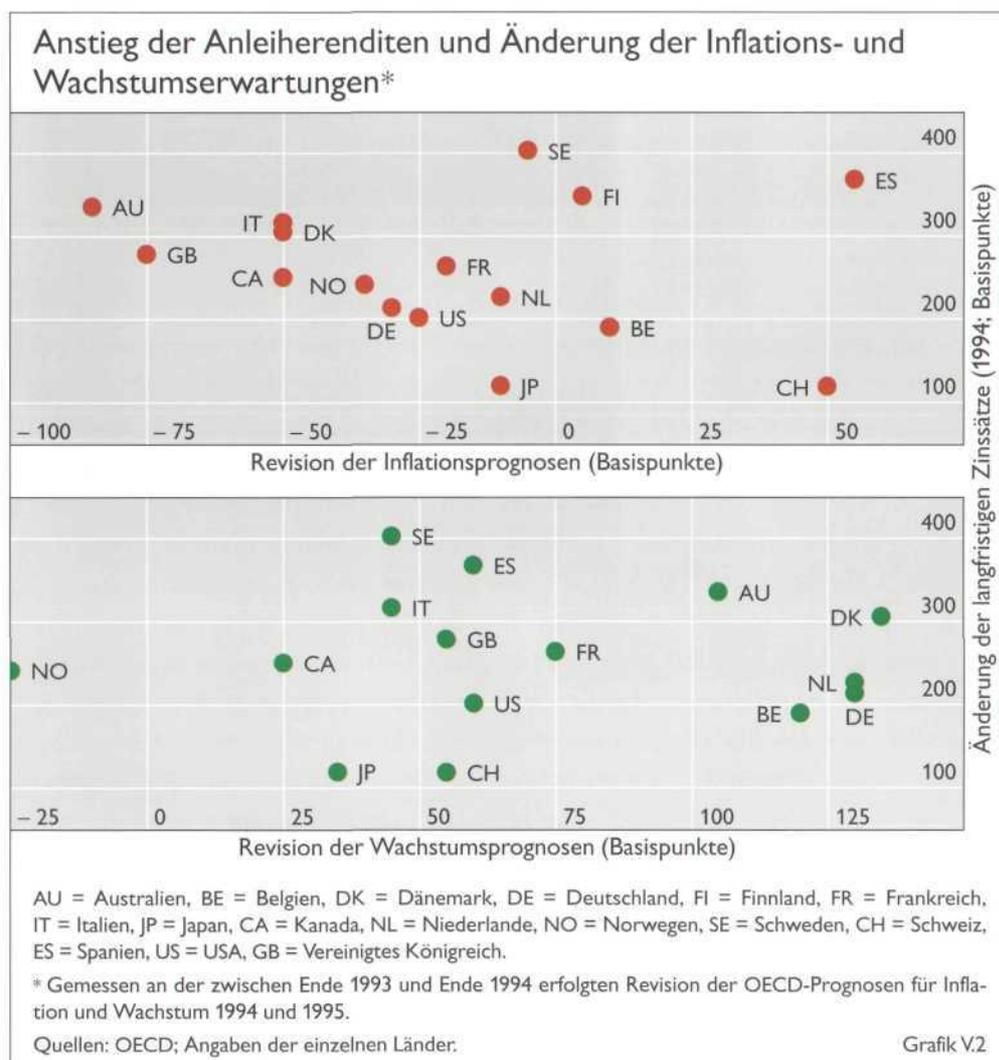
Die Zinsentwicklung des letzten Jahres wurde durch drei einander ergänzende Hypothesen zu erklären versucht. Erstens: Der Anstieg der langfristigen Zinsen könnte als begründete Reaktion der Märkte auf Änderungen der sogenannten Fundamentaldaten wie etwa der Inflation, des Wirtschaftswachstums und der Geldpolitik erfolgt sein. Zweitens: Der Zinsanstieg spiegelte möglicherweise eine Korrektur vorangegangener spekulativer Übersteigerungen wider, die die Zinsen auf ein Niveau fallen ließen, das nicht mehr aufrechtzuerhalten war. Drittens schließlich könnte er auch institutionelle Ursachen haben. Dabei könnten vor allem bestimmte Handelsstrategien eine Rolle gespielt haben, die die Marktinfrastruktur außerordentlich belasteten und bewirkten, daß die Preise wesentlich empfindlicher auf wirtschaftliche Veränderungen reagierten.

Eine Reihe von Ereignissen haben die Anleger vermutlich im Laufe des Jahres veranlaßt, ihre Einschätzung des gesamtwirtschaftlich gerechtfertigten Niveaus der langfristigen Zinsen zu ändern. Dies entspricht der ersten Hypothese. Noch bevor die Federal Reserve die Zinssätze in den USA anhub, löste in Japan die rasche Erholung der Aktienmärkte Zweifel aus, ob die Geldpolitik noch weiter gelockert würde, und es hieß, daß der Treuhandfonds des japanischen Finanzministeriums sein Programm zum Neuerwerb von Staatsanleihen revidieren würde. In den USA deuteten nach der Straffung der Geldpolitik in der zweiten Februarhälfte und im März einige Meldungen darauf hin, daß sich das Wirtschaftswachstum und möglicherweise auch die Inflation zügiger beschleunigt hatten, als vorausgesagt worden war. Auch im Vereinigten Königreich wurden etwa zur gleichen Zeit Zahlen veröffentlicht, wonach die Wirtschaft stärker als ursprünglich angenommen gewachsen sei. In Deutschland wurde Anfang März das kräftige Wachstum der Geldmenge M3 bekanntgegeben, nachdem die Geldpolitik Mitte Februar entgegen den Erwartungen nur moderat gelockert worden war. Im Frühjahr begann sich auf breiterer Front abzuzeichnen, daß die konjunkturelle Erholung in Europa früher und in stärkerem Maße als erwartet eingesetzt hatte. Im weiteren Jahresverlauf trübte die Unsicherheit über die Politik im allgemeinen und die Haushaltspolitik im besonderen die Aussichten für Anleger in einer Reihe von Ländern, vor allem in Italien, Kanada und Schweden.

Drei einander ergänzende Erklärungen für Anstieg der Anleiherenditen:

– veränderte Fundamentaldaten ...

Dieselbe Hypothese erklärt grundsätzlich auch die Entwicklung des Renditenanstiegs in den einzelnen Ländern (s. Grafik IV.8, S. 95). Es besteht ein allgemeiner Zusammenhang zwischen dem Ausmaß des Zinsanstiegs und einer Wirtschaftssituation, in der das Land dem Stimmungswandel der Anleger verstärkt ausgesetzt ist. Der Anstieg der Anleiherenditen fiel in jenen Ländern vergleichsweise hoch aus, die im vorangegangenen Jahrzehnt im Durchschnitt höhere Inflationsraten verzeichnet oder mit Haushaltsproblemen zu kämpfen hatten. Mäßige stabilitätspolitische Erfolge in der Vergangenheit dürften als Indiz dafür gesehen werden, daß der Preisauftrieb bei einer konjunkturellen Erholung künftig möglicherweise deutlicher ausfällt. Insbesondere könnte dadurch auch die Glaubwürdigkeit der Währungsbehörden beeinträchtigt werden, was ihre Fähigkeit betrifft, mit aufkommenden Inflationstendenzen fertig zu werden. Darüber hinaus könnten sich darin schlechte langfristige Aussichten für die betreffende Währung widerspiegeln. Ähnliche Schlußfolgerungen ergäben sich vermutlich auch bei der Betrachtung der Wechselkursentwicklung in der Vergangenheit. Ebenso könnten Haushaltsungleichgewichte dahingehend interpretiert werden, daß sie auf längere Sicht den Spielraum der Währungsbehörden für einen entschlossenen stabilitätsorientierten Kurs einschränken. Für die Mitglieder des EWS-Wechselkursverbands könnten sie



Zwei Schwächephasen auf den Anleihemärkten im Vergleich: Veränderung der Erwartungen

Land ¹	Änderung der Prognose für				Land ¹	Änderung der Prognose für			
	Wachstum		Inflation			Wachstum		Inflation	
	1987 ²	1994	1987 ²	1994		1987 ²	1994	1987 ²	1994
	Prozentpunkte					Prozentpunkte			
US	-1,25	0,80	1,00	-0,40	AU	-1,00	1,20	0,75	-1,60
JP	2,25	0,50	-0,50	-0,10	BE	-0,25	1,40	1,00	-0,10
DE	-1,50	2,00	0,75	-0,60	DK	-3,25	2,20	2,75	-0,90
FR	-1,25	1,10	0,75	-0,60	FI	1,25	3,80	0,25	0,30
IT	-0,25	0,50	1,75	-1,00	NL	0,75	1,90	-1,25	-0,10
GB	1,00	0,60	1,00	-0,80	SE	0,75	0,80	0,50	0,00
CA	1,00	0,40	1,75	-1,20	ES	1,25	0,90	-1,00	0,40

Anmerkung: Länderabkürzungen s. Grafik V.2.

¹ Norwegen und Schweiz: Renditen stabil oder rückläufig. ² Auf der Basis von OECD-Prognosen um die Zeit des Kurstiefs. Zeitpunkt des Kurstiefs auf den Anleihemärkten s. Tabelle V.4.

Quelle: OECD.

Tabelle V.6

auch als Gradmesser für die Wahrscheinlichkeit des Beitritts zur Währungsunion oder die Wahl des geeigneten Eintrittszeitpunkts herangezogen werden. Dort, wo die Gefahr einer untragbar wachsenden Staatsverschuldung größer ist, könnte ein Ungleichgewicht im Staatshaushalt für die Marktteilnehmer Anlaß zu Befürchtungen hinsichtlich möglicher Zahlungsschwierigkeiten sein.

Die *relativen* Unterschiede im Anstieg der langfristigen Zinssätze in den einzelnen Ländern könnten dadurch erklärt werden, daß die Märkte mancher Länder empfindlicher, die anderer Länder robuster auf ökonomische Veränderungen reagierten. Die *durchschnittliche* Stärke der Zinsreaktion allerdings kann nicht eindeutig darauf zurückgeführt werden, daß den Märkten neue Informationen bekannt wurden. Angesichts der offensichtlich stabilen Wirtschaftsaussichten zeigten sich viele Marktbeobachter vielmehr von der Größenordnung des Zinsanstiegs überrascht, vor allem in seiner Anfangsphase.

Die Veränderungen der *kurzfristigen* Inflationserwartungen (bezogen auf einen Zeitraum von zwei Jahren) können zur Erklärung des Zinsanstiegs nicht beitragen. Alles deutet darauf hin, daß die kurzfristigen Inflationserwartungen im Jahr 1994 im allgemeinen nach unten korrigiert wurden. Dies ergeben auch die Revisionen der OECD-Prognosen (s. Grafik V.2, oberes Bild). Die Befragungen der Marktteilnehmer zeigen weitgehend ähnliche Ergebnisse (s. Kapitel VI). Die wenigen Korrekturen nach oben wurden erst gegen Jahresende vorgenommen. Grafik V.2 belegt überdies, daß zwischen den länderspezifischen Revisionen der Inflationsprognosen der OECD und dem Anstieg der langfristigen Zinsen, wenn überhaupt, nur eine negative Korrelation besteht.

Zieht man den allgemeinen Kursrückgang auf den Anleihemärkten in den achtziger Jahren als Vergleichsmaßstab heran, so ist die ungewöhnliche Marktentwicklung im vergangenen Jahr sogar noch deutlicher sichtbar. Damals wurden die kurzfristigen Inflationserwartungen in den meisten Fällen nach oben korrigiert (s. Tabelle V.6). Ganz anders als diesmal orientierte sich der Anstieg der langfristigen Zinsen außerdem in viel stärkerem Maße an der Inflationsentwicklung

... wie kurzfristige
Inflations-
erwartungen ...

Zwei Schwächephasen auf den Anleihemärkten im Vergleich: Zusammenhang mit der Inflationsentwicklung									
Land	Zeit- raum	Vor- lauf ¹	Nominalrendite			Inflationsbereinigte Rendite ²			Ur- sprügl. Niveau
			Veränderung nach			Veränderung nach			
			1 Monat	6 Monaten	1 Jahr	1 Monat	6 Monaten	1 Jahr	
		Monate	Basispunkte						Prozent- punkte
US	80er Jahre	4	50	24	205	32	-29	-66	5,4
	90er Jahre	7	40	162	238	47	201	252	2,7
JP	80er Jahre	- 4	87	141	96	55	66	75	3,8
	90er Jahre	7	63	101	119	44	149	157	2,3
DE	80er Jahre	8	50	72	12	50	132	2	5,9
	90er Jahre	>12	59	142	190	69	198	308	2,3
FR	80er Jahre	0	24	127	228	-1	-15	78	5,6
	90er Jahre	2	48	155	225	58	175	246	4,0
IT	80er Jahre	5	6	112	51	37	121	5	5,3
	90er Jahre	6	17	208	319	18	265	354	3,0
GB	80er Jahre	4	33	234	24	53	235	- 3	5,3
	90er Jahre	9	17	284	278	1	311	299	3,4
CA	80er Jahre	- 2	116	266	137	76	234	135	4,1
	90er Jahre	9	55	297	295	163	413	365	5,1

Anmerkung: Länderabkürzungen s. Grafik V.2.
¹ Vorsprung des Tiefs der Anleiherenditen gegenüber dem Tief der Inflationsrate. ² Anleiherenditen abzüglich der Verbraucherpreissteigerung im Zwölfmonatsvergleich (Vereinigtes Königreich: ohne Hypothekarzinsen).
Tabelle V.7

(s. Tabelle V.7). Insbesondere ging der Tiefpunkt im langfristigen Zinszyklus der Talsohle der Inflation um eine geringere Zahl Quartale voraus, d.h. die Vorlaufzeit der Zinsen war kürzer, und nach einem Jahr hatte die Beschleunigung der Inflationsrate den Zuwachs der langfristigen Zinsen weitgehend oder vollständig ausgeglichen. Diesmal war hingegen nach einem ähnlich langen Zeitraum bei weitem kein voller Ausgleich zu verzeichnen. In den USA kündigte sich – wie die Finanzmarktgeschichte zeigt – der Beginn eines Kursrückgangs wiederholt dadurch an, daß die Umkehrpunkte der Anleiherenditen und der Inflation sehr nahe beieinander lagen.

Empirisch läßt sich der Zusammenhang mit den revidierten Erwartungen hinsichtlich der Fundamentaldaten viel deutlicher nachweisen, wenn der Anstieg der Anleiherenditen bezogen wird auf die Veröffentlichung neuer Zahlen über das Produktionswachstum, die auf einen möglichen Preisauftrieb über den Zweijahreshorizont hinaus oder auf die stärkere Auslastung der realwirtschaftlichen Kapazitäten mit einem nachfolgenden Anstieg der Realzinsen hindeuten können (s. Kapitel II). Sowohl die OECD-Prognosen als auch die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich des kumulierten Wirtschaftswachstums in den Jahren 1994 und 1995 wurden im Laufe des Jahres 1994 nach oben korrigiert (s. Grafik V.2, unteres Bild, und Grafik V.3). Außerdem waren die Wirtschaftszahlen durchaus günstig im Vergleich zur Periode steigender Anleiherenditen 1986/87, als sich die Wachstumsaussichten in einigen Ländern sogar verschlechtert hatten (s. Tabelle V.6). Dennoch bleiben einige Fragen offen. Die Analyse der Revisionen

... Produktionswachstum ...

der Wachstumsprognosen nach Ländern gibt keinen Aufschluß über das Muster des internationalen Renditenanstiegs (s. Grafik V.2). Überdies trat in Europa der erste Zinsschub zumeist bereits ein, bevor es konkrete Anzeichen einer unerwartet starken konjunkturellen Erholung gab. Auch in den USA, wo der internationale Zinsauftrieb seinen Ausgang nahm, haben die Marktteilnehmer ihre Wachstumserwartungen für 1995 offensichtlich erst gegen Jahresende – und dann nur geringfügig – korrigiert.

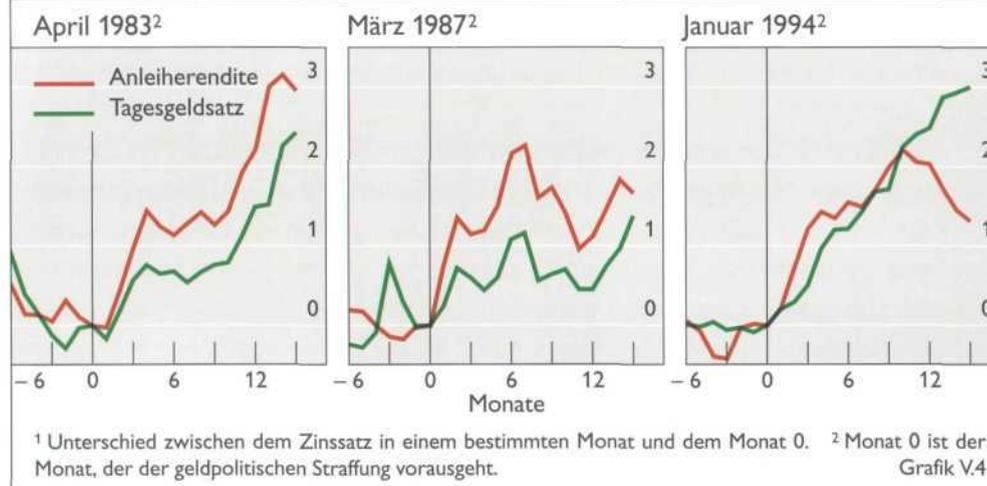
... und Geldpolitik

Die Effekte veränderter monetärer Bedingungen ergeben im historischen Vergleich ebenfalls kein einheitliches Bild. Die Erhöhung der Anleiherenditen in den USA war durchaus schon bei vorangegangenen geldpolitischen Kursänderungen beobachtet worden, auch wenn sie diesmal beträchtlich ausfiel (s. Grafik V.4). Die restriktivere Geldpolitik war ein unmißverständliches Signal dafür, daß sich die Aufwärtsbewegung der kurzfristigen Zinsen fortsetzen würde. Aber es ist nicht eindeutig festzustellen, wie stark dieser Kurswechsel die Marktteilnehmer überraschte. Es gibt Anzeichen, daß die Straffung der monetären Bedingungen seit einiger Zeit erwartet worden war (s. Kapitel IV), wobei ihr Ausmaß durchaus jenem vorangegangener geldpolitischer Kursänderungen entsprach. Schwer zu erklären ist allerdings, daß die Anleiherenditen außerhalb der USA so heftig reagiert haben, vor allem wenn man die Unterschiede im Konjunkturverlauf und in den monetären Bedingungen in den einzelnen Ländern in Betracht zieht.



Schwächephasen auf den US-Anleihemärkten im Vergleich: Zusammenhang mit dem Tagesgeldsatz

Prozentpunkte¹



Insgesamt ergibt die vorstehende Analyse, daß entweder die Anleiherenditen nicht allein auf veränderte Fundamentaldaten reagiert haben oder die Finanzmärkte zukunftsorientierter geworden waren und auf frühe Anzeichen weiter in der Zukunft liegender Ereignisse reagierten.

Es gibt aber auch Ansätze dafür, die Erklärung für die Zinsentwicklung 1994 zum Teil im Jahr 1993 zu suchen. Denn eine Reihe von Faktoren läßt darauf schließen, daß der weltweite Zinsanstieg bis zu einem gewissen Grad eine Zinskorrektur darstellte, nachdem die Zinsen auf ein Niveau gefallen waren, das nicht aufrechtzuerhalten war. Dies ist die zweite Hypothese. Erstens waren die inflationsbereinigten Anleiherenditen offensichtlich in einer Reihe von Ländern im Vergleich zum vorangegangenen Jahrzehnt niedrig (s. Tabelle V.8). Zweitens ergeben statistische Untersuchungen, daß die Anleiherenditen in einigen Ländern

– frühere über-
zogene Zins-
ausschläge ...

Langfristige Zinssätze, inflationsbereinigt¹

Land	Durchschnitt 1983–92	Tief der Anleiherenditen ²	März 1995	Land	Durchschnitt 1983–92	Tief der Anleiherenditen ²	März 1995
US	5,3	2,7	4,3	AU	6,2	5,0	6,0
JP	4,2	2,3	4,1	AT	5,1	2,8	5,0
DE	5,2	2,0	5,0	BE	6,1	4,1	6,4
FR	5,6	3,7	6,1	DK	6,8	4,2	6,3
IT	5,5	3,0	6,4	NL	5,7	2,4	4,8
GB	4,4	3,4	5,8	SE	5,2 ³	4,6	8,1
CA	5,8	5,1	6,3	ES	5,9	2,8	7,0

Anmerkung: Länderabkürzungen s. Grafik V.2; AT = Österreich.

¹ Anleiherenditen abzüglich der Verbraucherpreissteigerung im Zwölfmonatsvergleich (Vereinigtes Königreich: ohne Hypothekarzinsen). ² Tiefstand der nominalen Anleiherendite Ende 1993/Anfang 1994.

³ Seit März 1984.

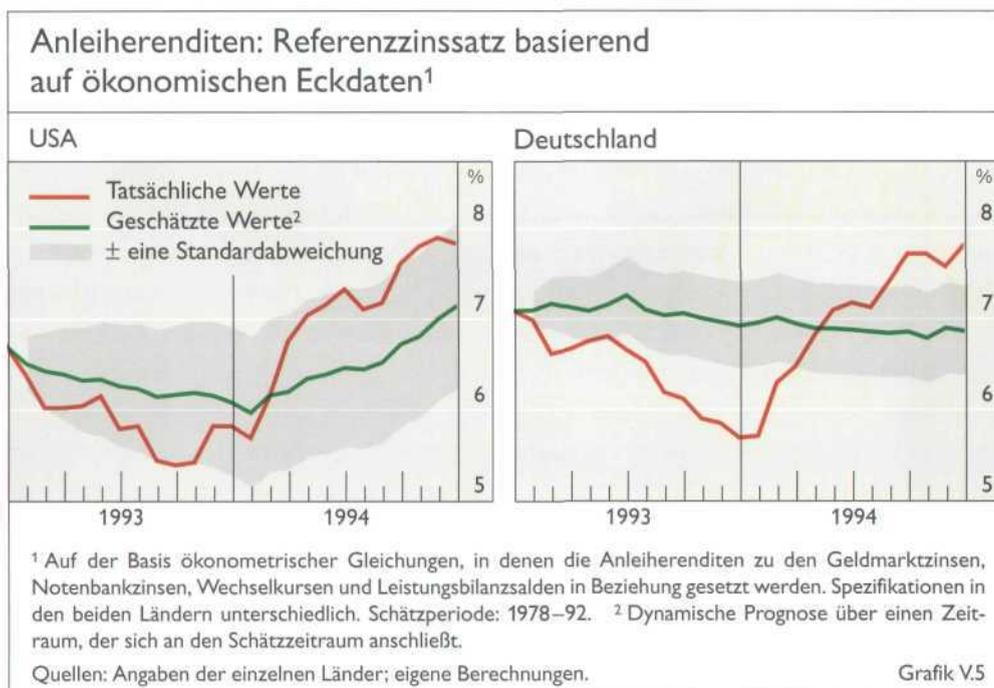
Tabelle V.8

tiefer waren, als ihr historischer Zusammenhang mit wichtigen makroökonomischen Größen erwarten ließ (s. Grafik V.5). Prognosen auf der Grundlage ökonomischer Gleichungen, die diese wirtschaftlichen Zusammenhänge zu erfassen versuchen, ergaben 1993 für Deutschland, den europäischen Referenzmarkt, beträchtliche Abweichungen nach oben. Für die USA sind die Ergebnisse nicht eindeutig, weil sie ganz wesentlich von der Spezifikation der Gleichungen beeinflusst werden. Drittens kann der Umfang des Zinsrückgangs auf den Anleihemärkten im Jahr 1993 auch zur Erklärung des Zinsanstiegs in den einzelnen Ländern 1994 beitragen (s. Grafik V.6). Viertens schließlich sind die außerordentlich niedrigen langfristigen Zinsen durchaus vereinbar mit den Aktienkursen, die gegen Ende 1993 gemessen an den Unternehmensgewinnen zwar sehr hoch waren, nicht aber im Vergleich zu den Anleiherenditen.

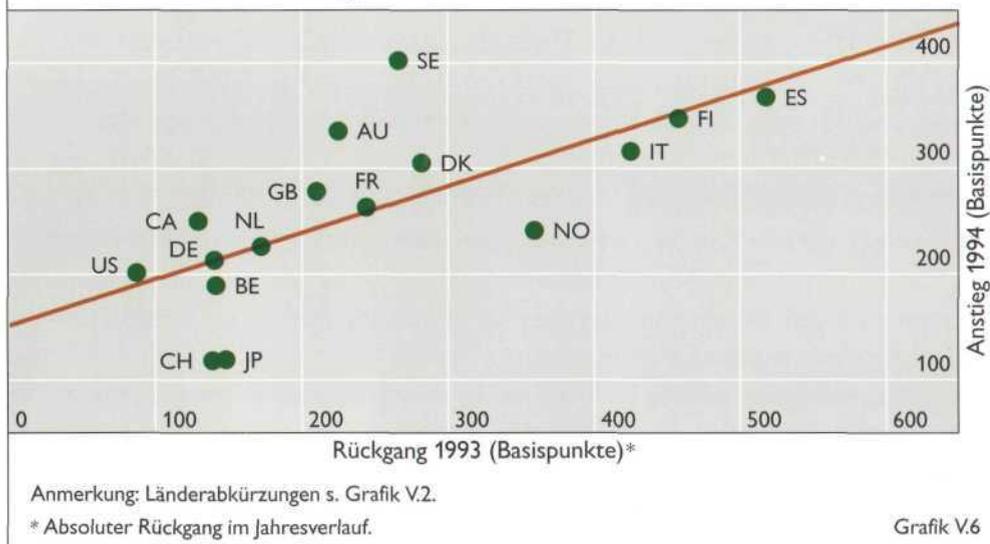
... durch spekulative Übersteigerungen

Natürlich ist es schwierig, klare Aussagen darüber zu treffen, wodurch der ungewöhnlich starke Zinsrückgang im Jahr 1993 verursacht wurde. Immerhin kann auf eine Reihe von plausiblen Anlageanreizen und auf Anzeichen für eine größere Risikobereitschaft der Anleger hingewiesen werden. Darüber hinaus dürfte die Hebelwirkung eine bedeutende Rolle gespielt haben.

Der ursprüngliche Anreiz für die Anleger dürfte der seit den frühen neunziger Jahren überaus große und lang anhaltende Renditenunterschied zwischen Anleihen und kurzfristigen Finanzanlagen gewesen sein. In den USA kam noch eine außerordentlich steile Laufzeitenstruktur dazu, die überdies von einem Tagesgeldsatz begleitet war, der über einen ungewöhnlich langen Zeitraum auf einem sehr niedrigen Niveau gehalten wurde. Von Anfang 1991 bis Januar 1994 betrug der Abstand zwischen kurz- und langfristigen Zinsen im Durchschnitt 300 Basispunkte. Diese Zinsdifferenz war die größte, die nach dem Zweiten Weltkrieg jemals in einem Dreijahreszeitraum beobachtet wurde. Ende 1993 dürfte es soweit gewesen sein, daß sich die Marktteilnehmer in falscher Sicherheit wiegten. Sie rechneten offenbar mit einem anhaltenden Rückgang der langfristigen Zinsen in Europa und



Rückgang und Anstieg der Anleiherenditen im internationalen Vergleich



erwarteten, daß in den USA die Kombination von Haushaltskonsolidierung und wachsender Stabilitätspolitik der Währungsbehörden einen Zinsanstieg am langen Ende weitgehend verhindern würde.

Ein wichtiger Einflußfaktor war die Tatsache, daß in außerordentlich hohem Maße die Fremdfinanzierung genutzt wurde, die es den Marktteilnehmern ermöglichte, mit vergleichsweise geringem Eigenkapital große Risikopositionen einzugehen, und eine sehr starke Hebelwirkung ging auch von den Derivaten aus (s. Tabelle V.9 und Kapitel VIII). Seit den frühen neunziger Jahren war es vor allem in den USA eine weit verbreitete Finanzstrategie, langfristige Wertpapierpositionen durch kurzfristige Kreditaufnahmen zu finanzieren. Die Hedge Funds ragten als wichtige Marktteilnehmer heraus, aber auch viele andere, darunter Wertpapierhäuser und Banken, strebten in hohem Maße Hebelwirkungen an. Es ist ein normales Verhalten der Banken, bei schwacher Kreditnachfrage verstärkt Anleihekäufe zu tätigen, doch ihr Anlagevolumen war diesmal größer als in den vorangegangenen Konjunkturzyklen. Als die Anleiherenditen in den USA zurückgingen, richteten die Marktteilnehmer ihr Augenmerk zunehmend auf Kanada sowie auf die europäischen und lateinamerikanischen Märkte, in der Hoffnung, dort höhere Renditen und Kursgewinne zu erzielen. Sehr oft wurde das Wechselkursrisiko abgesichert, in der Regel durch kurzfristige Kreditaufnahmen auf dem Markt des betreffenden Landes. Die Märkte für Wertpapierpensionsgeschäfte waren in diesem Zusammenhang von besonderer Bedeutung.

Ferner spiegelte sich schon in der Tatsache, daß sich die Anleger in sehr großem Umfang der Hebelwirkung bedient hatten, eine erhöhte Risikobereitschaft wider. Diese kam aber auch darin zum Ausdruck, daß sich im Jahr 1993 die Renditenabstände zwischen den Märkten – insbesondere in Europa und Lateinamerika – verringerten, was auf weniger differenzierende Anlagestrategien hindeutet (s. Grafik V.7).

Ebenso wie den Turbulenzen im EWS-Wechselkursmechanismus im Herbst 1992 Diskussionen um die Erfüllung der Konvergenzkriterien vorangegangen

– institutionelle Besonderheiten und Marktpraktiken

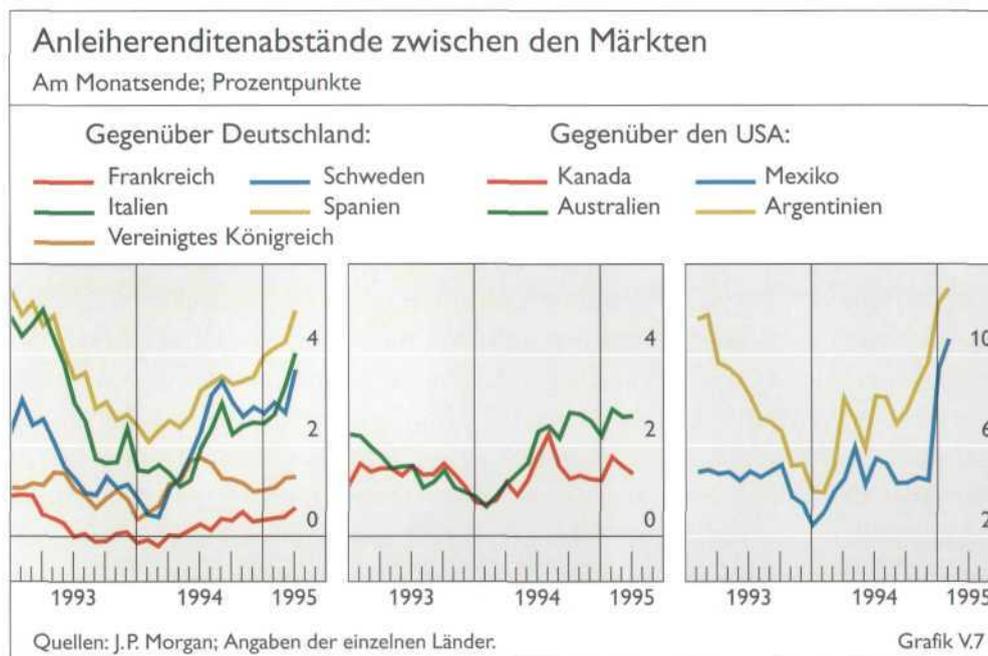
waren, waren Ende 1993 die globalen Wertpapierportefeuilles in einer Weise strukturiert, daß Anlegerreaktionen auf die Veröffentlichung enttäuschender Wirtschaftsdaten (unabhängig davon, ob diese den Substanzwert der Portefeuilles betrafen) nicht ausbleiben konnten.

Vor diesem Hintergrund dürften – zumindest zu Beginn des Zinsanstiegs – einige institutionelle Besonderheiten und Marktpraktiken die Korrektur der langfristigen Zinsen verstärkt haben. Dies ist die dritte Hypothese. Auch in diesem Fall war die Hebelwirkung von Bedeutung. Ebenso wie sie die Gesamtkapitalrentabilität bei fallenden Zinsen erhöht hatte, vervielfachte sie auch die Verluste, als die langfristigen Zinsen zu steigen begannen. Die Folgen waren ein stärkeres Risikobewußtsein und ein zusätzlicher Druck, Wertpapierpositionen aufzulösen, zum Teil um die eingeforderten Einschußzahlungen zu erbringen. Zweitens spielten weitverbreitete Methoden des Risikomanagements eine Rolle, bei denen bei Erreichen bestimmter Kursschwellen automatisch Wertpapierverkäufe ausgelöst wurden, um die Verluste zu begrenzen. Die Rechnungslegungspraktiken verstärkten diesen Effekt vermutlich noch. Da die Wertpapierhändler im Zuge der Neubewertung der offenen Positionen zu Marktkursen („marking to market“) die Bewertung ihrer Wertpapierportefeuilles zum Jahresende weitgehend korrigiert hatten, stand Anfang des Jahres nur noch ein geringes Polster zur Verfügung, um die Verluste abzufedern.

Ausgewählte Indikatoren für die Hebelwirkung („Leverage“) auf den internationalen Anleihemärkten ¹							
Anleihekäufe	1991	1992	1993	1994			
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Mrd. US-Dollar							
USA	131	99	76	9	-26	-17	-22
Geschäftsbanken ²	111	105	73	17	-6	-20	-18
Wertpapierhändler ²	20	-6	3	-8	-20	3	-4
Vereinigtes Königreich	19	53	136	-43	-18	0	..
Banken: ³ Staatsanleihen	-2	6	16	2	0	-1	3
Ausländische Anleihen	15	24	52	-5	-1	7	19
Marktmacher am Markt für Staatsanleihen: Staatsanleihen	..	..	9	-9	0	-1	..
Wertpapierhändler: Ausländische Anleihen	6	23	59	-31	-17	-5	3
Insgesamt	150	152	212	-34	-44	-17	..
<i>Nachrichtlich:</i>							
<i>Durch Interbankgeschäfte finanziert⁴</i>	7	54	182	-54	-48	-1	17
<i>Durch Pensionsgeschäfte finanziert:⁵ Schweden</i>	..	..	13	-5	-3	-6	2
<i>Spanien</i>	..	8	24	-8	-8	-4	-2

¹ Angaben für Derivatmärkte s. Kapitel VIII. ² Banken: Schatzpapiere und „agency securities“; Wertpapierhändler: Unternehmensanleihen und ausländische Anleihen. ³ Einschl. Building Societies. ⁴ Internationale Interbankausleihungen von Banken in Inlandswährung als Indikator für die Entwicklung der wechselkursrisikogesicherten Anleihekäufe Gebietsfremder. ⁵ Indikatoren für durch Pensionsgeschäfte finanzierte Käufe von Schatzanleihen durch Gebietsfremde.

Quellen: Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen.



Schließlich war als Erklärungsfaktor auch die besondere Funktionsweise des US-Marktes für hypothekarisch gesicherte Wertpapiere von Bedeutung, der mit einem Gesamtumlauf von US-\$ 1,4 Bio. nun beinahe um 30% größer ist als die Bestände von Staatsanleihen mit bis zu zehnjähriger Laufzeit in der Hand von Privaten. Als die Aufwärtsbewegung der langfristigen Zinsen eingesetzt hatte, verringerte sich auch die Wahrscheinlichkeit, daß die privaten Haushalte die zugrundeliegenden Hypothekarkredite vorzeitig tilgen würden. Dadurch verlängerte sich die effektive Laufzeit („Duration“) der entsprechenden Wertpapiere. Im Zuge der Absicherung durch Durationsanpassung wurden beträchtliche Verkäufe von Staatsanleihen notwendig, wodurch die Anleihekurse noch weiter gedrückt wurden. Von Oktober 1993 bis April 1994 tätigten Wertpapierhändler, Portfoliomanager und andere Anleger Absicherungsgeschäfte in einem Ausmaß, das schätzungsweise dem Verkauf von zehnjährigen Staatsanleihen im Umfang von über US-\$ 300 Mrd. entsprach.

Ein wesentlicher Grund für den zusammenhängenden Zinsverlauf auf den einzelnen Märkten war, daß sich ausländische Investoren, insbesondere aus den USA, auf allen Märkten aus ihren Auslandsengagements zurückzogen. Sie begannen die Positionen, die sie in der Periode fallender Anleiherenditen eingegangen waren, wieder aufzulösen (s. weiter unten sowie Kapitel VI und VIII). Aber auch die Handelsstrategien spielten in diesem Zusammenhang eine Rolle. Die Risikomanagementsysteme weltweit tätiger Marktteilnehmer, die darauf ausgerichtet sind, Verluste zu begrenzen, umfassen eine Vielzahl unterschiedlicher Risikopositionen. Berichten zufolge wurden die Anleiheverkäufe in Europa durch die Verluste ausgelöst, die bei Yen/US-Dollar-Geschäften zu verzeichnen waren, als der Dollar im Anschluß an das Scheitern der Handelsgespräche zwischen den USA und Japan von Mitte Februar bis Anfang März an Wert verlor. Der Abgabedruck konzentrierte sich auf die Märkte und Marktsegmente, die allgemein als liquider angesehen wurden. Anfang März wurde auf den europäischen Märkten, auf denen Futures auf

Staatsanleihen gehandelt wurden, ein Rekordumsatz erreicht (s. Kapitel VIII). Auf den jungen Anleihemärkten wurden die sogenannten Brady-Anleihen stärker in Mitleidenschaft gezogen als weniger liquide Marktsegmente.

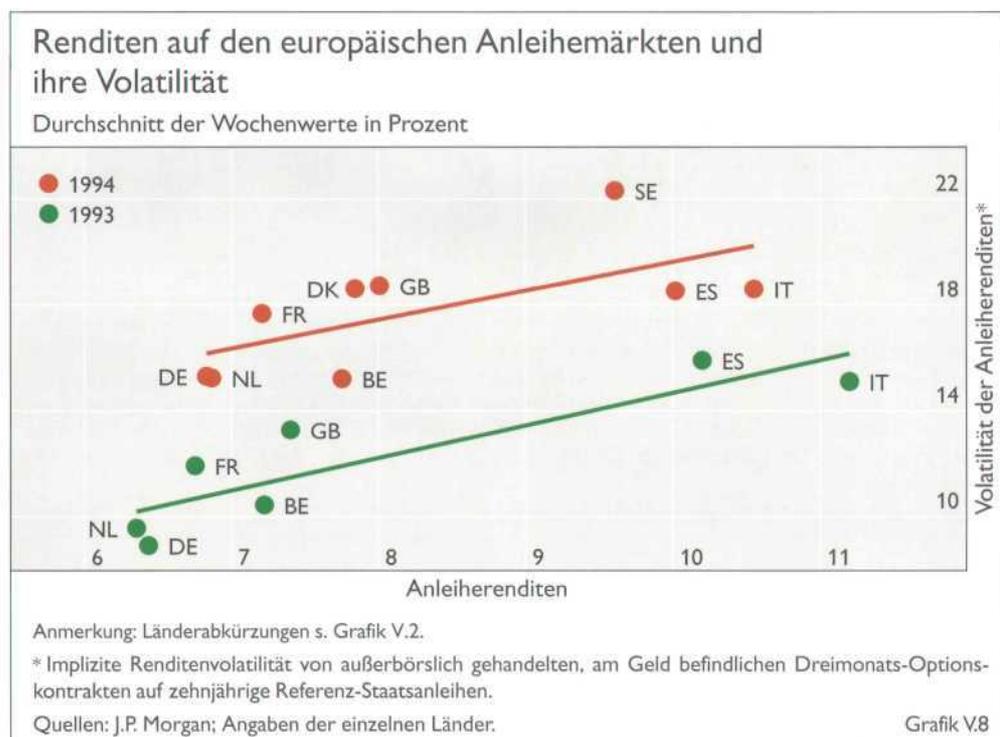
Anleihemärkte: Volatilität der Anleiherenditen

Entgegen den Erwartungen ...

Die niedrigen Inflationsraten im Jahr 1993 hatten die Erwartungen gestärkt, daß die Volatilität auf den Anleihemärkten gedämpft bleiben würde. Der positive Zusammenhang zwischen der Volatilität und dem Niveau der Referenzrenditen in einem Querschnitt europäischer Länder unterstützt diese Sichtweise (s. Grafik V.8). Da der Renditenabstand in wesentlichem Maße die langfristigen Inflationserwartungen sowie die Inflationsraten der Vergangenheit widerspiegelt, läßt sich aus diesem Zusammenhang ableiten, daß in preisstabileren Volkswirtschaften auch die Anleihemärkte weniger schwanken müßten.

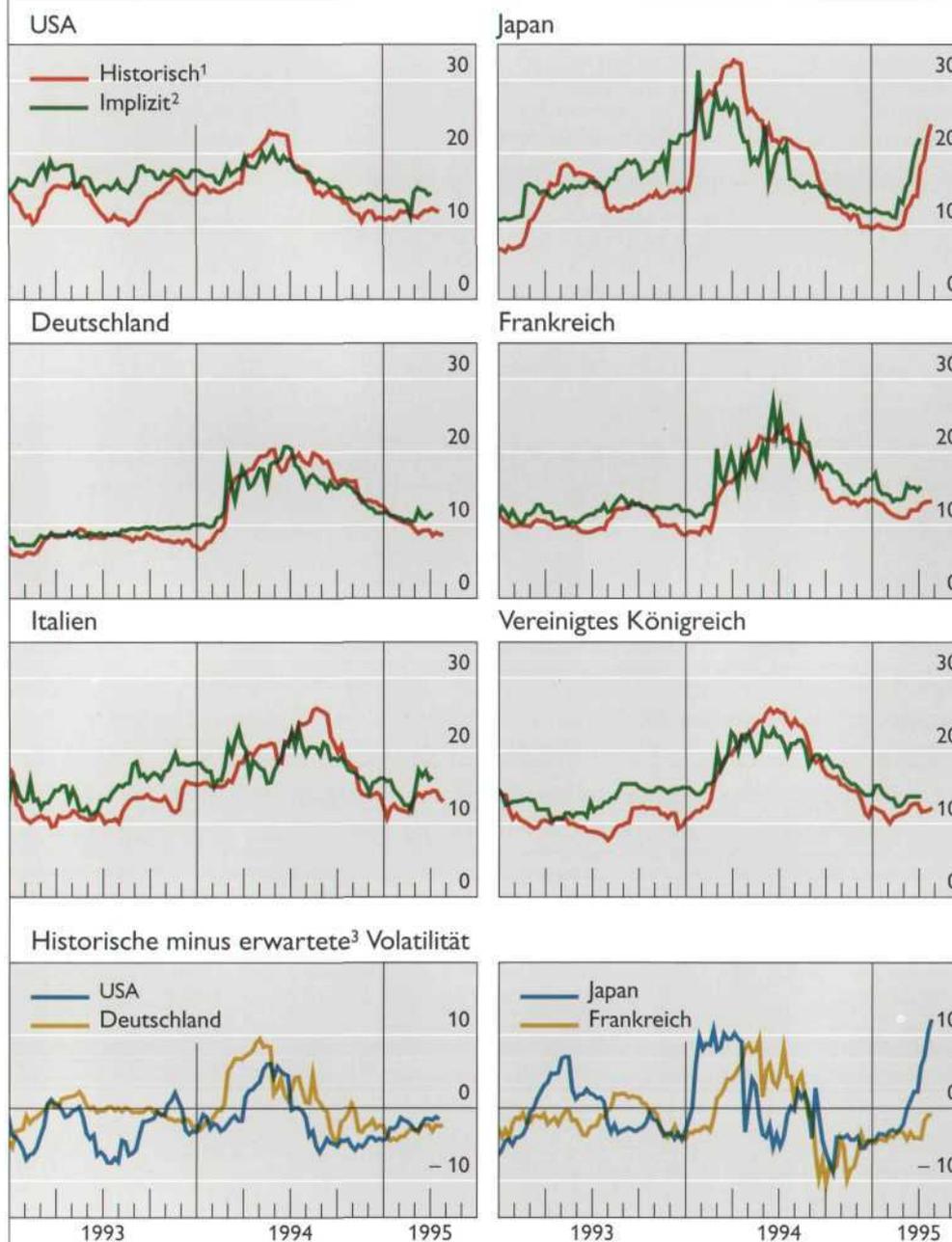
... starke Zunahme der Volatilität 1994

Es kam jedoch ganz anders als erwartet. Der allgemeine Zinsanstieg auf den Anleihemärkten im Jahr 1994 ging mit einer deutlich höheren Volatilität der Anleiherenditen einher (s. Grafik V.9). Die Volatilität begann im Februar zuzunehmen, als die Aufwärtsbewegung der Anleiherenditen einsetzte. Die wichtigste Ausnahme war Japan, wo sich die Volatilität bereits im Januar stark erhöhte. Ausmaß und Dauer des Volatilitätsanstiegs waren in den einzelnen Ländern nicht einheitlich. Gemessen an der Standardabweichung der täglichen prozentualen Veränderung über einen gleitenden Dreimonatszeitraum stieg die Volatilität beispielsweise in den USA relativ wenig. In den Kernländern des EWS-Wechselkursmechanismus nahm sie besonders steil und nachhaltig zu und lag am Jahresende noch immer auf dem vor 1994 beobachteten Stand. In Europa erreichten die Ausschläge ihren Höhepunkt in der Regel um die Jahresmitte, etwa einen Monat später als in den USA und ein Quartal später als in Japan. Ein ähnliches Bild ergibt die auf



Volatilität der Anleiherenditen seit 1993

Prozent

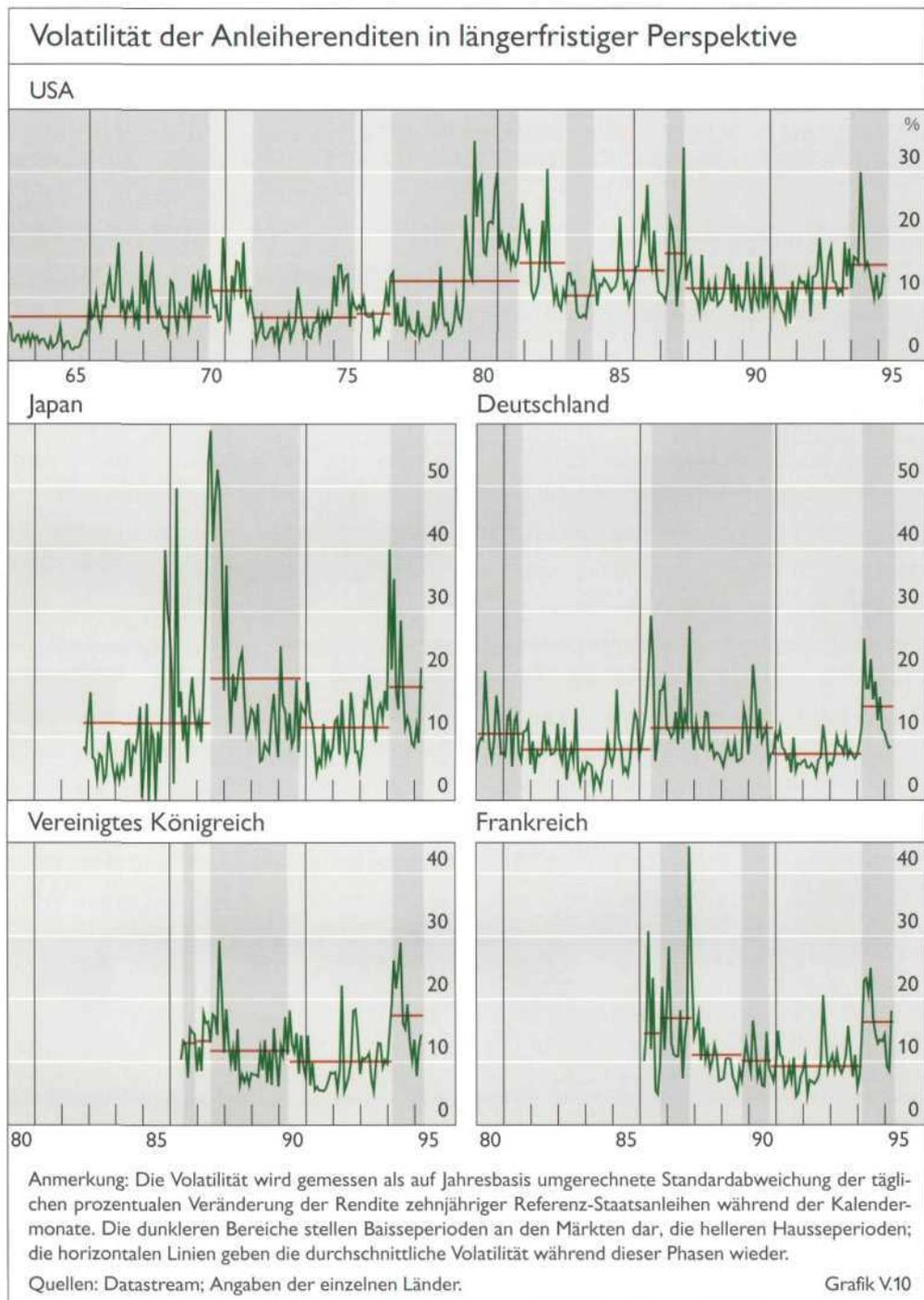


¹ Die historische Volatilität wird gemessen als auf Jahresbasis umgerechnete Standardabweichung der täglichen prozentualen Veränderung der Anleiherenditen während der vorangegangenen 91 Kalendertage.
² Wie in Grafik V.8 definiert; dargestellt zum Zeitpunkt des Kontraktabschlusses. ³ Die erwartete Volatilität ist die implizite Volatilität dargestellt zum Ablaufzeitpunkt des Kontrakts, um einen Vergleich mit der historischen Volatilität zu ermöglichen. (Beispiel: Der Punkt im Dezember entspricht dem Unterschied zwischen der historischen Volatilität wie im Dezember dargestellt und der impliziten Volatilität wie im September dargestellt.)

Quellen: Datastream; J.P. Morgan; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik V.9

der Grundlage von Optionspreisen berechnete Volatilität von außerbörslichen Dreimonats-Optionskontrakten auf zehnjährige Referenz-Staatsanleihen. Diese sogenannte implizite Volatilität gilt als Indikator für die Markterwartungen hinsichtlich der Renditenschwankungen. Zieht man diese Maßzahl zur Analyse heran, zeigt



sich als wesentlicher Unterschied ein noch geringerer Volatilitätsanstieg in den USA. Der Vergleich von historischer und erwarteter Volatilität deutet darauf hin, daß die Marktteilnehmer die Marktturbulenzen anfangs nicht vorherzusehen vermochten und später ihre Hartnäckigkeit überschätzten. Dies war in allen Ländern gleichermaßen zu beobachten und läßt den Schluß zu, daß sich die Markterwartungen stark am Volatilitätsverlauf der unmittelbaren Vergangenheit orientieren und nur allmählich korrigiert werden.

Bei längerfristiger Betrachtung werden der Umfang und das ungewöhnliche länderübergreifende Auftreten des Anstiegs der kurzfristigen Volatilität noch klarer

sichtbar. Die verfügbaren Daten lassen erkennen, daß die Volatilitätszunahme im letzten Jahr zum dritten Mal seit Beginn der achtziger Jahre so große und weltweite Ausmaße annahm (s. Grafik V.10). Die erste Phase erhöhter Volatilität war Anfang der achtziger Jahre aufgetreten, die zweite im Zusammenhang mit dem Aktienkurs einbruch 1987. In einigen jener Länder (wie etwa Deutschland und die Niederlande), die auf die niedrigsten Zinssätze sowie vergleichsweise gute Inflationserfolge und -aussichten verweisen konnten, erreichten die Ausschläge hinsichtlich Umfang und Nachhaltigkeit 1994 beinahe Rekordniveau. In Europa war die Volatilität im allgemeinen sogar höher als zur Zeit der Turbulenzen im EWS-Wechselkursmechanismus 1992 und 1993.

Mindestens vier Hypothesen, die einander zum Teil ergänzen, können herangezogen werden, um die Zunahme der Volatilität des letzten Jahres zu erklären. Erstens dürfte die gestiegene Unsicherheit über die wirtschaftliche Entwicklung eine Rolle gespielt haben, wobei die Inflation, das Produktionswachstum und der geldpolitische Kurs hervorzuheben sind. Zweitens nahmen die Entwicklungen in den USA ihren Ausgang und griffen dann unmittelbar auf andere Märkte über. Drittens dürfte der weitverbreitete starke Rückgang der Anleihekurse selbst von Bedeutung gewesen sein. Schließlich könnte die Volatilitätszunahme auch als Erschütterung interpretiert werden, die dadurch verursacht wurde, daß ausländische Finanzanlagen rasch von den lokalen Märkten abgezogen wurden.

Wenig deutet darauf hin, daß der Volatilitätsanstieg instabilere Erwartungen über Produktion oder Inflation zum Ausdruck bringt. Die Standardabweichung eines Indikators, der die Veränderung der Wachstumserwartungen der Marktteilnehmer mißt, verringerte sich 1994 für die meisten Länder. Der entsprechende Indikator für die Inflationserwartungen ergibt keinen klaren Trend (s. Tabelle V.10),

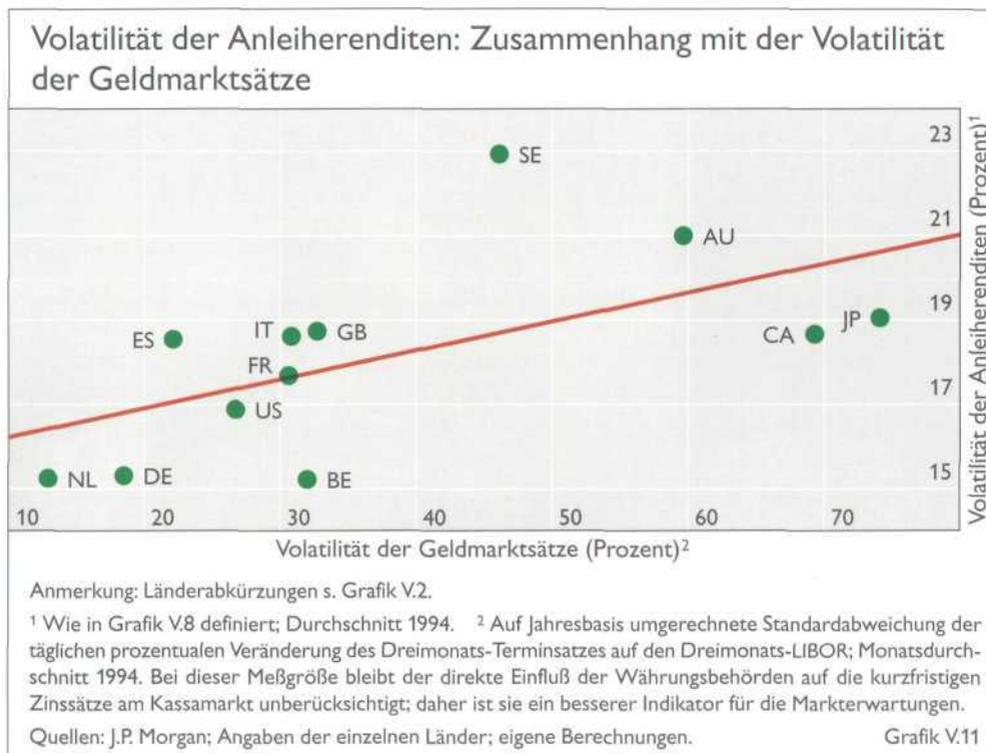
Vier mögliche Erklärungen für höhere Volatilität:

– Unsicherheit über wirtschaftliche Entwicklung

Volatilität der Wachstums- und Inflationsprognosen der Marktteilnehmer						
Land	Wachstum ¹			Inflation ¹		
	1993 ²	1994 ²	Veränderung	1993 ²	1994 ²	Veränderung
Prozentpunkte						
USA	0,11	0,10	-0,02	0,08	0,03	-0,05
Japan	0,25	0,07	-0,17	0,06	0,06	-0,01
Deutschland	0,17	0,17	0,00	0,04	0,05	0,01
Frankreich	0,16	0,06	-0,11	0,10	0,06	-0,04
Italien	0,09	0,14	0,05	0,10	0,06	-0,04
Vereinigtes Königreich	0,06	0,05	-0,01	0,08	0,15	0,07
Kanada	0,06	0,07	0,00	0,06	0,16	0,09
Australien	0,16	0,12	-0,04	0,09	0,10	0,01
Belgien	0,15	0,07	-0,08	0,07	0,06	-0,01
Niederlande	0,12	0,11	0,00	0,07	0,08	0,01
Schweden	0,10	0,10	0,00	0,08	0,13	0,05
Spanien	0,10	0,07	-0,03	0,12	0,08	-0,05

¹ Standardabweichung der monatlichen Veränderung der Prognose für das jahresdurchschnittliche BIP-Wachstum bzw. den jahresdurchschnittlichen Verbraucherpreisanstieg über zwei Jahre. ² Jahr der Prognoseerstellung.

Quellen: © The Economist, London (verschiedene Ausgaben); eigene Berechnungen. Tabelle V.10



und im Ländervergleich besteht kein eindeutiger Zusammenhang zwischen den Veränderungen der Renditenvolatilität und den Revisionen der Wachstums- und Inflationsprognosen.

Inwieweit die Unsicherheit über den geldpolitischen Kurs eine Rolle gespielt hat, läßt sich nicht eindeutig belegen. Neben ihren längerfristigen Auswirkungen auf die Inflation kann die Geldpolitik durch ihren Einfluß auf die kurzfristigen Zinsen auch auf die Volatilität der Anleiherenditen einwirken. Dies zeigte sich Anfang der achtziger Jahre, als die US-Währungsbehörden die „non-borrowed reserves“ steuerten und die Volatilität auf den Anleihe- und Geldmärkten gleichermaßen Rekordausmaße annahm. Ein weiteres Indiz ist, daß die Volatilität auf den Geld- und Anleihemärkten in den einzelnen Ländern im allgemeinen positiv korreliert ist (s. Grafik V.11). Im Jahr 1994 erreichte in einigen Ländern, darunter insbesondere in Deutschland und im Vereinigten Königreich, die Volatilität auf beiden Märkten im selben Monat ihren Höhepunkt. Im Durchschnitt ging aber die Volatilität der Geldmarktsätze 1994 in den meisten Fällen zurück, darunter in den USA, Italien, Schweden und – mit Ausnahme Deutschlands – auch in den Ländern des EWS-Wechselkursverbunds (s. Tabelle V.11). Ebenso dürfte die im Vergleich zu Deutschland ruhigere Lage auf den Geldmärkten der übrigen EWS-Länder zum Teil erklären, weshalb auch die Volatilität auf ihren Anleihemärkten schwächer zunahm.

Die Indikatoren, die die Unsicherheit über die wirtschaftliche Entwicklung in den einzelnen Ländern abbilden, zeigen so heterogene Veränderungen, daß sie keinen Aufschluß darüber geben können, warum die Zunahme der Renditenvolatilität so viele Länder erfaßte. Es scheint aber dennoch einen gemeinsamen Erklärungsfaktor zu geben. Der ausgeprägte Anstieg der Korrelation zwischen den Volatilitäten in den einzelnen Ländern – insbesondere den Kernländern des EWS-Wechselkursverbunds – ab Mitte Februar verstärkt diesen Eindruck (s. Grafik V.12). Nur

Volatilität auf dem Anleihe- und dem Geldmarkt 1993 und 1994									
Land	Anleihemarkt ¹				Geldmarkt ²				
	1993	1994	Veränderung	Spitzenwert 1993/94	1993	1994	Veränderung	Spitzenwert	
	Prozent		Prozentpunkte	Monat	Prozent		Prozentpunkte	1993/94	1994
								Monat	
US	16,7	16,9	0,2	Juni 1994	28,2	26,7	- 1,5	Mai 1994	
JP	15,9	19,0	3,1	März 1994	57,6	74,1	16,5	Jan. 1994	
DE	8,9	15,3	6,4	Juni 1994	16,1	18,5	2,4	Juni 1994	
FR	11,9	17,7	5,8	Juni 1994	43,0	30,6	-12,4	Juli 1993	März
IT	15,1	18,6	3,5	Juli 1994	32,3	30,8	- 1,5	Nov. 1993	Sept.
GB	13,3	18,7	5,4	Juni 1994	29,1	32,7	3,6	Juni 1994	
CA	15,2	18,6	3,4	Juli 1994	52,8	69,3	16,5	Feb. 1994	
AU	-	21,0	-	April 1994	34,4	59,6	25,2	April 1994	
BE	10,4	15,2	4,8	Juli 1994	47,8	32,0	-15,8	Juli 1994	
NL	9,5	15,2	5,7	Juli 1994	15,8	12,9	- 2,9	Juli 1993	Mai
SE	-	22,9	-	Sept. 1994 ³	55,1	46,1	- 9,0	Sept. 1993	Aug.
ES	15,9	18,5	2,6	Juli 1994	33,3	22,1	-11,2	Juli 1993	Aug.

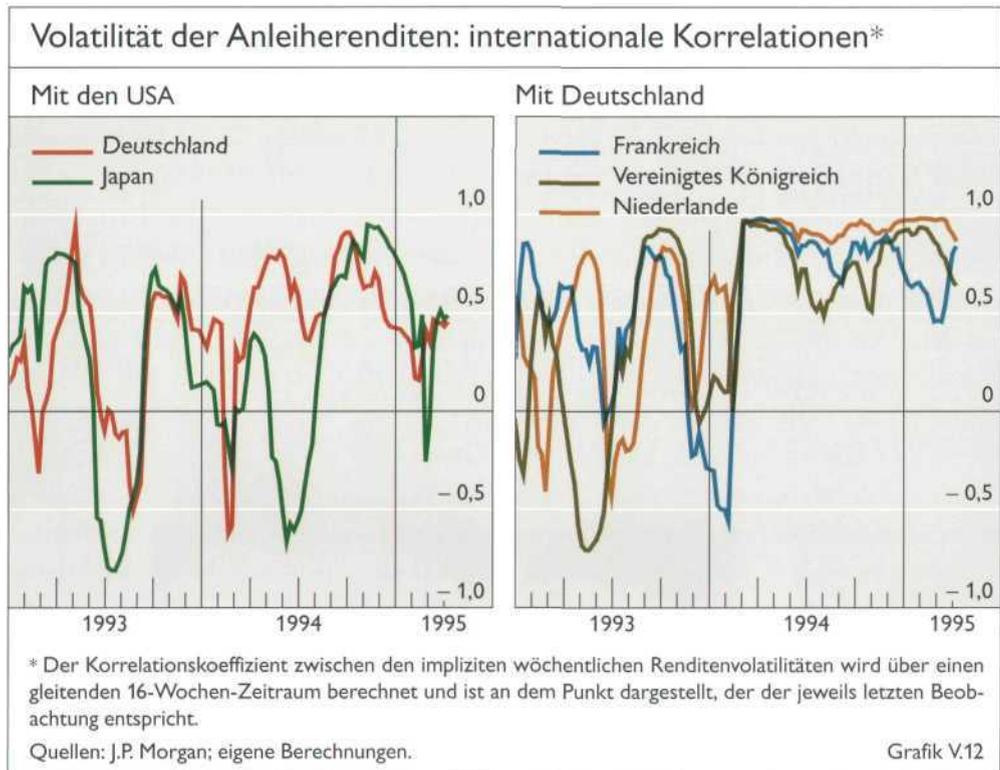
Anmerkung: Länderabkürzungen s. Grafik V.2.
¹ Implizite Volatilität (Erläuterung s. Grafik V.8); Durchschnitt der Wochendaten. ² Volatilität der Geldmarktsätze gemessen anhand der auf Jahresrate umgerechneten Standardabweichung der täglichen prozentualen Veränderung des Dreimonats-Terminsatzes auf den Dreimonats-LIBOR, berechnet über Kalendermonate; Durchschnitt der Tagesdaten. ³ Spitzenwert im Zeitraum Februar-Dezember 1994.
Quellen: J.P. Morgan; Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen. Tabelle V.11

Japan fügt sich nicht in dieses Bild, wofür landesspezifische Entwicklungen ausschlaggebend gewesen sein dürften.

Ein weiterer Erklärungsansatz könnte darin bestehen, daß der Volatilitätsanstieg in den USA unmittelbar auf andere Märkte durchschlug. Dies ist die zweite Hypothese. Danach führen entsprechend starke Kursausschläge auf dem weltweit wichtigsten Markt auch auf anderen Märkten zu gleichgerichteter Handelstätigkeit, während wesentliche länderspezifische Faktoren möglicherweise weniger beachtet werden. Durch einen solchen Spillover-Effekt kann sich – wie das im vorigen Jahr der Fall war – ein positiver Zusammenhang zwischen dem Volatilitätsniveau einerseits und der Korrelation der Volatilitäten über die einzelnen Länder andererseits ergeben.

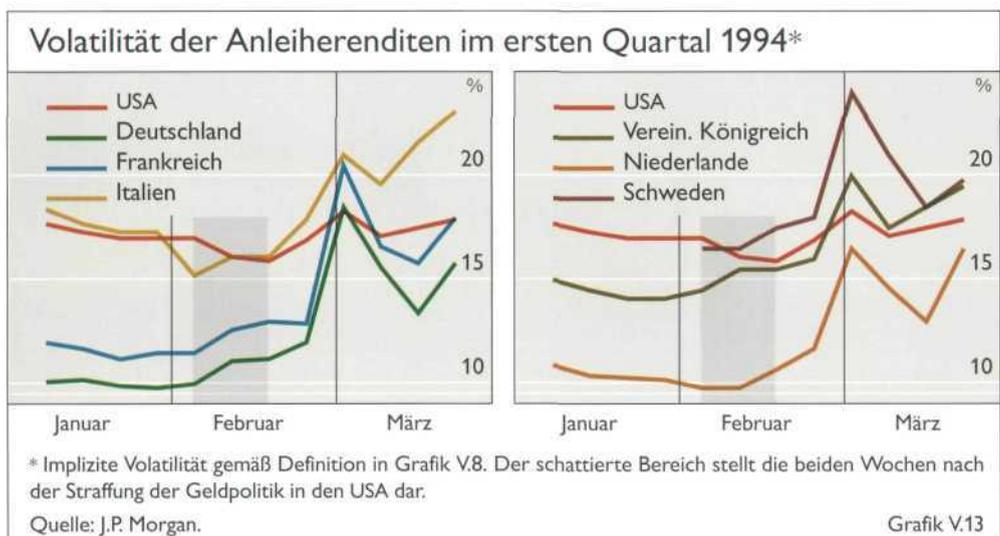
Diese Hypothese wird durch einige empirische Befunde durchaus gestützt. Eine genauere Analyse der Ereignisse läßt aber darauf schließen, daß sie bestenfalls eine teilweise Erklärung bieten kann. Statistische Analysen bestätigen, daß zumindest ab März 1994 die Entwicklung der impliziten Volatilität in den USA jener in Deutschland vorauseilte. Diese Volatilitätsbewegungen haben sich dann offensichtlich auch auf die anderen europäischen Märkte übertragen. In Europa war der Volatilitätsanstieg jedoch deutlich stärker und dauerte länger an als in den USA. Betrachtet man die impliziten Volatilitäten, so war der Anstieg in den USA tatsächlich nicht besonders kräftig. Darüber hinaus begann sich die implizite Volatilität in Europa in der Woche leicht zu erhöhen, in der die Federal Reserve ihren geldpolitischen Kurs restriktiver gestaltet hatte. In den USA ging sie in den folgenden zwei Wochen sogar zurück (s. Grafik V.13).

– direkter Spillover ausgehend vom US-Markt



– massiver Rückgang der Anleihekurse

Eine bessere Erklärung für die Entwicklungen des vorigen Jahres dürfte der Kursrückgang auf den Anleihemärkten selbst sein. Dies ist die dritte Hypothese. Die Marktteilnehmer sind überwiegend der Auffassung, daß die Volatilität der Anleiherenditen bei fallenden Kursen – vor allem in der Anfangsphase – tendenziell höher ist. Dies könnte mehrere Ursachen haben: eine niedrigere Risikotoleranz bei ungünstigen Marktverhältnissen, Vermögenseffekte, die sich auf das Eigenkapital der Marktmacher und ihre Risikobereitschaft auswirken, den Rückzug von Marktteilnehmern vom Markt sowie – nahe dem Wendepunkt – das Bekanntwerden wichtiger Informationen über die längerfristigen Wirtschaftsaussichten. Grafik V.10 unterstützt diese Einschätzung. Bei fallenden Kursen ist die Volatilität im Durchschnitt etwas höher, insbesondere in Deutschland. Darüber hinaus ist in mehreren



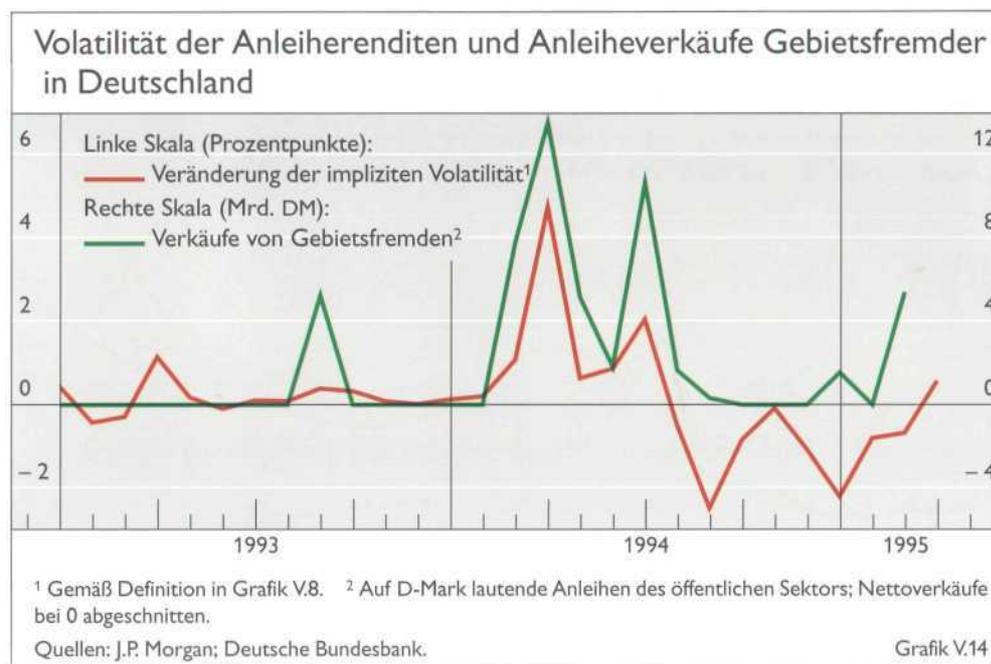
Ländern eine – wenn auch kleinere – Spitze nahe der Talsohle der vorangegangenen Baisse 1986 und Anfang 1987 erkennbar.

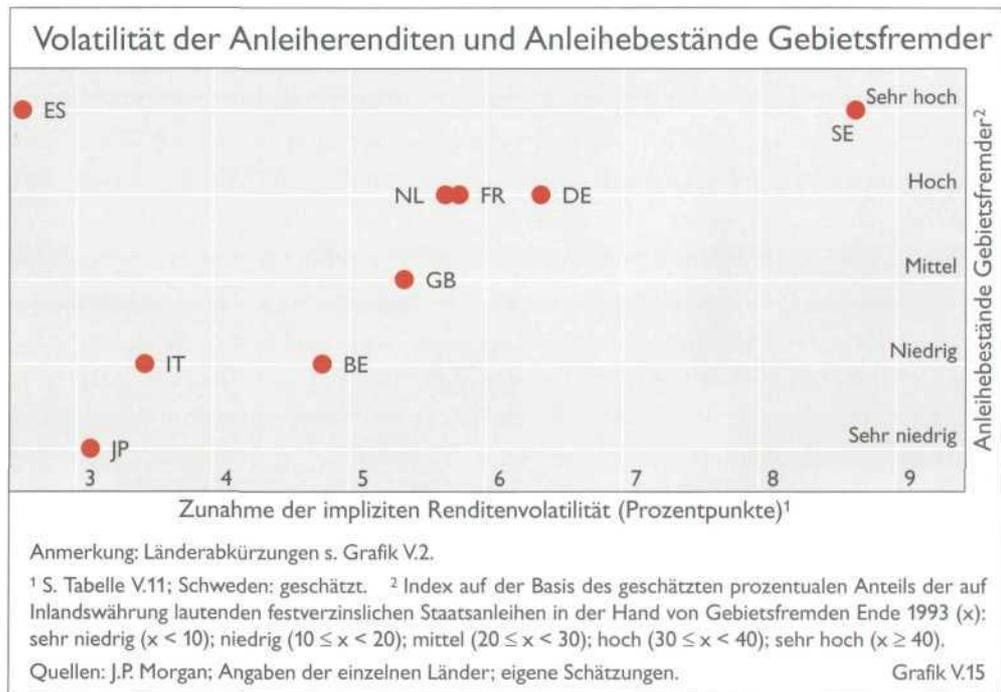
Aus dieser Perspektive erscheint die starke Volatilitätserhöhung des letzten Jahres weniger überraschend. Im Vergleich zu 1986/87 war die Korrektur beispielsweise rascher und kräftiger, und auch die Verluste der Marktteilnehmer waren größer. Eine starke Ausnutzung von Hebelwirkungen dürfte überdies dazu beigetragen haben, daß sich der Kursverfall auf den Anleihemärkten auf die Risiko- beurteilung und die Fähigkeit, als Marktmacher aufzutreten, besonders stark aus- wirkte. Warum die Volatilität weltweit zugenommen hat, kann die Hypothese jedoch nicht erklären. In den einzelnen Ländern besteht kaum ein Zusammenhang zwischen der Höhe des Renditenanstiegs und der Volatilität der Renditen.

Die Antwort auf diese offene Frage scheint zum Teil in den „Nachbeben“ zu liegen, die durch den raschen Rückzug der Ausländer von den lokalen Märkten ausgelöst wurden. Dies ist die vierte und letzte Hypothese. Die Gruppe ausländischer Investoren umfaßt überdurchschnittlich viele Anleger, die eine hohe Hebelwirkung anstreben und deren Spielraum durch die Rechnungslegungspraktiken, die die Bewertung zu Marktkursen vorschreiben, begrenzt ist. Bei rasch fallenden Kursen sind sie ohne ein ausreichendes Gewinnpolster – wie schon oben erwähnt – prak- tisch zur Veräußerung ihrer Anlagen gezwungen. Die Verkäufe nehmen sie bei tur- bulenten Marktverhältnissen in erster Linie auf den Märkten vor, die nach allge- meiner Auffassung über mehr Liquidität verfügen. In der Folge wird dadurch die Marktliquidität angespannt. Durch den Rückzug dieser Marktteilnehmer verliert der Markt überdies die wichtige zusätzliche Liquiditätsquelle der vorangegangenen Periode steigender Anleihekurse, als die Käufe dieser Anleger zur Absorption eines wachsenden Wertpapierangebots beigetragen haben dürften.

– „Nachbeben“ des raschen Rückzugs ausländischer Anleger

Diese Hypothese wird durch eine ganze Reihe empirischer Beobachtungen gestützt. So sind die von Ausländern getätigten Anleiheverkäufe und die Volatilität am deutschen Markt, dem Referenzmarkt für Europa, stark korreliert (s. Grafik V.14). Von Februar bis Juli 1994 wurden die beträchtlichen Finanzanlagen,





die 1993 erworben worden waren, im Gesamtumfang von über 3% der umlaufenden Anleihen des öffentlichen Sektors wieder rückgängig gemacht. Darüber hinaus stieg die implizite Volatilität in Europa von Mitte Februar bis Anfang März kräftig an, als Ausländer dem Vernehmen nach erstmals – zum Teil als Reaktion auf die angespanntere Liquiditätssituation und die steigenden Verluste – umfangreiche Anleiheverkäufe tätigten (s. Grafik V.13). Schließlich gibt es in Europa auch Anzeichen für eine Korrelation zwischen dem Volatilitätsanstieg in den verschiedenen Ländern und den jeweiligen Aktivitäten der ausländischen Anleger. Vergleichbare Daten über die Kapitalbewegungen sind leider kaum verfügbar. Die Korrelation scheint sich aber auch dann zu bestätigen, wenn der Anteil der von Ausländern gehaltenen Schuldtitel in Inlandswährung, ein Indikator für die Stärke der Auswirkungen ausländischer Wertpapierverkäufe, als Grundlage für den Vergleich herangezogen wird (s. Grafik V.15). Die Ausnahme bildet Spanien, das 1993 eine sehr hohe Volatilität der Anleiherenditen verzeichnete, so daß der Anstieg 1994 geringer ausfiel.

Schlußfolgerungen

Die Turbulenzen auf den Anleihemärkten in der Berichtsperiode haben ein weiteres Mal daran erinnert, daß starke Preisausschläge den Finanzmärkten inhärent sind. Es ist weniger die sehr kurzfristige Volatilität, die zu Bedenken Anlaß gibt. Rasche und weitreichende Preisreaktionen sind eine natürliche Folge der heutigen schnellen und weitverzweigten Informationswege, und wenn sie nicht extrem ausfallen, sind sie vergleichsweise harmlos. Von größerer Bedeutung sind vielmehr die mittelfristigen Abweichungen von der realistischen Einschätzung des tragfähigen Niveaus der gesamtwirtschaftlichen Eckdaten. Diese Fehleinschätzungen können größere Kosten verursachen, da sie zu einer Fehlallokation der Ressourcen führen. Außerdem erhöhen sie das Risiko abrupter und turbulenter Korrekturen und somit instabiler Verhältnisse im Finanzsystem.

Mit der Weiterentwicklung der Finanzmärkte in den letzten zwei Jahrzehnten sind ausgeprägte Preisausschläge wahrscheinlicher geworden und haben mit großer Sicherheit weitreichendere Auswirkungen. Die Marktteilnehmer können heute höhere Beträge öfter handeln, indem sie die Hebelwirkung und eine größere Zahl von Märkten und Ländern nutzen. Dieses neue Umfeld bringt zweifellos viele Vorteile mit sich. Es ermöglicht einen freieren Kapitalfluß in die Finanzanlagen mit der höchsten erwarteten Rendite und fördert die Entwicklung breiterer und tieferer Märkte. Gelegentlich kann es jedoch auch die schwerwiegenden Konsequenzen marktweiter Fehleinschätzungen verstärken. Die Marktliquidität wird nur zum Teil vom institutionellen Rahmen und von der Zahl der Marktteilnehmer bestimmt. Letzten Endes beruht sie auf der unterschiedlichen Bewertung von Vermögenspositionen durch die Marktteilnehmer.

Wahrscheinlichkeit
ausgeprägter Preis-
ausschläge bei Ver-
mögenswerten ...

Auf makroökonomischer Ebene erfordert das neue Umfeld in besonderem Maße eine Wirtschaftspolitik, die die Haushaltsdisziplin fördert. Strategisch ist eine entschlossene längerfristige Ausrichtung am Ziel der Preisstabilität die beste Absicherung, die aber nur mit der Unterstützung einer disziplinierten Haushaltspolitik zu erreichen ist. Aber auch dann ist keineswegs immer ein wirksamer Schutz garantiert. Darum dürften die Währungsbehörden manchmal zu entscheiden haben, ob und in welcher Weise zu reagieren ist, wenn sich die Preise für Vermögenswerte offensichtlich deutlich von ihrem wirtschaftlich zu rechtfertigenden Niveau entfernen. Wenn solche Fehlentwicklungen der Preise einmal eingesetzt haben, können sie einen Zielkonflikt auslösen, denn Maßnahmen, die zu stabilen Verhältnissen im Finanzsystem beitragen, sind nicht unbedingt mit gesamtwirtschaftlicher Stabilität vereinbar. Die Währungsbehörden könnten z.B. versucht sein, eine geldpolitische Straffung hinauszuzögern oder abzuschwächen, damit die Preise für Vermögenswerte nicht genau dann einbrechen, wenn sich gerade die Inflationsaussichten verschlechtern. In einem anderen Fall könnte eine vorbeugende Straffung der Geldpolitik, die darauf ausgerichtet ist, den Aufbau spekulativer Anspannungen und in weiterer Folge eine weitverbreitete Instabilität im Finanzsystem einzudämmen, die realwirtschaftliche Entwicklung gefährden. Ein solcher Zielkonflikt zeigte sich besonders deutlich Ende der achtziger Jahre in Japan, als vor dem Hintergrund niedriger Inflationsraten eindeutige Anzeichen für eine Fehlentwicklung auf den Aktien- und Immobilienmärkten sichtbar wurden.

... erfordert bessere
Absicherung
auf makro-
ökonomischer ...

Das mögliche Auftreten von Zielkonflikten kann durch geeignete Maßnahmen auf mikroökonomischer Ebene entschärft werden. Darunter sind insbesondere Maßnahmen zu verstehen, die die Widerstandskraft des Finanzsystems stärken. Ein erster Schutzwall ist die Aufsicht über die *einzelnen* Finanzinstitute. Ein zweiter, nicht weniger wichtiger, sind Sicherungseinrichtungen, die das *gesamte Finanzsystem* umfassen. Dazu zählt nicht zuletzt eine verlässliche Marktinfrastruktur, wie z.B. das Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystem. Auf diesen Gebieten wird auch schon mit Nachdruck gearbeitet, wie die jüngsten Initiativen bei den derivativen Instrumenten zeigen (s. Kapitel VIII). Natürlich kann von diesen Maßnahmen nicht erwartet werden, daß sie extreme Preisausschläge und Fehlentwicklungen verhindern. Sie werden sie jedoch mildern und das Finanzsystem gegenüber unerwarteten Erschütterungen widerstandsfähiger machen. Überdies können sie den Währungsbehörden ihre währungspolitischen Aufgaben erleichtern.

... und mikro-
ökonomischer
Ebene

VI. Wechselkurse und Kapitalverkehr in den Industrieländern

Schwerpunkte

Zu den dramatischsten Entwicklungen an den Devisenmärkten in den sechzehn Monaten bis Anfang Mai dieses Jahres kam es gegen Ende dieses Zeitraums, als die divergierenden Tendenzen zwischen dem US-Dollar auf der einen sowie dem Yen und der D-Mark auf der anderen Seite größere Ausmaße annahmen. Im EWS-Wechselkursmechanismus verursachte dieser Druck – zusammen mit weiteren Einflußfaktoren – erneut Spannungen. Vor dem Hintergrund einer Wirtschaftspolitik, die weiterhin vornehmlich binnenwirtschaftliche Ziele in den Mittelpunkt stellte, kam es Anfang 1995 de facto zu einer beträchtlichen Anpassung der bilateralen Paritäten zwischen der D-Mark, dem Yen und dem US-Dollar. Im EWS-Wechselkursverbund fand ein weiteres Realignment der Leitkurse statt.

Es war erwartet worden, daß sich der US-Dollar als Reaktion auf die konjunkturelle Entwicklung festigen würde, aber trotz steigender Zinsen in den USA und wiederholter Stützungsinterventionen hatte er sich bereits im Verlauf des Jahres 1994 etwas abgeschwächt. Die Finanzmärkte blickten zunehmend auf den Umfang des US-Leistungsbilanzdefizits, die Ausweitung der Auslandsverschuldung und im Hintergrund die sehr geringe inländische Ersparnis. Nach der Krise in Mexiko verstärkte sich der Druck Anfang 1995 massiv. Wichtigstes Pendant hierzu war der Yen – Japans Überschuß in der Leistungsbilanz war etwa ebenso groß wie das US-Defizit –, der von Anfang 1994 bis zu seinem Höchststand Mitte April 1995 gegenüber dem US-Dollar mehr als 40% zulegte. Der Schweizer Franken und die D-Mark verbuchten ebenfalls kräftige Kursgewinne. Die Währungen einiger anderer Länder mit frei schwankenden Wechselkursen, z.B. Italien, aber auch Schweden und Kanada, schwächten sich wegen Bedenken hinsichtlich der Haushaltspolitik und politischer Unsicherheiten deutlich ab. Auch das Pfund Sterling verlor an Wert.

Anfang 1995 spielten im EWS-Wechselkursverbund neben den Spannungen, die bei einer Stärke der D-Mark gegenüber dem US-Dollar oftmals auftreten, auch Haushaltsprobleme und politische Faktoren eine Rolle. Spanien war am stärksten betroffen, und Anfang März wurden die Peseta und der portugiesische Escudo im Rahmen einer weiteren offiziellen Leitkursanpassung abgewertet. Der französische Franc blieb unter Druck, ebenso wie zeitweise einige andere EWS-Währungen; ihre Kurse wurden aber durch Zinserhöhungen verteidigt.

In Japan hatte der Aufwärtsdruck auf den Yen eine weitere Lockerung der Geldpolitik im März und April 1995 zur Folge, und es wurde ein neues Haushaltspaket zur Belebung der Konjunktur angekündigt. Auch in Deutschland wurden die Zinssätze im März angesichts der rückläufigen Entwicklung der Geldmenge M3 weiter gesenkt. Die USA trafen hingegen zu dieser Zeit keine entsprechenden wirtschaftspolitischen Maßnahmen, um den Dollar zu unterstützen. Das politische Verfahren zur Budgeterstellung in den USA läßt keine rasche Anpassung der

Haushaltspositionen zu, und überdies mehrten sich die Anzeichen, daß die Konjunktur infolge der vorangegangenen Straffung der Geldpolitik und der Ausgabenkürzungen in der mexikanischen Wirtschaft an Schwung verlor. Wegen der Schwäche des kanadischen Dollars gegenüber dem US-Dollar und der starken Abwertung des mexikanischen Pesos hatte sich der reale gewogene Außenwert des US-Dollars zudem im Berichtszeitraum nur um knapp 8% verschlechtert.

Nur wenige Monate nach dem 50. Jahrestag des Bretton-Woods-Abkommens belebten diese Ereignisse erneut die Diskussion darüber, wie im internationalen Währungs- und insbesondere Wechselkursgefüge wieder eine größere Stabilität hergestellt werden könnte. Devisenmarktinterventionen auch nur annähernd im Umfang der Kapitalströme, wie sie der private Sektor mittlerweile hervorbringen kann, wenn die gesamtwirtschaftlichen Eckdaten als unausgewogen empfunden werden, sind unmöglich. Gleichzeitig ist es angesichts des globalisierten Finanzsystems der heutigen Zeit weder wünschenswert noch machbar, wieder zu Kapitalverkehrscontrollen zurückzukehren oder Devisentransaktionen zu sanktionieren. Dauerhaft läßt sich Wechselkursinstabilität nur dann erfolgreich bekämpfen, wenn die einzelnen Länder ihre inländische Wirtschaftspolitik so gestalten, daß die gesamtwirtschaftlichen Eckdaten von den Märkten als solide und tragfähig eingeschätzt werden. Während inzwischen allgemein anerkannt ist, daß niedrige und vergleichbare Inflationsraten für alle Länder wünschenswert sind, müssen die Politiker ihr Augenmerk offensichtlich stärker als bisher auf Haushalts- und außenwirtschaftliche Ungleichgewichte richten und damit auch auf die Folgen eines nachhaltigen Wachstums von Auslandsverbindlichkeiten und -forderungen.

US-Dollar, Yen und D-Mark

Die wichtigste Wechselkursentwicklung im Berichtszeitraum war die anhaltende Schwäche des US-Dollars gegenüber dem Yen, die im Frühjahr dieses Jahres in einem massiven Einbruch auf historische Tiefstände gipfelte. Gegenüber der D-Mark ging der Dollar ebenfalls deutlich zurück, wenn auch weniger dramatisch.

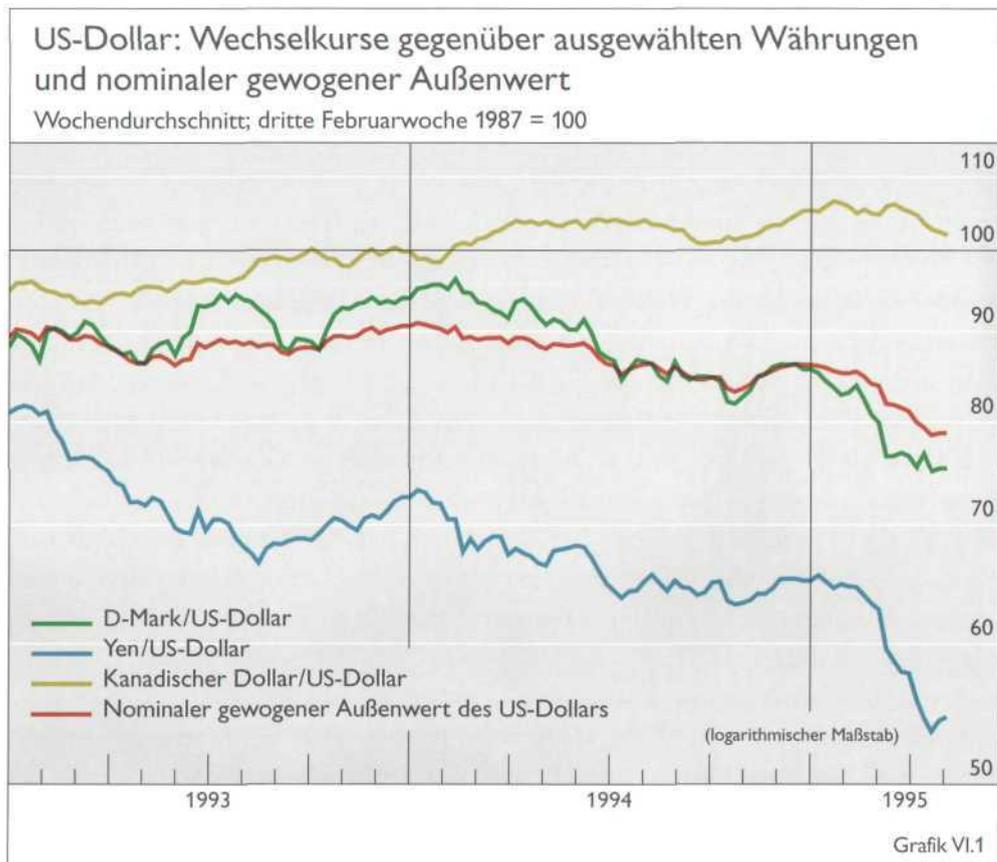
In Japan gaben die Auswirkungen der veränderten Wechselkurskonstellation auf die Wettbewerbssituation am meisten Anlaß zu Besorgnis, da sich der reale gewogene Außenwert des Yen von Ende 1993 bis April 1995 um 26% erhöhte, während der des US-Dollars relativ wenig nachgab. Auch der reale gewogene Außenwert der D-Mark veränderte sich nur geringfügig; er nahm im gleichen Zeitraum um 5½% zu, wobei praktisch der gesamte Anstieg Anfang 1995 erfolgte.

In den ersten zehn Monaten 1994 verschlechterte sich der US-Dollar schubweise, obwohl mehrfach zu seinen Gunsten interveniert wurde. Bis Anfang November war er gegenüber dem Yen wie auch gegenüber der D-Mark um 15% gefallen, gemessen an seinem nominalen gewogenen Wert allerdings nur um etwa 6%. Danach erholte er sich zeitweilig, nachdem die US-Währungsbehörden am 2. und 3. November recht energisch und in Abstimmung mit einer anderen Zentralbank am Markt interveniert hatten. Etwas später, am 15. November, wurden die Leitzinssätze in den USA um 75 Basispunkte angehoben. Dies war die größte Anpassung dieser Art seit Beginn der geldpolitischen Straffung im Februar. Die nachfolgende Erholung des Dollars war jedoch von kurzer Dauer, was zum Teil auf den Ausbruch der Krise in Mexiko Ende Dezember zurückzuführen war und zum Teil auch darauf,

Anhaltende Schwäche des US-Dollars und starke Aufwertung des Yen ...

... aber Rückgang des gewogenen Dollar-Außenwerts geringer

1994 sporadische Interventionen gegen Kurssturz des Dollars



1995 Beschleunigung des Dollar-rückgangs und des Yen-Anstiegs

daß sich die Zinserwartungen zugunsten anderer Währungen verschoben. So begann sich die US-Währung um die Jahreswende wieder abzuschwächen, und Anfang März 1995 verstärkte sich die Talfahrt, nachdem eine Verfassungsänderung über die Haushaltskonsolidierung im Kongreß gescheitert war und es Anzeichen dafür gab, daß die Straffung der Geldpolitik in diesem Konjunkturzyklus beendet sein könnte. Am 2. März intervenierten die US-Währungsbehörden an den Devisenmärkten, und am nächsten Tag schlossen sich ihnen zahlreiche andere Währungsbehörden an. Trotzdem setzte der US-Dollar seinen Kurssturz fort und erreichte im April extreme Tiefstände von rund ¥ 80 und DM 1,35, d.h. 17% bzw. 10% unter den zeitweiligen Tiefs vom November. Eine überraschende Zinssenkung in Deutschland Ende März und die Ankündigung eines neuen Haushaltspakets zur Konjunkturbelebung in Japan im April hielten den Kursverfall möglicherweise ein wenig auf, hatten aber nur einen sehr bescheidenen Kursanstieg zur Folge. Der Rückgang des gewogenen Außenwerts des US-Dollars war wegen der Schwäche des kanadischen Dollars und insbesondere der starken Abwertung des mexikanischen Pesos wesentlich geringer.

Breite Palette von Erklärungen ...

Eine breite Palette von Faktoren läßt sich zur Erklärung dieser Wechselkursentwicklungen anführen, die von sehr kurzfristigen Auslösern bzw. unerwarteten Ereignissen – politischer wie auch wirtschaftlicher Art – bis zu grundlegenden Aspekten reichen. Da Wechselkurse relative Preise sind, scheinen darüber hinaus einige vergleichsweise unabhängige Kräfte wirksam gewesen zu sein, die speziell entweder den Yen oder die D-Mark betrafen. Jegliche Analyse hat jedoch nur eingeschränkte Aussagekraft, denn sie muß sich auf Annahmen über nicht meßbare

Zukunftserwartungen sowie auf Einschätzungen der Verhaltensweisen und Absichten der Politiker stützen.

Kurzfristige Schocks und neue Wirtschaftsdaten

Am wirtschaftlichen Aufschwung in den USA gab es 1994 keine Zweifel mehr, und so spielte es für die Kursentwicklung des Dollars nur eine untergeordnete Rolle, daß sich die *Einschätzungen* über die voraussichtliche Stärke der Konjunktur wandelten. Dies stand in gewissem Gegensatz zu der Zaghaftheit in einer früheren Phase der Erholung, als der Außenwert der Währung im Zusammenhang mit nicht einheitlichen Wirtschaftsindikatoren, die abwechselnd auf eine Stärkung oder eine Schwächung der Wirtschaftstätigkeit hindeuteten, leicht hin und her pendelte. Einmal im Oktober letzten Jahres ließen Anzeichen einer unerwartet deutlichen Konjunkturbelebung sogar wieder Inflationsängste aufkommen und wirkten sich eine Zeitlang nachteilig auf den US-Dollar aus, als die Anleihekurse drastisch zurückgingen. Im großen und ganzen aber scheinen sich die mehrfach auftretenden starken Ausschläge der Anleihekurse kurzfristig kaum an den Devisenmärkten ausgewirkt zu haben.

Der US-Dollar reagierte von Zeit zu Zeit auf das Auf und Ab bei den Handelsgesprächen zwischen den USA und Japan. Im Februar 1994 beispielsweise wurden Schwierigkeiten bei diesen Gesprächen dahingehend interpretiert, daß bei einem Scheitern der Verhandlungen Wechselkursänderungen zur Stärkung der US-Außenhandelsposition notwendig würden. Ähnlich war es im Juni, als der Rücktritt der japanischen Regierung Befürchtungen aufkommen ließ, daß es bei den weiteren Verhandlungen Verzögerungen geben werde.

Die Finanzkrise in Mexiko und die Freigabe des Wechselkurses des Pesos Ende Dezember schlugen zunächst schockartig auf den US-Dollar durch. Es wurde befürchtet, daß die Schwäche des mexikanischen Pesos die US-Währungsbehörden daran hindern könnte, die Zinssätze so anzuheben, wie es die Situation im Inland erforderte – vor allem, als sich das Unterstützungspaket für Mexiko verzögerte. Durch die Ankündigung eines solchen Pakets wie auch durch die weitere Anhebung des Tagesgeldsatzes am 1. Februar 1995 wurden diese Befürchtungen etwas beschwichtigt. Sie erhielten allerdings neue Nahrung durch die Besorgnis, daß der Spielraum der US-Währungsbehörden für Stützungsoperationen zugunsten des US-Dollars dadurch eingeengt würde, daß \$ 20 Mrd. aus dem Wechselkursstabilisierungsfonds des US-Finanzministeriums als eventuelle Unterstützung für Mexiko vorgesehen werden sollten. Der Vorsitzende des Federal Reserve Board erklärte jedoch vor dem Bankenausschuß des Senats, falls die US-Währungsbehörden zu intervenieren beschlössen, sei ihre Fähigkeit hierzu nicht beeinträchtigt.

Später wurde – mit größerem Recht – befürchtet, daß die notwendige und unumgängliche Verbesserung der mexikanischen Leistungsbilanz zu einem Rückgang des US-Außenhandelsüberschusses gegenüber Mexiko führen würde. Verstärkt wurden diese Bedenken, als Ende März die Außenhandelszahlen für Januar veröffentlicht wurden, die eine kräftige Zunahme des US-Außenhandelsdefizits erkennen ließen und eine weitere Abschwächung des US-Dollars bewirkten. Die Zahlungsbilanzsituation spielt allerdings eher als einer der Fundamentalfaktoren eine Rolle. Für die Haushaltsposition gilt dies im Prinzip auch, aber das Scheitern der Verfassungsänderung über die Haushaltskonsolidierung wurde gleichzeitig als

... aber geringer Einfluß der kurzfristigen Wirtschaftsentwicklung ...

... und der früheren Turbulenzen an den Anleihemärkten

Schwierigkeiten bei Handelsgesprächen

Mexiko-Krise löst Zweifel aus, ob US-Währungsbehörden den Dollar verteidigen können

Schlechtere Aussichten für US-Handelsbilanz ...

... gefolgt von haushaltspolitischen Unsicherheiten

Technische Faktoren fördern Yen-Anstieg noch

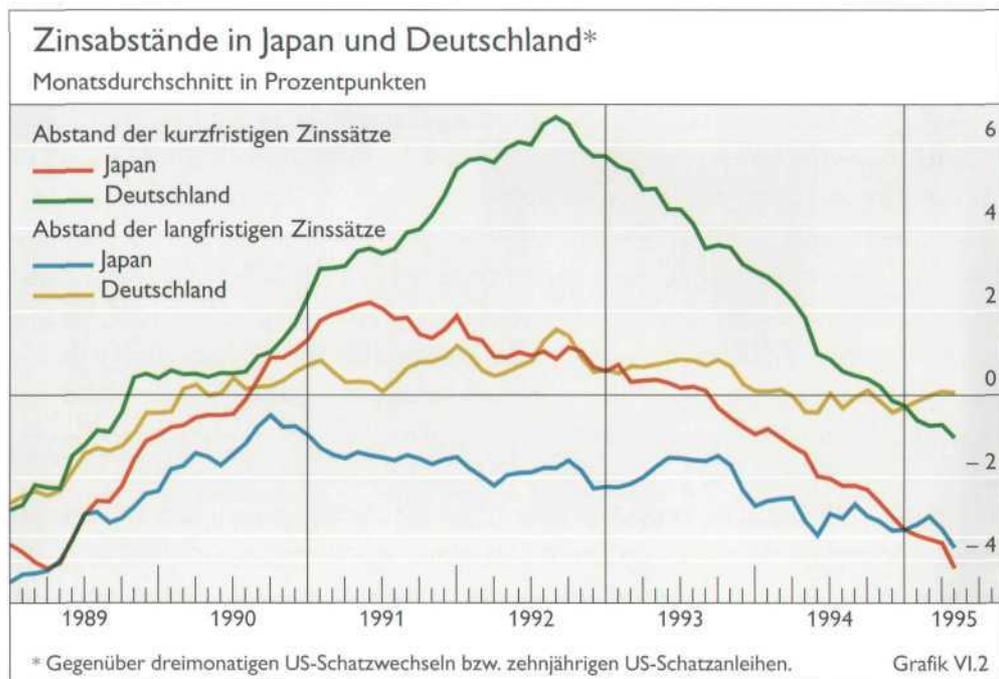
einer der unmittelbaren Auslöser für den noch steileren Kursverfall des Dollars gegenüber dem Yen und der D-Mark ab Anfang März 1995 betrachtet. Der weitere starke Kursanstieg des Yen im April wurde überdies noch dadurch verschärft, daß die japanischen Exporteure zuvor „Knock-out“-Optionen als billige Absicherung verwendet hatten. Diese Optionen verfielen nämlich automatisch, als der Yen die zwischen Optionskäufern und Händlern vereinbarten „Outstrikes“ durchbrach. Dadurch wurden zusätzliche Kassa- und Terminverkäufe von Dollars ausgelöst, da die Exporteure neue Absicherungsprogramme aufstellen und die Händler ihre bestehenden Absicherungspositionen an die neuen Gegebenheiten anpassen mußten.

Fundamentale Einflußfaktoren

Entgegen Erwartungen keine Stärkung des Dollars ...

Wie bereits erwähnt, war man davon ausgegangen, daß die Verschiebung der relativen Positionen im Konjunkturzyklus und die entsprechenden Veränderungen der internationalen Zinsdifferenzen 1994 den US-Dollar stützen würden. Die US-Wirtschaft wuchs dann etwas rascher als angenommen, während das Wachstum in Japan mehr oder weniger genauso schleppend verlief wie erwartet. Außerdem veränderte sich der Abstand der kurzfristigen Zinsen zwischen den USA und Japan in der Tat stark zugunsten des Dollars, aber der Dollar schwächte sich gegenüber dem Yen trotzdem ab, was darauf schließen läßt, daß noch andere Einflußfaktoren wirksam waren. Gegenüber der D-Mark verlor der Dollar ebenfalls an Wert, obwohl sich auch hier die Differenz der kurzfristigen Zinsen zu seinen Gunsten entwickelte. Eine Erklärung dafür ist, daß das Wirtschaftswachstum in Deutschland – mit einer Jahresrate von fast 4% im ersten Halbjahr – erheblich höher war als zuvor prognostiziert. Zusammen mit der Überschreitung des Geldmengenziels der Deutschen Bundesbank zu der Zeit hatte dies zweifelsohne zur Folge, daß die Erwartungen hinsichtlich des Ausmaßes und des zeitlichen Ablaufs einer weiteren Lockerung der Geldpolitik in Deutschland revidiert wurden.

... teils wegen unerwartet starken Wachstums in Deutschland



Die US-Zahlungsbilanzdaten scheinen nicht nennenswert schlechter gewesen zu sein, als zuvor erwartet worden war. Es ist jedoch möglich, daß die Anleger längerfristigen Überlegungen hier größeres Gewicht beizumessen begannen. Zum ersten Mal seit 1914 war der Saldo der Kapitalertragsbilanz der USA im letzten Jahr negativ. Dies spiegelt die großen Verschiebungen in der Nettoauslandsvermögensposition der USA seit Anfang der achtziger Jahre wider. Auf Jahresbasis gerechnet ist die US-Leistungsbilanz seit 1982 kontinuierlich defizitär, und bis Ende 1994 hatten sich diese Fehlbeträge zu insgesamt über \$ 1¼ Bio. addiert.

Größere Beachtung der längerfristigen Zahlungsbilanzentwicklung ...

Ein weiterer wichtiger Aspekt der Außenwirtschaftsposition der USA ist, daß zwei der wichtigsten Handelspartner des Landes, nämlich Kanada und Mexiko, ebenfalls hohe Leistungsbilanzdefizite aufweisen. Eine der Folgen der mexikanischen Krise wurde schnell erkannt. Von den anderen beiden NAFTA-Staaten würde kein Beitrag zu einer nennenswerten Verbesserung der Leistungsbilanz der USA zu erwarten sein. Angesichts der Schwäche des Pesos und des kanadischen Dollars wie auch des zunehmend strafferen haushaltspolitischen Kurses in beiden Ländern wurde eher mit einer Verschlechterung der US-Position ihnen gegenüber gerechnet. Vor diesem Hintergrund mag es wenig überraschen, daß die Anpassung des US-Dollar-Kurses gegenüber einigen anderen Währungen inzwischen ein recht großes Ausmaß angenommen hat.

... und Auswirkungen der Lage in Mexiko und des schwachen kanadischen Dollars

Eine Wechselkurskorrektur ist jedoch nur einer der Mechanismen, die die Leistungsbilanzsalden beeinflussen können. Die Marktteilnehmer reagieren auch äußerst sensibel auf den grundlegendsten der Fundamentalfaktoren, d.h. die Wirtschaftspolitik, und auf die vorhandene oder fehlende Bereitschaft der Verantwortlichen, eine Anpassung des wirtschaftspolitischen Kurses vorzunehmen, um dem Preisaufrtrieb entgegenzuwirken und den Wechselkurs zu stabilisieren. Die US-Geldpolitik war zweifellos am Stabilitätsziel orientiert. So wurden die monetären Bedingungen Anfang Februar 1994 bewußt – anders als bei früheren Gelegenheiten – vorbeugend gestrafft.

Vorsorgliche Straffung der US-Geldpolitik ...

Die öffentliche Haushaltslage bot den Marktteilnehmern hingegen auch weiterhin Anlaß zur Besorgnis, da sie als wichtiger Grund für das geringe Niveau der inländischen Ersparnis in den USA angesehen wurde. Ohne Korrektur würde das daraus resultierende Ungleichgewicht zwischen Ersparnis und Investitionen mit großer Sicherheit zu weiteren Leistungsbilanzdefiziten führen. Und die politischen Möglichkeiten für eine solche Korrektur wurden als sehr ungewiß eingeschätzt.

... aber niedrige US-Sparquote u.a. als Folge des Haushaltsdefizits

Auch war trotz wiederholter Interventionen nicht immer klar erkennbar, welche Bedeutung die US-Behörden dem Wechselkurs beimaßen. Der vorher während der Handelsgespräche mit Japan entstandene Eindruck war schwer zu zerstreuen. Die Ergebnisse des Gipfeltreffens der Siebenergruppe im Juli in Neapel schienen diesen Eindruck im großen und ganzen ebenfalls zu bestätigen, da die Staats- und Regierungschefs keine nennenswerte Besorgnis über den Stand des Dollars äußerten – zumindest nicht in einer gemeinsamen Stellungnahme – und keine einschlägigen wirtschaftspolitischen Maßnahmen angekündigt wurden.

Weiterhin Zweifel am Markt über Einstellung der US-Behörden zum Wechselkurs ...

Anfang 1995 gab es erste Anzeichen für eine Verlangsamung des US-Wachstums. Vor diesem Hintergrund wurde zunehmend davon ausgegangen, daß der Spielraum für weitere Zinserhöhungen zur Unterstützung des Dollars begrenzt war, da dies mit den binnenwirtschaftlichen Erfordernissen in Konflikt geraten könnte. Ein ähnlicher Konflikt trat in Deutschland zutage, wo eine weitere Senkung

... insbesondere bei allmählicher Verlangsamung der US-Konjunktur Anfang 1995

der Zinssätze im Lichte der wirtschaftlichen Erholung wie auch des Inflationspotentials einiger jüngst ausgehandelter Lohnabschlüsse als weniger angemessen erschien. Auch in Japan schien der Spielraum angesichts des bereits niedrigen Zinsniveaus klein zu sein; außerdem war man dort entschlossen, auf keinen Fall das Risiko erneuter Übersteigerungen bei den Preisen von Vermögenswerten einzugehen.

Interventionen
nur von begrenzter
Wirkung

Als daher Anfang März dieses Jahres erneut interveniert wurde, wurde dies nicht als überzeugendes Signal dafür gewertet, daß es bei Bedarf deutliche Zinsänderungen geben würde, um die Wechselkurse zu stützen. Erschwerend kam möglicherweise noch hinzu, daß die Entscheidung für vorbeugende Zinsänderungen eine eher unbequeme Nebenwirkung hat: Wenn es richtig ist, in einer Phase der geldpolitischen Straffung vorausschauend zu handeln, dann dürfte dies auch in einer Phase der Lockerung gelten. In diesem Fall könnten die Marktteilnehmer auch zu Recht erwarten, daß der Zinsanstieg früher als in vorhergehenden Zyklen endet oder sich umzukehren beginnt, und sie könnten die möglichen Auswirkungen dieser Entwicklung auf die Wechselkurse berücksichtigen.

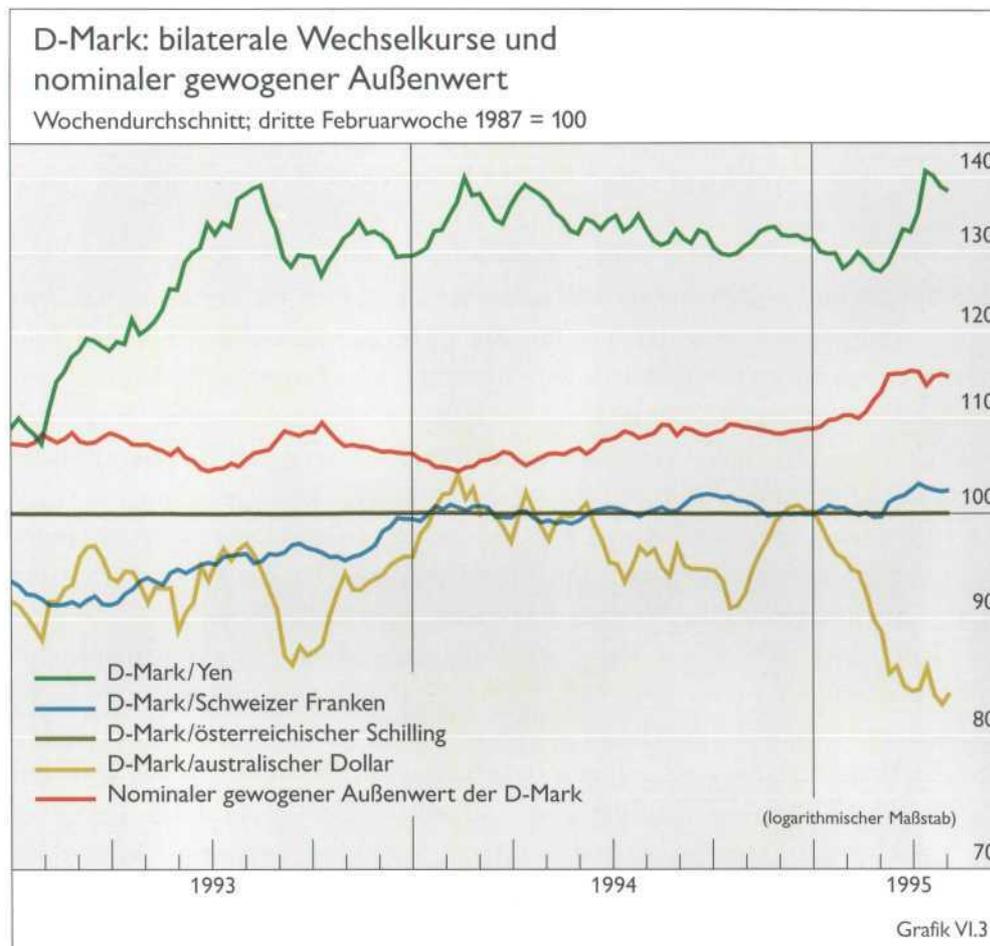
Eckdaten für Yen
und D-Mark ...

Die Stärke des Yen und der D-Mark ist zum Teil auf mehrere voneinander relativ unabhängige Faktoren zurückzuführen. Zum einen waren bestimmte wichtige gesamtwirtschaftliche Eckdaten in Japan und Deutschland stabiler als in den USA. So schien z.B. die fundamentale Haushaltslage in Japan gesünder zu sein, und die Leistungsbilanz wies natürlich einen hohen Überschuß auf; hinzu kam eine niedrige oder nahe Null liegende Inflationsrate. Vor einem derartigen Hintergrund mag es nicht überraschend sein, daß der Anstieg des Yen durch wiederholte Interventionen wohl nur etwas gebremst wurde.

... sowie
Glaubwürdigkeit
der Politik ...

In Deutschland weist die Leistungsbilanz neuerdings ein leichtes Defizit auf, doch der Nettoauslandsvermögensstatus ist nach wie vor sehr günstig. Außerdem werden die Auswirkungen der Wiedervereinigung auf die öffentlichen Haushalte anscheinend schneller unter Kontrolle gebracht als ursprünglich erwartet. Zwar geben die jüngsten Lohnabschlüsse in Deutschland – wie bereits bemerkt – einigen Anlaß zur Sorge, doch scheinen sie keinen Abwärtsdruck auf die D-Mark ausgelöst zu haben; möglicherweise ist sogar das Gegenteil eingetreten. Die Marktteilnehmer schätzten die Geldpolitik offensichtlich als glaubwürdig genug ein, um davon auszugehen, daß die Währungsbehörde alle notwendigen Maßnahmen ergreifen würde, um ihre Stabilitätsziele zu erreichen. Ende März sah sich die Deutsche Bundesbank angesichts eines weiteren Anstiegs des Wechselkurses und eines Rückgangs von M3 sogar in der Lage, die Zinsen erneut zu senken, ohne daß ihr Stabilitätskurs beeinträchtigt wurde. Durch das Vorgehen der Bundesbank verengte sich zwar die Spanne zwischen den EWS-Währungen innerhalb des Kursbands leicht, die Entwicklung des US-Dollars kehrte sich aber nicht um. Ebenso konnte die spätere Ankündigung einer Zinssenkung und eines finanzpolitischen Maßnahmenpakets zur Konjunkturbelebung in Japan den Wertgewinn des Yen lediglich bremsen, zumal nur sehr wenige konkrete Angaben über die finanzpolitischen Pläne gemacht wurden.

Sowohl die japanische als auch die deutsche Währung erhielten außerdem dadurch Auftrieb, daß verstärkt in nach allgemeiner Auffassung wertstabilen Währungen angelegt wurde. Dafür gab es zwei Hauptursachen. Zum einen waren in einer Reihe von Industrieländern zunehmend Unsicherheiten politischer und/oder



finanzpolitischer Natur erkennbar. Die dadurch ausgelösten Befürchtungen dürften durch die unerwarteten und verbreiteten Verluste an den internationalen Anleihemärkten in der ersten Hälfte 1994 noch bekräftigt worden sein. Diese wiederum dürften Investoren dazu veranlaßt haben, das Risiko weiterer Verluste durch eine Umschichtung ihrer Anlagen in solche Währungen zu begrenzen, die traditionell als „sicherer Hafen“ gelten. Der US-Dollar spielte dabei jedoch offenbar keine nennenswerte Rolle. Die mexikanische Krise schien dann eine zweite Phase der Flucht in die Qualität auszulösen, in der der Dollar selbst stärker unter Druck geriet. Jüngst gab es Marktberichte, wonach diese Entwicklungen insgesamt eine Diversifizierung der Währungsreserven einiger Länder gefördert hätten.

Vergleicht man die beiden wichtigsten Währungen, die an Wert gewannen, so befestigte sich der Yen Anfang 1994 gegenüber der D-Mark, ging dann aber bis März 1995 tendenziell leicht zurück. Auf den ersten Blick läßt dies darauf schließen, daß die D-Mark durch die Flucht in die Qualität zumindest zeitweise einem stärkeren Druck ausgesetzt war als der Yen. Das Aufwertungspotential des Yen muß jedoch vor dem Hintergrund zweier entgegengesetzter Einflußfaktoren gesehen werden. Einerseits war der reale gewogene Außenwert des Yen im Zeitraum 1992/93 bereits um etwa ein Drittel gestiegen, verglichen mit weniger als einem Zehntel im Falle der D-Mark. Dies mag manche zu der Annahme verleitet haben, das Potential für einen weiteren Kursanstieg sei begrenzt (s. Grafik VI.10, S. 151). Andererseits war

... stärken Status als „sicherer Hafen“ bei Zunahme der „Flucht in die Qualität“

Stärke von Yen und D-Mark im Vergleich

gerade das hohe Ausmaß des früheren Kursanstiegs des Yen ein wichtiger Grund für die Verluste, die japanische Anleger auf den ausländischen Märkten hinnehmen mußten. Diese Erfahrung schlug sich nieder in einer geringeren Bereitschaft, den Leistungsbilanzüberschuß über langfristige private Kapitalanlagen im Ausland zurückzuschleusen, und in dem Wunsch nach einer gründlicheren Absicherung gegen die damit verbundenen Währungsrisiken.

Finanzierung der Zahlungsbilanz in den drei größten Volkswirtschaften

Das Leistungsbilanzungleichgewicht der drei größten Volkswirtschaften zusammengekommen erhöhte sich 1994 erneut, und zwar vor allem deshalb, weil das US-Defizit weiter auf mehr als \$ 155 Mrd. stieg. Der japanische Leistungsbilanzüberschuß blieb mit rund \$ 130 Mrd. auf einem hohen Stand, während sich das relativ niedrige deutsche Defizit leicht verschlechterte.

Gemäß Zahlungsbilanzdaten verringerte Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits durch staatliche Stellen, aber ...

Wenn man allein die Zahlungsbilanzdaten zugrunde legt, ging die Verschlechterung der Leistungsbilanz der USA offenbar nicht mit einer entsprechenden weiteren Zunahme der Nettowährungsverbindlichkeiten einher, wie vielleicht hätte erwartet werden können. Der ausgewiesene Anstieg der Nettowährungsverbindlichkeiten sank sogar um rund \$ 27 Mrd. Die ausgewiesenen Anlagen ausländischer Währungsbehörden, insbesondere aus den Entwicklungsländern (ohne OPEC-Länder), fielen von \$ 72 Mrd. auf \$ 39 Mrd.; hier machte sich auch der starke Rückgang der mexikanischen Währungsreserven bemerkbar. Angesichts wiederholter Interventionen der US-Behörden verringerten sich darüber hinaus die Yen- und DM-Reserven der USA (auf der Basis der Stromgrößen berechnet) um rund \$ 5 Mrd. Wie noch ausführlicher erläutert wird, weitete sich die indirekte Finanzierung des US-Defizits durch staatliche Stellen im letzten Jahr offenbar deutlich aus, was sich zum Teil in den Veränderungen der erfaßten privaten Kapitalbewegungen niedergeschlagen haben dürfte.

Im Kapitalverkehr des privaten Sektors gab es 1994 in drei wichtigen Kategorien deutliche Steigerungen oder eine Umkehr der Kapitalströme: ausländische Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen sowie Nettokapitalbewegungen über die Banken. Insgesamt drehte sich die Kapitalbilanz um rund \$ 138 Mrd. Die ausländischen Direktinvestitionen in den USA verdreifachten sich beinahe und erreichten \$ 60 Mrd., was möglicherweise zum Teil auf die wachsende Dynamik der konjunkturellen Erholung zurückzuführen ist. Gleichzeitig sanken die Portfolioinvestitionen der USA im Ausland ungleich stärker als die ausländischen Anlagen in US-Aktien und -Anleihen, obwohl das Interesse privater japanischer Anleger an US-Vermögenswerten – von der Öffentlichkeit stark beachtet – beträchtlich nachließ. Offenbar wurden die Kapitalbewegungen im Zusammenhang mit den US-Portfolioinvestitionen von der Unsicherheit auf den internationalen Anleihemärkten auf asymmetrische Weise beeinflußt. Insbesondere gaben US-Anleger in der ersten Jahreshälfte sogar europäische Anleihen ab, während sich Gebietsfremde weiter am US-Anleihemarkt engagierten. Darüber hinaus beschleunigten sich sowohl die Nachfrage nach Bankkrediten als auch das Angebot angesichts der zunehmenden Kreditnachfrage in den USA und allmählich steigender kurzfristiger Zinssätze, so daß die Nettokapitalzuflüsse über die Banken \$ 104 Mrd. erreichten und sich damit mehr als verdoppelten. Auf der Passivseite war die deutliche Ausweitung von \$ 18 Mrd. auf \$ 106 Mrd. hauptsächlich durch die Geschäfte der

Zahlungsbilanzen der USA, Japans und Deutschlands

	1990	1991	1992	1993	1994	1994			
						1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
						Mrd. US-Dollar			
USA									
Leistungsbilanz	-91,7	- 7,0	- 67,9	-103,9	-155,7	-24,9	-36,0	-46,7	-48,0
Kapitalverkehrsbilanz ¹	61,9	-14,8	25,7	35,3	113,9	14,4	23,8	28,1	47,6
darunter:									
Direktinvestitionen	18,0	- 5,2	- 31,1	- 36,5	1,6	-14,4	- 3,8	2,7	17,1
Portfolioinvestitionen ²	-29,7	9,2	21,6	- 15,1	30,9	5,9	- 8,3	11,2	22,1
Bankkredite	12,2	8,8	37,8	50,7	104,2	34,0	40,8	19,6	9,8
Restposten	39,9	-39,7	- 17,1	21,1	- 33,3	-20,3	- 5,0	- 6,9	- 1,1
Veränderung der Nettowährungsreserven ^{3,4}	29,9	21,8	42,2	68,6	41,7	10,5	12,2	18,6	0,4
Japan									
Leistungsbilanz	35,8	72,9	117,6	131,4	129,1	35,0	33,4	29,6	31,2
Kapitalverkehrsbilanz ¹	-56,6	-90,0	-118,9	-108,0	-131,4	-28,9	-39,6	-33,7	-29,3
darunter:									
Direktinvestitionen	-46,3	-29,4	- 14,5	- 13,6	- 17,1	- 5,2	- 3,8	- 4,2	- 3,8
Portfolioinvestitionen ²	- 5,0	41,0	- 26,2	- 62,7	- 48,9	54,1	-35,3	-39,0	-28,8
Bankkredite	-13,6	-93,5	- 73,0	- 15,0	- 22,7	-81,9	12,7	25,2	21,3
Restposten	-20,9	- 7,8	- 10,5	- 0,3	- 17,8	6,3	- 7,8	-10,1	- 6,2
Veränderung der Nettowährungsreserven ³	20,9	17,1	1,4	- 23,5	2,3	- 6,1	6,2	4,1	- 1,9
Deutschland									
Leistungsbilanz	46,3	-19,1	- 21,1	- 14,7	- 23,2	- 2,7	- 0,9	-12,7	- 6,9
Kapitalverkehrsbilanz ¹	-39,4	18,9	68,5	- 7,5	30,8	3,3	3,7	18,0	5,9
darunter:									
Direktinvestitionen	-20,8	-18,6	- 15,9	- 13,4	- 14,6	- 3,8	- 4,2	- 1,6	- 5,0
Portfolioinvestitionen ^{2,5}	- 2,4	22,5	38,7	123,0	- 7,4	-16,1	-14,5	3,4	19,9
Kurzfristige Bankkredite	- 0,9	24,4	40,0	- 62,9	57,7	41,2	21,0	11,5	-16,1
Sonstige kurzfristige private Kapitaltransaktionen	-11,6	5,3	5,0	- 33,3	- 10,3	- 5,2	7,4	- 5,8	- 6,9
Restposten	15,0	7,8	7,2	- 10,8	0,7	-14,3	- 5,7	9,5	11,2
Veränderung der Nettowährungsreserven ³	- 6,9	0,3	- 47,4	22,1	- 7,6	- 0,6	- 2,7	- 5,3	1,0

¹ Definiert als: - (Leistungsbilanzsaldo + Veränderung der Nettowährungsreserven); Minuszeichen: Kapitalabfluß. ² Nur Anleihen und Aktien. ³ Veränderung der Gold- und Devisenreserven abzüglich der Veränderung der Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden. Wechselkursbereinigt. Minuszeichen: Zunahme der Nettowährungsreserven. ⁴ Einschl. US-Staatspapiere im Besitz von ausländischen Währungsbehörden. ⁵ Einschl. Schuldscheindarlehen.

Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle VI.1

ausländischen Niederlassungen von US-Banken bedingt, insbesondere derjenigen in Westeuropa und der Karibik.

Die US-Zahlungsbilanz scheint daher den Schluß naheulegen, daß 1994 eine deutliche Verlagerung weg von der Finanzierung des steigenden Leistungsbilanzdefizits durch staatliche Stellen zugunsten von Zuflüssen aus dem Privatsektor stattfand. Andere Indizien deuten aber darauf hin, daß dies mit großer Wahrscheinlichkeit eine voreilige Schlußfolgerung ist und daß indirekt die Finanzierung durch

... Indizien für hohe „indirekte“ Finanzierung durch staatliche Stellen

staatliche Stellen außerhalb der USA erheblich größer war, als es die US-Zahlungsbilanz ausweist. Gemäß der internationalen Bankenstatistik der BIZ stiegen die Dollareinlagen staatlicher Stellen bei Eurobanken außerhalb der USA im letzten Jahr um den Rekordbetrag von beinahe \$ 32 Mrd. (s. Tabelle VI.2). Zum großen Teil, wenn nicht sogar vollständig, dürfte dieser Betrag zur Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits beigetragen haben, da er wahrscheinlich im Zuge der Zinsarbitrage weitgehend wieder in den USA angelegt wurde und sich damit in den Nettoverbindlichkeiten der US-Banken gegenüber ausländischen Banken niederschlägt. Darüber hinaus dürfte der nicht aufgliederbare Rest des Anstiegs der Dollarreserven (\$ 25 Mrd.) auf US-Dollar-Bestände ausländischer Zentralbanken zurückzuführen sein, die entweder über Banken außerhalb des BIZ-Berichtsgebiets oder über den Erwerb von Wertpapieren privater US-Schuldner in die USA gelangten. Die Zunahme der ausgewiesenen Bruttobestände an Dollar-Währungsreserven erhöhte sich jedenfalls 1994 von \$ 70 Mrd. auf insgesamt \$ 91 Mrd.; gemessen am – größeren – Leistungsbilanzdefizit sank ihr Anteil damit allerdings von 67% auf 58%.

Starker Anstieg der Reserven in Asien und Diversifizierung aus dem Dollar

Zwar werden für Asien keine nach Währungen aufgegliederten Angaben über die Währungsreserven veröffentlicht, doch dürfte die Zunahme der Dollar-Währungsreserven um \$ 91 Mrd. hauptsächlich auf diese Region entfallen sein. Die japanischen Reserven erhöhten sich infolge der Interventionen, mit denen versucht wurde, den starken Wertgewinn des Yen zu begrenzen, um \$ 26 Mrd. Die Reserven Chinas stiegen um mehr als \$ 30 Mrd., und jene von Singapur, Indien, Taiwan, der Republik Korea und Thailand weiteten sich um insgesamt \$ 39 Mrd. aus. Da sich der Zuwachs der Währungsreserven auf Asien (ohne Berücksichtigung Japans) konzentrierte, verwundert es nicht, daß dem Thema der Diversifizierung der

Offizielle Währungsreserven ¹						
Position	1990	1991	1992	1993	1994	Stand Ende 1994
	Mrd. US-Dollar					
	Veränderung zu jeweiligen Wechselkursen					
Insgesamt	123,7	45,8	23,9	100,7	146,7	1 108,2
darunter:						
<i>Industrieländer</i>	82,1	-24,3	-25,9	27,6	56,7	515,6
<i>Junge Industrieländer Asiens</i>	11,7	19,5	15,5	20,6	30,4	225,1
<i>Übrige Entwicklungsländer</i>	37,2	54,7	32,9	48,3	53,7	340,7
	Veränderung zu konstanten Wechselkursen ²					
Insgesamt	88,7	44,0	45,1	105,0	106,3	1 108,2
Reserven in US-Dollar	47,4	29,8	52,8	69,8	91,0	679,3
darunter:						
<i>In den USA</i>	29,9	22,3	32,8	79,0	34,5	453,2
<i>Bei Banken außerhalb der USA³</i>	4,6	5,8	9,2	1,1	31,7	124,6
<i>Nicht aufgliederbar</i>	12,9	1,7	10,8	-10,3	24,8	101,5
Reserven in anderer Währung	41,3	14,2	- 7,7	35,2	15,3	428,9
darunter: <i>Bei Banken³</i>	16,3	-29,2	- 6,9	6,6	1,7	109,8

¹ Ohne offizielle ECU. ² Teilweise geschätzt. ³ Einlagen der Währungsbehörden bei den an die BIZ berichtenden Banken. Tabelle VI.2

Währungsreserven – vom Dollar hin zum Yen – in letzter Zeit mehr Beachtung geschenkt wurde. Der Wertverlust des Dollars gegenüber dem Yen rückte das Thema nur noch stärker in den Blickpunkt, wenngleich er zweifellos nicht nur eine Ursache, sondern teilweise auch eine Auswirkung der Diversifizierungsbemühungen ist.

In der Kapitalverkehrsbilanz *Japans* veränderten sich die privaten Kapitalströme im letzten Jahr kaum. Die ausgewiesenen Nettoabflüsse im langfristigen Kapitalverkehr des privaten Sektors stiegen beispielsweise nur um \$ 2 Mrd. auf \$ 73 Mrd. Die japanischen Portfolioinvestitionen im Ausland erhöhten sich um \$ 32 Mrd., aber dies wurde durch die Wiederaufnahme der ausländischen Portfolioinvestitionen in Japan mehr als ausgeglichen (s. Tabelle VI.3). Der Großteil der

Anhaltende private japanische Portfolioabflüsse werden in Yen-Vermögenswerten angelegt

Wichtige Kapitalströme in ausgewählten Industrieländern ¹							
	1976–80	1981–85	1986–90	1991	1992	1993	1994
Mrd. US-Dollar, Jahresdurchschnitt							
Kapitalverkehr insgesamt							
Kapitalabflüsse ²	153,7	231,1	678,9	510,8	543,6	975,7	725,8
<i>In Prozent des BIP</i>	3,0	2,9	5,4	3,3	3,2	5,3	3,6
USA	43,3	44,1	77,4	96,9	82,5	125,4	164,3
Japan ³	15,4	53,5	242,2	117,2	25,4	65,0	162,0
Westeuropa ⁴	95,0	133,5	359,2	296,7	435,7	785,3	399,5
Kapitalzuflüsse	168,2	270,7	745,6	510,4	557,6	941,8	635,7
<i>In Prozent des BIP</i>	3,3	3,4	5,9	3,3	3,3	5,1	3,2
USA	33,6	100,0	177,7	82,1	108,2	160,7	278,2
Japan	15,2	30,3	178,3	27,2	-93,5	-43,0	30,8
Westeuropa ⁴	119,4	140,4	389,6	401,1	542,9	824,1	326,6
<i>darunter: Portfolioinvestitionen</i>							
Kapitalabflüsse	21,3	63,6	182,7	267,3	244,1	424,6	232,6
USA	5,3	6,5	13,6	44,7	45,1	120,0	60,6
Japan	3,4	25,0	85,9	74,3	34,4	51,7	83,6
Westeuropa ⁴	12,6	32,0	83,1	148,3	164,6	253,0	88,4
Kapitalzuflüsse	26,3	68,3	172,3	354,0	305,8	520,4	175,4
USA	5,2	29,4	44,7	54,0	66,7	104,9	91,5
Japan	5,1	12,6	26,9	115,3	8,2	-11,1	34,7
Westeuropa ⁴	16,1	26,4	100,7	184,8	230,9	426,5	49,3
<i>Direktinvestitionen</i>							
Kapitalabflüsse	36,9	37,0	149,4	169,8	157,8	160,5	186,4
USA	16,9	7,6	25,3	31,3	41,0	57,9	58,4
Japan	2,3	5,1	32,1	30,7	17,2	13,7	17,9
Westeuropa ⁴	17,8	24,3	92,0	107,8	99,6	88,9	110,0
Kapitalzuflüsse	23,3	33,2	114,2	101,0	84,8	88,5	123,5
USA	9,0	18,6	53,4	26,1	9,9	21,4	60,1
Japan	0,1	0,3	0,3	1,4	2,7	0,1	0,9
Westeuropa ⁴	14,2	14,3	60,6	73,6	72,2	67,0	62,5

¹ Ohne Veränderung der Nettowährungsreserven. ² Einschl. Restposten. ³ Einschl. Saldo des kurzfristigen Kapitalverkehrs des Nichtbankensektors. ⁴ Einschl. Kapitalverkehr innerhalb der Region. Angaben für 1994 teilweise geschätzt.
Quellen: IWF; OECD; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Tabelle VI.3

japanischen Neuanlagen im Ausland entfiel auf internationale Yen-Wertpapiere. Somit floß nur ein geringer Betrag der Dollarüberschüsse aus der Leistungsbilanz in solche Anlagen zurück. Vielmehr scheinen ausländische Kreditnehmer ihre Yen-Kreditbeträge gegen Dollar getauscht zu haben. Gleichzeitig tilgten japanische Kreditnehmer zuvor aufgenommene Fremdwährungskredite, und die Fremdwährungsverbindlichkeiten der Banken nahmen ebenfalls ab. Ein Teil des Dollarüberschusses wurde auch durch offizielle Interventionen abgeschöpft, mit denen – wie bereits erwähnt – erneut versucht wurde, den Anstieg des Yen zu dämpfen.

In Deutschland
starke gegenläufige
Verschiebungen bei
den Portfolio- und
Banktransaktionen

Deutschland verzeichnete 1994 einen massiven Rückgang der ausländischen Anlagen in (zumeist festverzinslichen) inländischen Wertpapieren, und in der ersten Jahreshälfte gab es sogar Nettoverkäufe. Dabei spielte eine Rolle, daß die spekulativ bedingten Spannungen, die mit den Krisen im EWS-Wechselkursverbund 1992 und 1993 einhergegangen waren, sich nicht weiter verstärkten, sondern sich eher auflösten. Vielleicht noch wichtiger war jedoch die Reaktion der ausländischen Anleger darauf, daß die Erwartungen bezüglich weiterer Zinssenkungen in Deutschland sprunghaft revidiert wurden, weil sich die Konjunktorentwicklung sehr viel günstiger darstellte, als Anfang des Jahres erwartet worden war. Die Tatsache, daß die deutschen Anleiherenditen historische Tiefstände erreichten, dürfte das Risikobewußtsein der Anleger in dieser Hinsicht verstärkt haben.

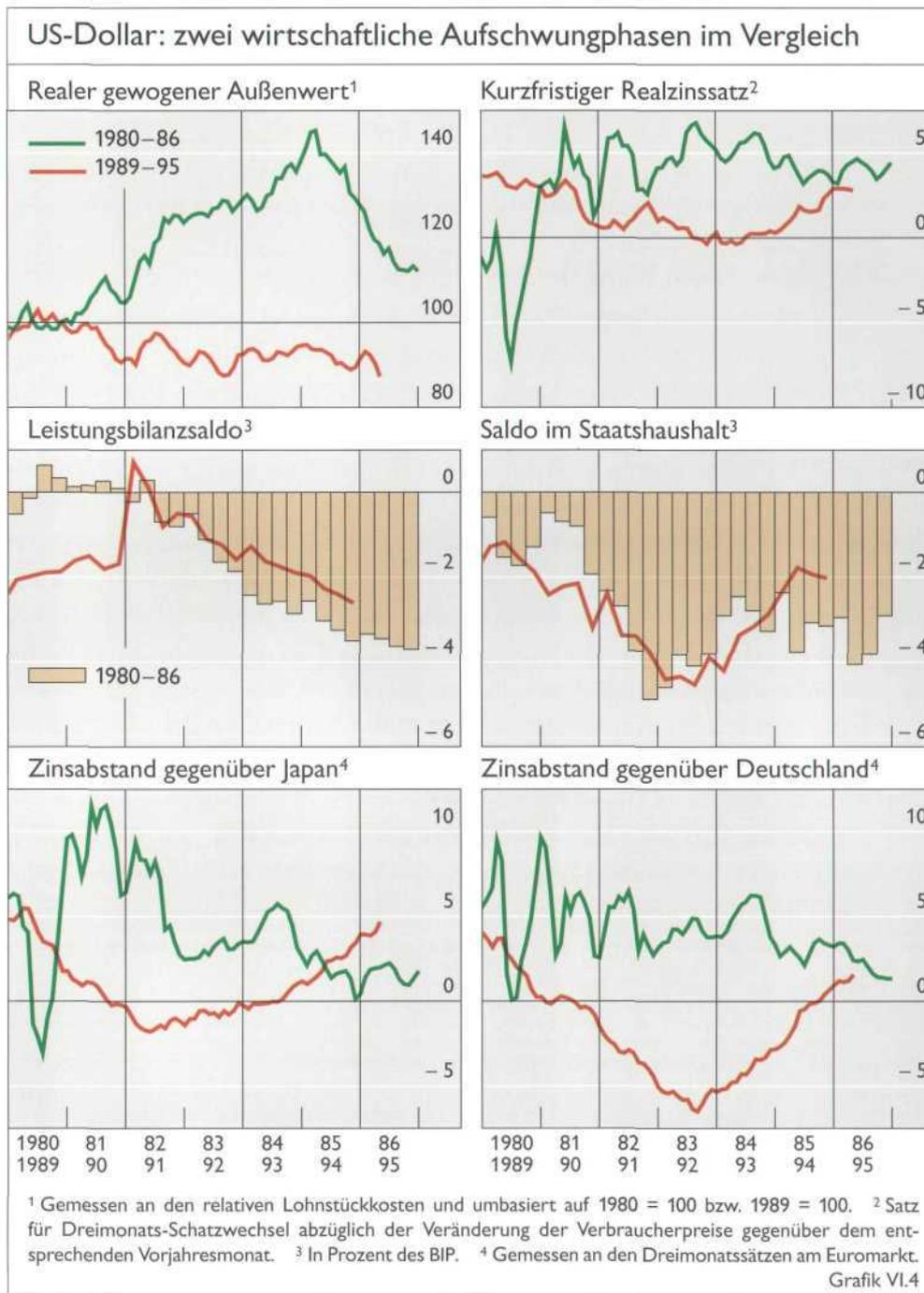
Trotz dieses Rückgangs erhöhte sich der Nettoüberschuß der aufgliederbaren Positionen der deutschen Kapitalverkehrsbilanz 1994 insgesamt. Das wichtigste Gegengewicht zum deutlichen Umschwung des Saldos der grenzüberschreitenden Wertpapiertransaktionen bildete der kurzfristige Kreditverkehr der Banken, der sich im letzten Jahr von einem Nettoabfluß von \$ 63 Mrd. 1993 in einen Nettozufluß derselben Größenordnung umkehrte. Dies dürfte in recht engem Zusammenhang mit der Abnahme der Portfolioinvestitionen Gebietsfremder gestanden haben. Die massiven Auslandskäufe deutscher Anleihen 1993 waren zum Teil mit Krediten deutscher Banken finanziert worden, so daß die Auslandsforderungen der Banken 1993 um \$ 73 Mrd. gestiegen waren; 1994 fielen sie jedoch um \$ 16 Mrd. Gleichzeitig erhöhten sich die kurzfristigen Verbindlichkeiten der Banken um \$ 42 Mrd., was zum Teil darauf zurückzuführen ist, daß ausländische Anleger es vorzogen, die Erträge ihrer Anleiheverkäufe – oder anderer DM-Bestände – in liquider Form zu halten. Die Nettowährungsreserven verzeichneten einen leichten Anstieg, nachdem sie sich 1993, als die Transaktionen in Verbindung mit dem EWS-Wechselkursmechanismus allmählich rückgängig gemacht wurden, deutlich verringert hatten.

Der US-Dollar Anfang der achtziger und Anfang der neunziger Jahre

Ganz unterschiedliches Verhalten des Dollars in der derzeitigen und der vorherigen konjunkturellen Erholung ...

Die Schwäche des US-Dollars kam für diejenigen überraschend, die eine ähnliche Entwicklung wie in der ersten Hälfte der achtziger Jahre erwartet hatten. Seinerzeit hatte die wirtschaftliche Erholung in den USA ebenfalls früher eingesetzt als in den übrigen Ländern, und das Zinsgefälle hatte sich zugunsten des Dollars verändert, weil angesichts eines steigenden Haushaltsdefizits eine straffe Geldpolitik beibehalten wurde.

Bei näherer Betrachtung waren die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen in den beiden Zeiträumen nicht so ähnlich, wie sie auf den ersten Blick erscheinen mögen. Es darf nicht vergessen werden, daß die achtziger Jahre mit der



zweiten Ölpreiskrise begannen und die US-Geldpolitik 1979 vor dem Hintergrund einer hohen Inflationsrate und eines extrem schwachen Dollars massiv verschärft worden war. Die realen kurzfristigen US-Zinssätze waren daher 1981 bereits sehr hoch, weil die Federal Reserve die Auswirkungen der angebotsorientierten Steuerkürzungen auf das Defizit im Bundeshaushalt skeptischer beurteilte als die Reagan-Regierung. Dies setzte sich fort, als die Federal Reserve mit ihrer Vorhersage recht behielt. Das Defizit stieg tatsächlich, und der „policy mix“ geriet völlig aus dem Gleichgewicht.

Demgegenüber war die Inflationsrate Anfang der neunziger Jahre niedrig und rückläufig, und die Finanzlage der Wirtschaft war nach früheren Übertreibungen

... teils wegen höherer Realzinssätze Anfang der achtziger Jahre ...

bei der Kreditaufnahme und -vergabe labil. Um unter diesen Bedingungen und ohne Gefährdung der Preisstabilität eine maßvolle konjunkturelle Erholung zu fördern, wurden die Notenbankzinssätze so weit gesenkt, daß sie 1992/93 in realer Betrachtung praktisch auf null fielen, verglichen mit 5–5½% im Zeitraum 1983/84. Die Haushaltssituation war bis vor kurzem im großen und ganzen vergleichbar mit derjenigen der achtziger Jahre, und in beiden Fällen waren die Aussichten für eine nachhaltige Konsolidierung ungewiß. Ein Unterschied dürfte sich aber Anfang der neunziger Jahre ausgewirkt haben: Die Nettoauslandsvermögensposition der USA hatte sich seit 1980 stark verschlechtert, so daß es schwieriger wurde, das außenwirtschaftliche Gleichgewicht zu erreichen (s. S. 134).

... Verschlechterung der Nettoauslandsvermögensposition der USA ...

Zwar wurde immer wieder darauf verwiesen, daß sich das internationale Zinsgefälle Anfang der neunziger Jahre wahrscheinlich zugunsten des Dollars verschieben würde, aber Grafik VI.4 zeigt, daß der Zinsrückstand des Dollars insbesondere gegenüber der D-Mark erhalten blieb und sich erst seit 1992 allmählich verringerte, da die deutschen Zinssätze stark von den wirtschaftspolitischen Auswirkungen der Wiedervereinigung beeinflusst wurden. Anfang der achtziger Jahre hingegen hatte der Dollar einen – zeitweise erheblichen – Zinsvorsprung aufgewiesen. Die Analyse der langfristigen Zinssätze ist weniger eindeutig, da sie nicht nur die Nominalverzinsung langfristiger Wertpapiere, sondern auch Kursgewinne und -verluste einbeziehen muß. Dennoch wurde die letzte Phase des Dollaranstiegs Anfang der achtziger Jahre offenbar durch wohlbegründete Erwartungen solcher Kursgewinne begünstigt, da die langfristigen Zinssätze 1984 allmählich sanken. 1994 war es genau umgekehrt – wenn auch nicht nur in den USA.

... und eines ungünstigeren internationalen Zinsgefälles

Allgemeiner gesehen herrschte Anfang der achtziger Jahre jedoch sowohl in politischer als auch in wirtschaftlicher Hinsicht ein günstigeres internationales Klima für den Dollar. Die Anspannungen des Kalten Krieges waren nach dem sowjetischen Einmarsch in Afghanistan unvermindert hoch, der zweite Ölpreisschock war für die USA potentiell weniger besorgniserregend als z.B. für Japan, und es bestand die Hoffnung, daß ein neuer, liberalerer Kurs in der US-Wirtschaftspolitik Investitionen in den USA besonders lohnend machen würde. In den Jahren 1981–85 sahen viele die Befestigung der US-Währung lange als Zeichen für die Solidität und Wirksamkeit des neuen wirtschaftspolitischen Kurses, und diese Argumente dienten der US-Regierung als Rechtfertigung ihrer Politik des „benign neglect“ im Hinblick auf die Stärke des Dollars. In Europa hatte der Pessimismus hinsichtlich der Wachstumsaussichten – zusammengefaßt in dem Schlagwort „Euro-Sklerose“ – zur Folge, daß der Anstieg des Dollars nicht gänzlich unwillkommen war. Kurz gesagt, war es Anfang der achtziger Jahre der Dollar, dem die Eigenschaft eines „sicheren Hafens“ zugeschrieben wurde und der somit von der ersten internationalen Finanzkrise Lateinamerikas profitierte, während heute das Gegenteil zutrifft.

In beiden Zeiträumen Unterschiede im internationalen politischen und wirtschaftlichen Klima

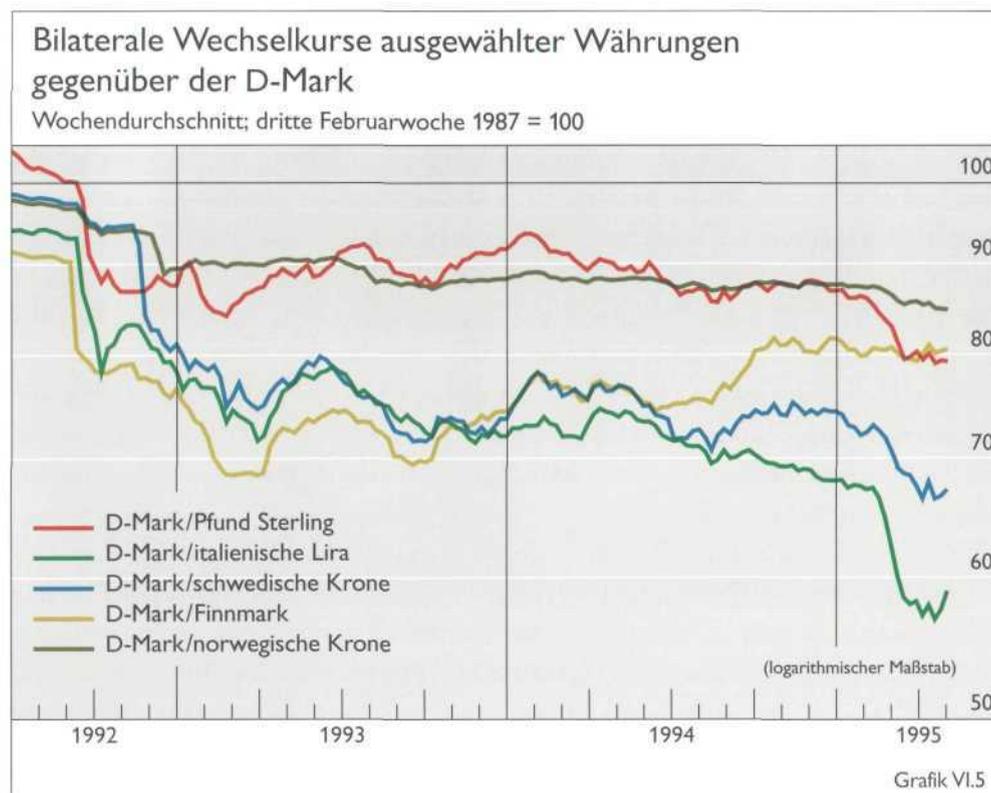
Der Aufschwung des Dollars in den achtziger Jahren endete unter dem Eindruck, daß eine expandierende Inlandsnachfrage, ein hohes Haushaltsdefizit und eine massive Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit das Leistungsbilanzdefizit offenbar grenzenlos in die Höhe trieben. Angesichts dieser Erfahrungen und nach zehn weiteren Jahren mit hohen Haushalts- und Leistungsbilanzdefiziten überrascht es in der Tat wenig, daß sich der Dollar 1994 nicht befestigte, sondern abschwächte.

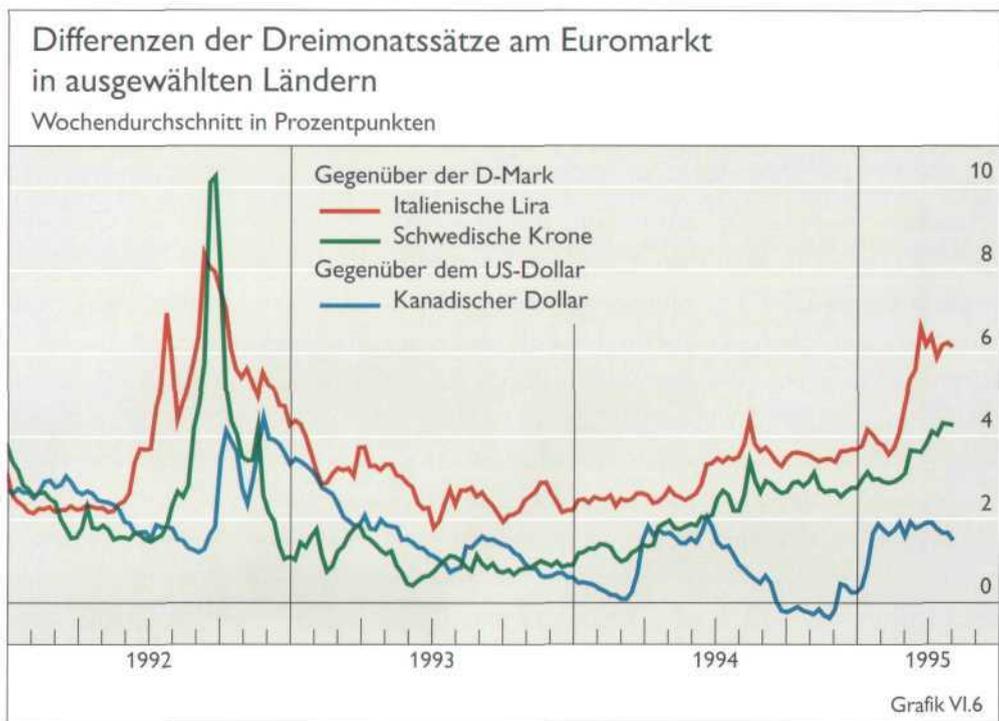
Andere ausgewählte Währungen mit flexiblen Wechselkursen

Mit der bemerkenswerten Ausnahme des Schweizer Frankens haben andere wichtige Währungen mit flexiblen Wechselkursen seit Anfang 1994 weiter an Wert verloren, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß und aus unterschiedlichen Gründen. Der kanadische Dollar fiel gegenüber dem US-Dollar im dritten Jahr in Folge, und zwar um rund 6% von den ersten Wochen 1994 bis März dieses Jahres. Drei andere Währungen, das Pfund Sterling, die italienische Lira und die schwedische Krone, die alle im Herbst 1992 ihre Wechselkursbindung aufgeben mußten, schwächten sich in demselben Zeitraum gegenüber der D-Mark um 14%, 21% bzw. 11% ab. Im Falle Kanadas, Italiens und Schwedens war eine wichtige Ursache hierfür die wachsende Besorgnis, ob die Situation der öffentlichen Finanzen auf Dauer tragbar sein würde, insbesondere da politische Schwierigkeiten nach Ansicht der Marktteilnehmer den Spielraum für die erforderlichen Korrekturmaßnahmen einschränkten. Dies wiederum äußerte sich in Zweifeln hinsichtlich der Wechselkurse dieser Währungen. Darüber hinaus machten sich die Marktteilnehmer anscheinend zunehmend die Auswirkungen steigender Zinssätze auf den Schuldendienst bewußt. Für Länder mit hohen kurzfristigen Verbindlichkeiten konnte man sich die Entstehung eines Teufelskreises vorstellen: Die Befürchtungen hinsichtlich der Haushaltsdefizite und der Verschuldung der öffentlichen Hand üben Druck auf die Währung aus, was die Defizite nur noch verschlimmert, wenn diesem Druck mit Zinserhöhungen begegnet wird. Nach einer Vorwarnung im Jahr 1994 stuft eine Rating-Agentur die Bonität Schwedens für langfristige Fremdwährungskredite im Januar dieses Jahres herab und begründete dies mit Bedenken hinsichtlich der Lage

Weiterer Wertverlust bei mehreren frei schwankenden Währungen 1994 und Anfang 1995 ...

... größtenteils wegen miteinander verbundener politischer und haushaltspolitischer Unsicherheiten





im schwedischen Staatshaushalt. Wenig später stufte sie auch die kanadische „Triple A“-Inlandsverschuldung herab und senkte das AA1-Rating der Fremdwährungsverbindlichkeiten des Landes auf AA2.

Pfund Sterling trotz relativ stabiler Eckdaten schwächer

Eine der vier frei schwankenden Währungen, die im Berichtszeitraum nachgaben, war das Pfund Sterling. Die strukturelle Lage des öffentlichen Haushalts war im Vereinigten Königreich jedoch besser als in den anderen Ländern, und die Leistungsbilanz fiel sehr viel günstiger aus, als vorher erwartet worden war, so daß die relativ gemäßigte Abschwächung der britischen Währung 1994 nicht als ernste Bedrohung für das festgelegte Inflationsziel angesehen wurde. 1995 beschleunigte sich der Wertverlust des Pfundes jedoch. Dies konnte zwar zum Teil als unvermeidbarer Nebeneffekt der heftigeren Turbulenzen auf anderen Märkten interpretiert werden, doch wurden die Zinssätze im Februar noch einmal angehoben.

Druck auf die Lira am stärksten

Die italienische Lira hatte mit erheblich komplexeren und gravierenderen Schwierigkeiten zu kämpfen. Zu den anhaltenden Unsicherheiten im Hinblick auf die politische Lage und die Haushaltssituation kam Anfang 1995 ein Anstieg der Inflationsrate hinzu; zuvor waren die Auswirkungen der Währungsabwertung auf den inländischen Preisauftrieb lange Zeit überraschend gering gewesen. Aus binnenwie aus außenwirtschaftlichen Gründen wurde danach eine Erhöhung der Notenbankzinsen als notwendig erachtet. Die Sätze für Dreimonatsgeld zogen sehr kräftig an – einmal lagen sie fast 7 Prozentpunkte über den entsprechenden Sätzen in Deutschland. Bei wachsender Sorge hinsichtlich der Auswirkungen auf den Schuldendienst konnte jedoch selbst der Sieg der Regierung in einer Vertrauensabstimmung anlässlich der Vorlage des Ergänzungshaushalts im März 1995 einen weiteren tiefen Fall der Lira nicht verhindern. In der zweiten Monatshälfte erholte sich die Lira allerdings ein wenig und blieb – zumindest bis Anfang Mai – oberhalb der zuvor erreichten Tiefstände.

In Kanada und Schweden war die Situation weniger dramatisch, aber dennoch schwierig. In Kanada wurden die Zinssätze in der ersten Jahreshälfte 1994 recht deutlich angehoben, als die Währung erneut nachgab, was zum Teil auf Bedenken hinsichtlich der politischen Situation in Quebec zurückzuführen war. Zwar bauten sich die Spannungen zeitweise ab, insbesondere nach der Wahl Mitte September, bei der die Zustimmung der Bevölkerung zum Separatismus Quebecs geringer ausfiel als erwartet; im vierten Quartal fiel der kanadische Dollar jedoch erneut, als die US-Zinssätze weiter stiegen. Die kurzfristigen kanadischen Zinsen wurden sogar noch stärker angehoben als zuvor; die Wirksamkeit dieser Maßnahme wurde aber abgeschwächt durch damit einhergehende Befürchtungen wegen der möglichen Haushaltseffekte. Außerdem wurde angezweifelt, daß die höheren Zinssätze von Dauer sein würden. Da die kanadische Inflationsrate sehr niedrig war, stellten sich die realen Zinssätze allmählich als sehr hoch dar, sowohl absolut als auch angesichts der immer noch hohen Arbeitslosenquote. In Anbetracht der Unsicherheiten im Vorfeld der entscheidenden Abstimmung über den Haushalt im März 1995 sank der kanadische Dollar in den ersten Wochen dieses Jahres daher auf den niedrigsten Stand seit neun Jahren. Bis Anfang Mai wurde dieser Tiefstand dann nicht nochmals erreicht.

Rückgang des kanadischen Dollars ...

Miteinander zusammenhängende politische und haushaltspolitische Unsicherheiten wirkten sich auch auf die schwedische Krone aus; hinzu kamen Befürchtungen einer höheren Inflationsrate. Da die Kapazitätsauslastung nach der Abwertung der Krone gestiegen war, wurden die Zinsen in der zweiten Hälfte des letzten Jahres dreimal angehoben. Diese Maßnahmen konnten das Vertrauen jedoch nur in begrenztem Maße wiederherstellen. Grund dafür waren nicht nur ihre direkten Auswirkungen auf die öffentliche Haushaltslage, sondern auch die Angst vor ihren indirekten Folgen im Falle einer späteren Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit. Abgesehen von vereinzelt Phasen der Stabilität schwächte sich die Krone weiter ab, da die Rating-Agenturen und die Finanzmärkte wiederholte Erklärungen zu den haushaltspolitischen Absichten als den Umständen nicht angemessen beurteilten.

... und der schwedischen Krone trotz Zinserhöhungen

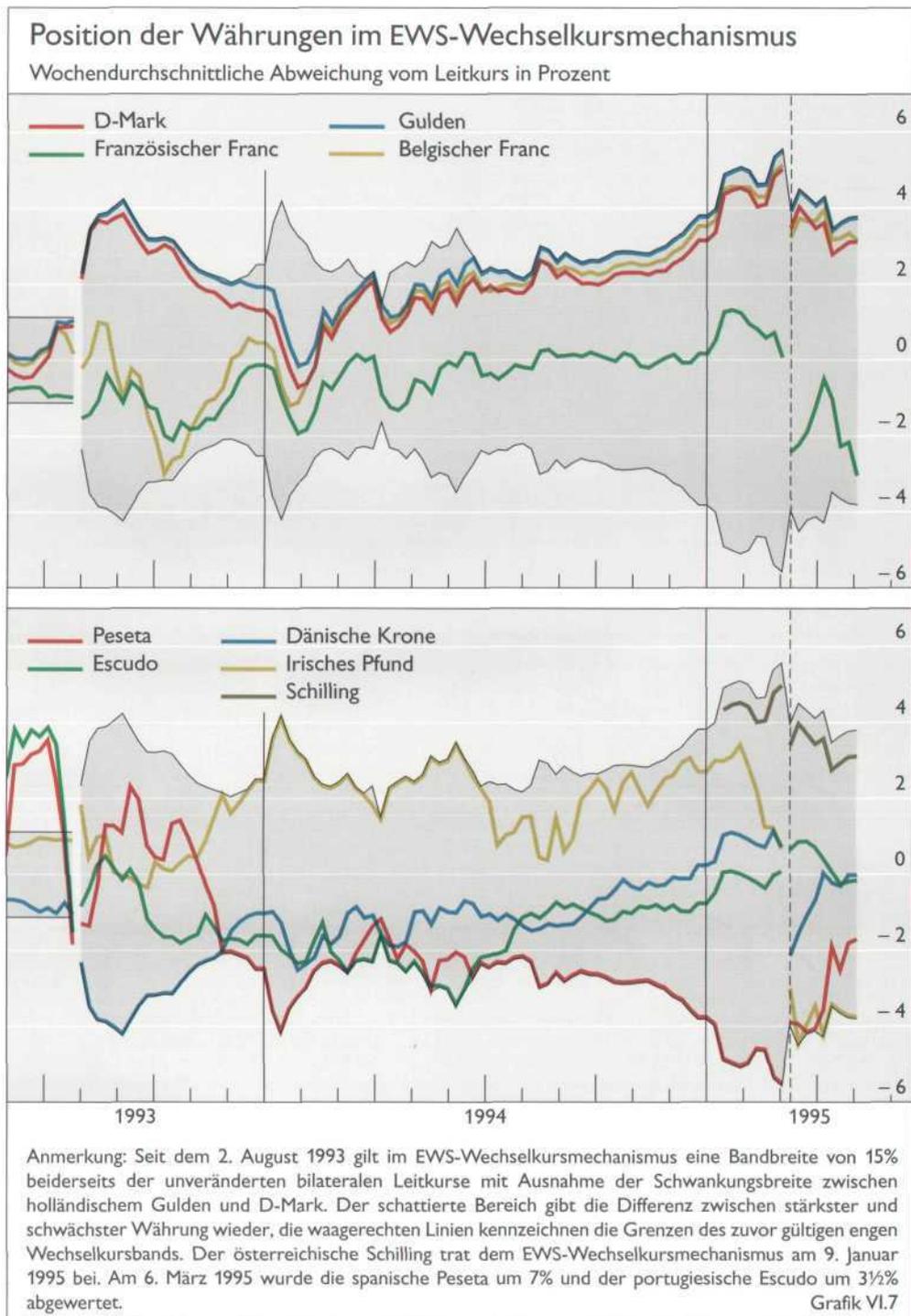
Nach seiner stetigen Erholung 1993 blieb der Schweizer Franken im Berichtszeitraum stabil. Zeitweise, z.B. während der Markturbulzen im März dieses Jahres, traten die traditionellen Eigenschaften des Frankens als „sicherer Hafen“ zutage, und er befestigte sich sogar gegenüber der steigenden D-Mark. Obwohl die schweizerischen Währungsbehörden ihre Zinssätze im Berichtszeitraum senkten und sich gelegentlich an konzertierten Interventionen zur Stützung des US-Dollars beteiligten, wurden keine weiteren speziellen Maßnahmen ergriffen, um die Stärke des Frankens zu dämpfen.

Befestigung des Schweizer Frankens

Entwicklungen im EWS-Wechselkursmechanismus

Das wichtigste Ereignis im EWS-Wechselkursverbund im Berichtszeitraum war die gleichzeitige Abwertung der Peseta und des Escudo im März dieses Jahres. Der Druck auf einige andere am Wechselkursmechanismus teilnehmende Währungen zwang auch die Währungsbehörden in Belgien, Frankreich, Dänemark und Irland, die Zinsen zu erhöhen, wenn auch nicht im gleichen Maße wie bei früheren Krisen. Dabei wurden die neuen erweiterten Bandbreiten zum ersten Mal seit ihrer Einführung im August 1993 wirklich auf die Probe gestellt. Für die Peseta war es jedoch die

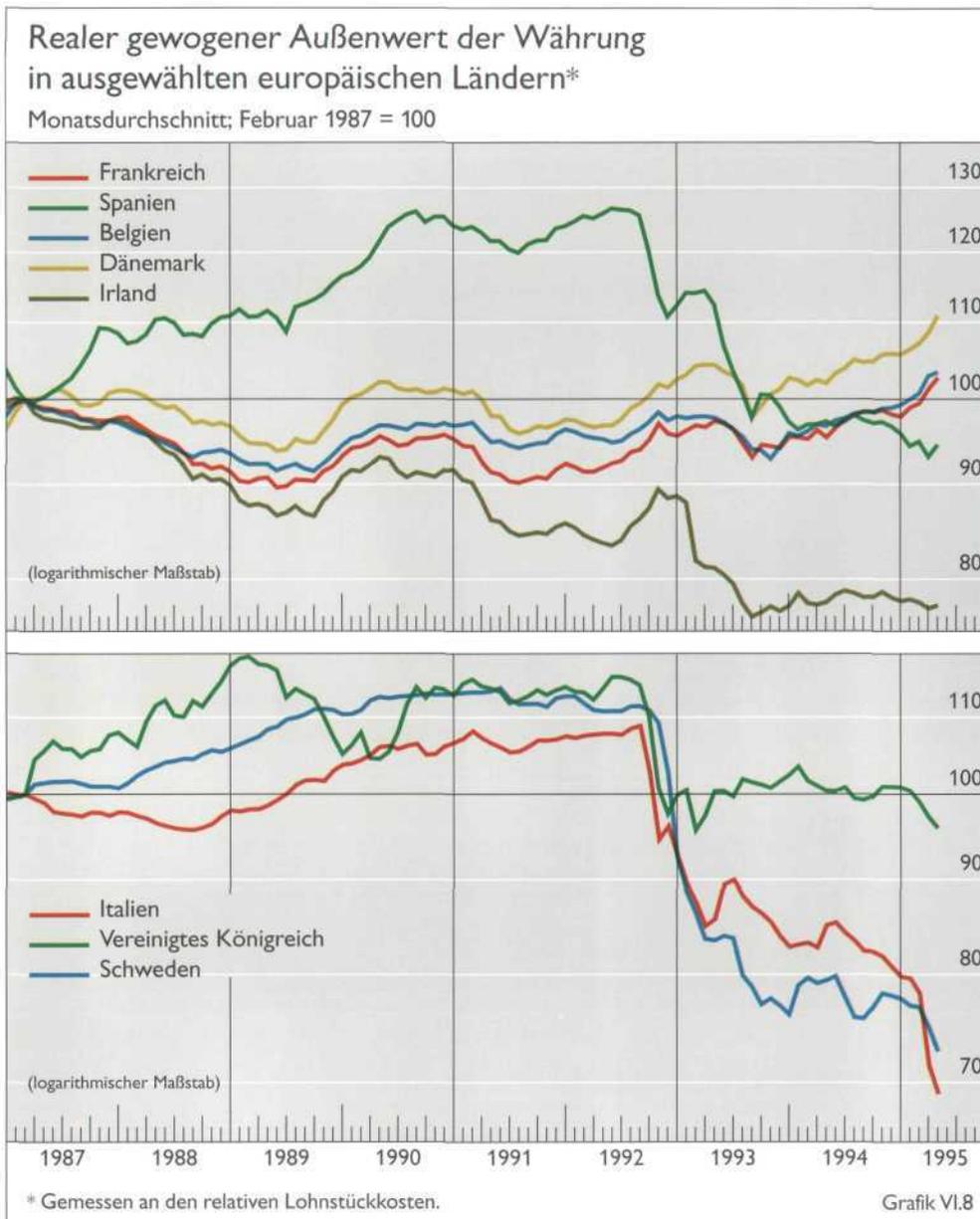
Innerhalb der erweiterten EWS-Bandbreiten ...



vierte Abwertung seit ihrer Aufnahme in den EWS-Wechselkursverbund 1989 und für den Escudo die dritte seit seinem Beitritt im Jahr 1992.

... 1994 praktisch keine Spannungen ...

Nach drei weiteren Zinssenkungen in Deutschland und angesichts der fortschreitenden Annäherung der Inflationsraten in Europa war der EWS-Wechselkursmechanismus nahezu das gesamte Jahr 1994 hindurch im großen und ganzen auffallend spannungsfrei geblieben. Die tatsächliche Ausdehnung des Bandes war nur einmal höher als 8 Prozentpunkte, während die zugelassene Bandbreite jetzt 15% beträgt. Ausschlaggebend für die Wiederherstellung des Vertrauens war, daß sich der französische Franc nach der Krise von 1993 wieder stärker der Mitte des



neuen, breiteren Bandes angenähert hatte und dort fast das ganze Jahr 1994 hindurch blieb, und das trotz der anhaltenden Schwäche des Dollars gegenüber der D-Mark. Diese Stabilität war um so bemerkenswerter, als Wertverluste bei so vielen anderen europäischen Währungen in den Jahren 1992 und 1993 (einschl. einiger Währungen außerhalb des EWS-Wechselkursverbunds) eine leichte Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit für die drei Währungen (den französischen und den belgischen Franc sowie die dänische Krone) mit sich gebracht hatten, die dem Abwärtsdruck während der wiederholten Wahrungsturbulenzen in Europa, die im November 1991 im Zusammenhang mit der Finnmark begonnen hatten, als einzige standgehalten hatten. Die Märkte nahmen offensichtlich zur Kenntnis, daß der inländische Preisauftrieb in Frankreich auf ein sehr niedriges Niveau zurückgeführt worden war, und beurteilten die übrigen wirtschaftlichen Eckdaten als grundsätzlich stabil.

Die Spannungen im EWS-Wechselkursverbund, die Anfang 1995 aufkamen, ähnelten insofern jenen früherer Phasen, als sie ein Zusammenwirken hausge-

... trotz einiger nachteiliger Faktoren ...

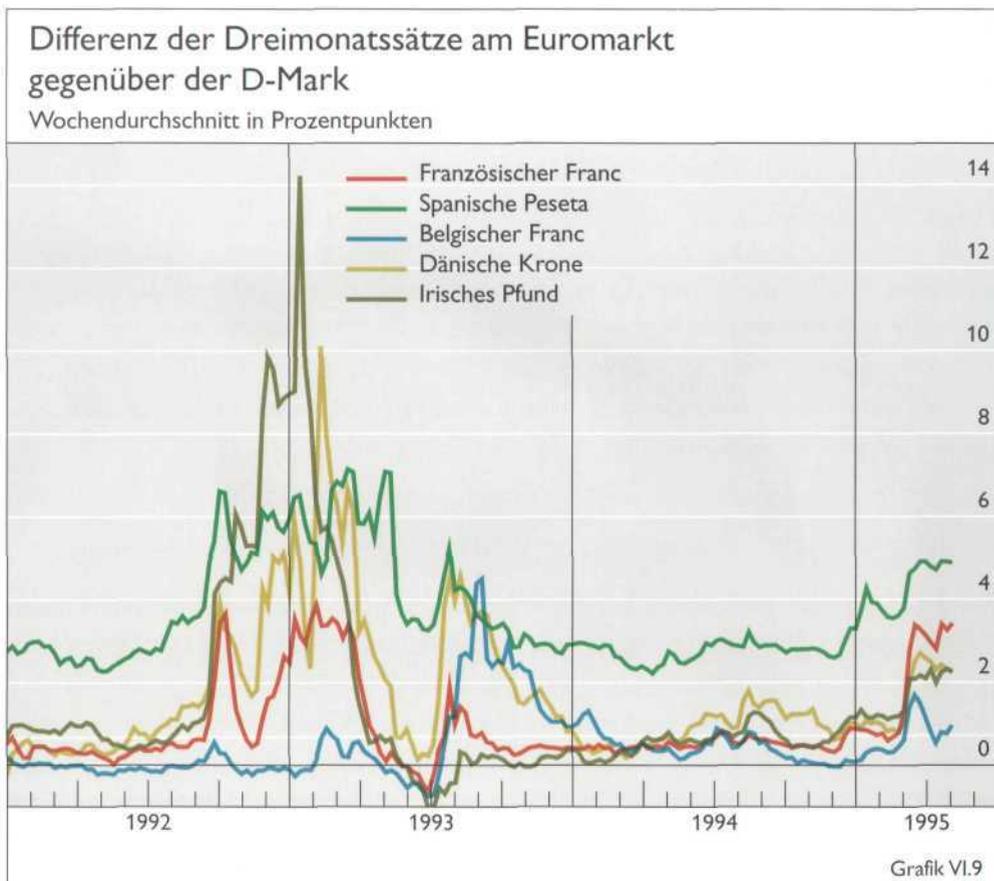
... jedoch neue Spannungen Anfang 1995 ...

machter wie externer Faktoren widerspiegeln. Im Unterschied zu früheren Phasen mit starken Anspannungen erreichte jedoch keine einzige Währung die Interventionspunkte des Wechselkursbands, und Pflichtinterventionen waren kein Thema.

... da spanische Peseta und französischer Franc wegen politischer und wirtschaftlicher Unsicherheiten unter Druck

Sowohl die Peseta als auch – in geringerem Ausmaß – der französische Franc hatten sich vor der Jahreswende gegenüber der D-Mark abgeschwächt; beim Franc spielte dabei die bevorstehende Präsidentschaftswahl in Frankreich eine Rolle. In Spanien bahnte sich ein Finanzskandal an, und die politischen Unsicherheiten in Verbindung mit den haushaltspolitischen Schwierigkeiten verstärkten noch die ungünstige Stimmung gegenüber der Peseta. Anfang Januar begann die Peseta sehr stark an Wert zu verlieren, worauf die spanischen Behörden mit einer Anhebung der Zinsen reagierten. Vom Zeitpunkt her dürften jedoch die Entwicklungen auf dem Dollarmarkt Anfang März der Auslöser dafür gewesen sein, daß sich die Spannungen zuspitzten. Insbesondere die Wirkungslosigkeit der Interventionen zur Stützung des nachgebenden Dollars am 2. und 3. März dürfte die spanischen Behörden veranlaßt haben, lieber umgehend ein Realignement der Peseta zu beantragen, als massive – und wahrscheinlich erfolglose – intramarginale Interventionen vorzunehmen. Am darauffolgenden Wochenende wurde schließlich eine Anpassung der Leitkurse der Peseta um 7% beschlossen. Damit ist die spanische Währung gegenüber der D-Mark seit August 1992 um insgesamt rund 30% zurückgegangen. Das Realignement war groß genug, daß die portugiesischen Währungsbehörden es für erforderlich hielten, sich ihm mit einer halb so hohen Abwertung des Escudo anzuschließen.

Realignement der Peseta und des Escudo statt massiver Interventionen



Wie bei früheren Phasen offizieller Wechselkursanpassungen zerstreuten sich die Spannungen im EWS-Wechselkursverbund nicht gleich, sondern griffen auf die Währungen anderer Länder über, vielleicht weil angenommen wurde, daß sich deren Wettbewerbsposition auf jeden Fall in gewissem Umfang verschlechtert haben mußte. Vor dem Hintergrund einer nach wie vor relativ hohen Arbeitslosigkeit in Frankreich erreichte der Franc am 7. März mit 3,5880 ein Rekordtief gegenüber der D-Mark und lag damit etwa 7% unter seinem bilateralen Leitkurs. Er wurde jedoch dadurch gestützt, daß sich die französische Wirtschaft bereits eindeutig erholt hatte und die inländische Wirtschaft noch bis zu einem gewissen Grad vor den vollen Auswirkungen der Zinsanhebungen, mit denen der Wechselkurs beeinflußt werden sollte, geschützt werden konnte. Die Währungsbehörden verfolgten somit genau dieselbe Taktik wie schon früher: Die Banque de France setzte ihre Pensionsgeschäfte mit fünf- bis zehntägiger Laufzeit aus und ersetzte sie durch 24-Stunden-Geschäfte zu dem höheren Zinssatz von 8%. Dies brachte den Rückgang des Franc zum Stillstand, und im weiteren Verlauf des Monats März gewann die Währung den verlorenen Boden sogar teilweise zurück, bevor sie sich im April und Anfang Mai im Zusammenhang mit dem Wahlkampf für die Präsidentschaftswahl vorübergehend abschwächte.

Französischer Franc trotz Wirtschaftserholung vor der Wahl unter Druck, wird aber verteidigt

Die Banque Nationale de Belgique befürchtete, daß die Schwierigkeiten angesichts der hohen Staatsverschuldung in Belgien auf den belgischen Franc übergreifen würden, und hob darum die Zinssätze vorsorglich an. Die Anspannungen auf den Devisenmärkten erfaßten auch die dänische Krone und insbesondere das irische Pfund, das auf die niedrigste Position im Band fiel, zumal es nicht nur von den Spannungen im EWS-Wechselkursverbund, sondern auch von der gleichzeitigen Schwäche des Pfund Sterling in Mitleidenschaft gezogen wurde. Die Zinssätze wurden daher in Dänemark und Irland ebenfalls angehoben, ebenso wie in Spanien und Portugal, da sowohl die Peseta als auch der Escudo nach dem Realignment weiterhin Anzeichen von Schwäche zeigten. Die Lage beruhigte sich ein wenig, nachdem hochrangige Vertreter der Deutschen Bundesbank in Stellungnahmen bekräftigt hatten, daß die gesamtwirtschaftlichen Eckdaten in anderen Ländern solide seien und die unsichere politische Situation in Frankreich zwangsläufig vorübergehender Natur sein würde. Es wurde sogar angedeutet, daß eine Senkung der deutschen Zinssätze möglich sein könnte. Am 30. März wurde diese tatsächlich vorgenommen. Trotz des anhaltenden Wertverlusts des Dollars ließen die Spannungen im EWS-Wechselkursverbund Anfang April weiter nach, was die Rücknahme einiger der vorher erfolgten Zinserhöhungen erleichterte.

Andere EWS-Währungen ebenfalls unter Druck ...

... aber Entspannung im April nach Rückgang der deutschen Zinssätze

Realer gewogener Außenwert und außenwirtschaftliche Anpassung

Zwar hat sich der nominale bilaterale Wechselkurs des Dollars gegenüber einigen Währungen in beträchtlichem Ausmaß verschoben, doch sein realer gewogener Außenwert hat sich erheblich weniger verändert. Grafik VI.10 zeigt anhand von Indizes, die zum Zeitpunkt des Louvre-Abkommens 1987 auf 100 normiert wurden, daß der Dollar seit 1991 in einem relativ schmalen Band um einen Indexwert von etwa 80 schwankt, nachdem er sich im Anschluß an das Louvre-Abkommen noch etwas weiter abgewertet hatte. Im Winter 1994/95 stieg der reale Außenwert des Dollars sogar für kurze Zeit ein wenig an, was zum Teil auf den starken Rückgang

Leichter Rückgang des realen gewogenen Außenwerts des Dollars ...



des mexikanischen Pesos und auf die Schwäche des kanadischen Dollars zurückzuführen ist.

... bei deutlichem Anstieg des Yen ...

Ganz anders dagegen der Verlauf des Yen-Kurses, der sich von Herbst 1992 an in nur zwölf Monaten schon um ein ganzes Drittel erhöht hatte. Vom Herbst 1993 bis zum Ende des letzten Jahres entwickelte sich der reale gewogene Außenwert der japanischen Währung dann nur langsam weiter aufwärts, doch im Frühjahr 1995 wurde sein Anstieg wieder steiler. Letztlich lag der reale Außenwert des Yen daher fast 50% über seinem Wert zum Zeitpunkt des Louvre-Abkommens und hat sich damit gegenüber seinem Tiefstand vom April 1990 beinahe verdoppelt.

... und moderatem Anstieg der D-Mark

Der reale gewogene Außenwert der D-Mark blieb 1993 und 1994 trotz der Schwchetendenz des Dollars ziemlich stabil, nachdem er im ersten Jahr der Krise im EWS-Wechselkursverbund um rund 10% gestiegen war. Anfang 1995 begann er sich jedoch wieder zu befestigen und hatte sich bis April um weitere 5% erhöht.

Keine genaue Schätzung über Höhe der „gleichgewichtigen“ Wechselkurse möglich ...

Es ist nicht möglich, das heute angemessene Niveau der Wechselkurse zu beurteilen, indem man lediglich auf die Bewertungen von 1987 zurückgreift. Zunächst einmal sind derartige Einschätzungen keineswegs wissenschaftlich genau. Zweitens können sich wichtige äußere Umstände in der Zwischenzeit in unvorhersehbarer Weise geändert haben. Zu nennen sind insbesondere bestimmte Erblasten der Vergangenheit, deren Folgen möglicherweise nicht so schnell rückgängig gemacht werden können. Am augenfälligsten sind – wie bereits erwähnt – die Auswirkungen der über Jahre hinweg aufgelaufenen Leistungsbilanzdefizite oder -Überschüsse auf die Nettokapitalerträge eines Landes. Ein weiterer, weniger offensichtlicher Umstand sind mögliche Verzerrungen, die frühere Fehlentwicklungen der Wechselkurse in den Produktionsstrukturen hervorgerufen haben, sowie die Zeit und die Anreize, die nötig sind, um diese Verzerrungen rückgängig zu machen. Die Unterbewertung des Yen 1990 (die Investitionen in die Produktion handelbarer Güter förderte) und

die Überbewertung des Dollars 1984/85 (die das Gegenteil bewirkte) sind zwei weithin bekannte Beispiele.

Ein weiterer Gesichtspunkt hängt damit zusammen, daß sowohl private als auch staatliche Anleger außerhalb der USA ihre Wertpapierbestände – vor dem Hintergrund anhaltender Leistungsbilanzdefizite – zuungunsten des Dollars diversifizieren. Dieser Aspekt könnte noch an Bedeutung gewinnen, wenn die internationale Diversifizierung der Wertpapierbestände von US-Investoren (die im Vergleich zu anderen Ländern noch relativ gering ist) irgendwann ebenfalls wieder zunimmt.

Die Berechnung „gleichgewichtiger“ realer gewogener Außenwerte wird durch kurzfristigere Faktoren zur Zeit noch mehr erschwert. Beispielsweise sind die derzeitigen Leistungsbilanzungleichgewichte zum Teil auf die relativen Positionen im Konjunkturzyklus zurückzuführen, vor allem im Falle der USA und Japans. Es ist auch möglich, daß sich die ausgeprägte Aufwertung des Yen 1992/93 noch nicht vollständig auf den japanischen Leistungsbilanzüberschuß ausgewirkt hat und daß jetzt wieder beträchtliche J-Kurven-Effekte vorhanden sind (s. Kapitel III, S. 60).

Über Tempo und Ausmaß der Wechselkursentwicklungen läßt sich mehr sagen. Zwar führen Wechselkursänderungen mittelfristig hauptsächlich zu einer Umschichtung der Nachfrage unter den einzelnen Ländern, wenn die außenwirtschaftliche Anpassung voranschreitet. Außerdem fördern sie in Abwertungs- und in Aufwertungsändern gleichermaßen eine Umorientierung der Investitionen, in deren Rahmen der Kapitalstock an die veränderten relativen Preise und Gewinnmöglichkeiten angepaßt werden soll. Kurzfristig gesehen können die Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in manchen Fällen jedoch negativ sein, und zwar insbesondere dann, wenn sich die Wechselkurse stark und schnell geändert haben. Bestehende oder geplante Investitionsvorhaben können relativ leicht aufgeschoben oder zurückgenommen werden, und dies kann sofort geschehen, wenn sie plötzlich unrentabel erscheinen. Dagegen dürften neue Investitionen, die auf die veränderten Rahmenbedingungen abgestimmt sind, ihre Zeit brauchen. Die Investoren dürften jedenfalls die Überarbeitung ihrer Pläne zurückstellen und abwarten, wie dauerhaft die neue Wechselkurskonstellation sein wird. Insbesondere dann, wenn Zweifel hinsichtlich des angemessenen Wechselkursniveaus bestehen, gewinnen derlei Überlegungen sogar noch an Bedeutung, da Unsicherheit zu Untätigkeit führen kann. Ein weiterer, damit verbundener Aspekt ist, daß die J-Kurven-Effekte und damit auch der Druck auf den Wechselkurs um so größer sein werden, je rascher sich der Wechselkurs ändert. Auch das Risiko eines erneuten Überschießens und allgemein instabiler Verhältnisse im Finanzsystem dürfte dadurch steigen.

Überdies könnte die inländische Preisentwicklung gestört werden. Je schneller sich eine Währung abwertet, um so stärker konzentriert sich der Importpreisschock auf einen sehr kurzen Zeitraum, und um so größer ist das Risiko, daß dieser Schock auch auf das inländische Preisniveau durchschlägt. Die Gefahr dürfte ohnehin schon erheblich sein, wenn die Kapazitäten in der Volkswirtschaft, deren Währung sich abwertet, voll ausgelastet sind. In Ländern, deren Währung sich aufwertet und wo der inländische Preisauftrieb – wie in Japan – bereits gering oder sogar gleich null ist, besteht zumindest ein gewisses Risiko, daß ein Deflations-

... da verschiedene Gesichtspunkte ...

... ein Urteil erschweren

Aber Tempo und Ausmaß von Wechselkursänderungen ...

... können kurzfristig unerwünschte, kontraproduktive Nebenwirkungen haben

prozeß ausgelöst wird, der durch die bestehenden Schuldenprobleme noch verschlimmert werden könnte.

Zu beurteilen, ob das Wechselkursniveau angesichts oftmaliger Zielkonflikte zwischen binnen- und außenwirtschaftlichem Gleichgewicht angemessen ist, war schon immer eine schwierige Aufgabe, die noch erschwert wird durch Unsicherheiten hinsichtlich der Auswirkungen von Wechselkursänderungen auf die gesamtwirtschaftlichen Eckdaten, die für die Wirtschaftspolitik von Interesse sind. Wenn diese Auswirkungen wiederum vom Tempo der Wechselkursentwicklungen abhängen – was eine weitere Komplikation darstellt –, dürfte es nicht überraschen, daß verschiedene nationale Entscheidungsinstanzen manchmal zu unterschiedlichen Urteilen darüber kommen, ob ein Wechselkursproblem vorliegt oder nicht. Auf ähnliche Weise machen Unsicherheiten hinsichtlich der Reaktionen der Wechselkurse auf wirtschaftspolitische Maßnahmen es schwierig, sich auf eine Lösung zu einigen. Dieses Thema wird in den Schlußbemerkungen noch einmal aufgegriffen.

VII. Kapitalverkehr und Wirtschaftspolitik in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Schwerpunkte

Im Zusammenhang mit der Finanzkrise in Mexiko muß die Frage gestellt werden, welche Rolle die internationalen Kapitalströme für die Wirtschaftsentwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften spielen. Die Flucht aus dem mexikanischen Peso Ende 1994 hat deutlich gemacht, wie volatil viele Arten von Kapitalströmen sind und, vor allem, welche Risiken entstehen können, wenn Kapitalzuflüsse zu einer Überbewertung der Währung und untragbar hohen Leistungsbilanzdefiziten führen.

Die Krise hat gezeigt, welche Probleme jüngst liberalisierte Finanzsysteme im Falle plötzlicher Kapitalabflüsse haben können. Zwischen den einzelnen Ländern gibt es zwar wesentliche Unterschiede, aber auch bestimmte Gemeinsamkeiten: Die Realzinssätze stiegen erheblich an, die Bankkredite an den privaten Sektor expandierten sehr stark, und in etlichen Ländern erwiesen sich Teile des Bankensystems als überfordert. Oftmals vergrößerten sich die Schwierigkeiten aufgrund massiver Kapitalzuflüsse. Nur sehr wenige Länder ließen den Wechselkurs ihrer Währung frei schwanken, um ihre Wirtschaft vor ausländischem Kapital abzuschotten. In den meisten Ländern wurden Wechselkursziele unterschiedlicher Art verfolgt, die nötigenfalls durch beträchtliche Interventionen verteidigt wurden. Einige Länder versuchten, die reale Aufwertung ihrer Währung in Grenzen zu halten, indem sie kurzfristige Kapitalzuflüsse erschwerten. Andere sahen in den Kapitalzuflüssen zunehmend eine willkommene Unterstützung ihrer währungspolitischen Strategie, den Wechselkurs als nominalen Anker zur Inflationsbekämpfung einzusetzen.

Zwar hat sich eine Hartwährungspolitik bewährt (insbesondere bei der Durchbrechung der Inflationsspirale), doch lassen die jüngsten Ereignisse den Schluß zu, daß ein zu langes Hinausschieben von Wechselkursanpassungen das Stabilisierungsprogramm gefährden kann. Außerdem können die Finanzmärkte Leistungsbilanzdefizite natürlich nicht in unbegrenzter Höhe finanzieren. Darüber hinaus kann die Stimmung an den Märkten sehr rasch umschlagen, und wenn die Schuldnerländer in hohem Maße auf kurzfristige Kapitalzuflüsse setzen, steigt ihre Anfälligkeit gegenüber einem Vertrauensverlust bei den ausländischen Anlegern und gegenüber einer Kapitalflucht von Gebietsansässigen.

Nur unmittelbar nach der Krise in Mexiko schienen tatsächlich die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften in Mitleidenschaft gezogen worden zu sein, und selbst dann in sehr unterschiedlichem Maße. Als die ersten Schockwellen verebte waren, begannen die Märkte zwischen den einzelnen Ländern zu differenzieren, was die fundamentalen Wirtschaftsaussichten und wirtschaftspolitischen Strategien betraf. Auf den Märkten herrscht Klarheit darüber, daß die aufstrebenden Länder auf eine hohe inländische Ersparnis angewiesen sind, wenn sie auch bei geringeren Zuflüssen von Auslandskapital hohe Investitionsquoten aufrechterhalten

wollen. Wie ähnliche Fälle zuvor, läßt auch diese jüngste Episode den Schluß zu, daß das Vertrauen nur dann gewahrt werden kann, wenn eine wirksame Wirtschaftspolitik verfolgt wird.

Umfeld und Art der Kapitalzuflüsse

Kapitalzuflüsse
infolge
Reformen ...

Der massive Zufluß ausländischen Kapitals in die aufstrebenden Volkswirtschaften in den neunziger Jahren vollzog sich vor dem Hintergrund allgemeiner wirtschaftspolitischer Reformen. Deren mikroökonomische Schwerpunkte sind wohlbekannt: Liberalisierung des Außenhandels, Deregulierung und Privatisierung auf dem Inlandsmarkt, liberalere Finanzmärkte und Abbau der Kapitalverkehrskontrollen für ausländische Kapitalanlagen. Grundpfeiler des makroökonomischen Anpassungsprogramms waren die Beseitigung der Haushaltsdefizite und der Übergang zu einer strafferen Geldpolitik. In vielen Ländern war auch die Verwendung des Wechselkurses als nominaler Anker ein wichtiges Element – in Form einer fixen Parität oder zumindest eines durch eine straffe Geldpolitik gestützten relativ festen Kurses oder Kursbands.

... bringen Vorteile
mit sich ...

Langfristig betrachtet ist es ganz natürlich, daß solche Wirtschaftsreformen von Kapitalzuflüssen, Währungsaufwertungen und Leistungsbilanzdefiziten begleitet wurden. Durch die Reformen steigt die zu erwartende Rentabilität von Realkapitalinvestitionen, so daß Auslandskapital angezogen wird. Mittelfristig dürfte die Zunahme der Realeinkommen und der Produktivität mit einer dauerhaften realen Aufwertung der Währung vereinbar sein. Überdies dürften sich die Leistungsbilanzdefizite, die oft mit Kapitalzuflüssen Hand in Hand gehen, insofern als vorübergehend erweisen, als die Investitionen die Sachkapitalkapazitäten im kapitalimportierenden Land erweitern.

... aber auch
schwierige Über-
gangsprobleme ...

In den letzten Jahren leisteten Kapitalzuflüsse in der Tat einen erheblichen und wertvollen Beitrag zur Stärkung der Rolle der Märkte und somit zur Förderung des Wachstums, und sie unterstützten die Hartwährungspolitik vor dem Hintergrund von Leistungsbilanzdefiziten. Aber die jüngsten Ereignisse veranschaulichen auch, wie Kapitalzuflüsse in den Anfangsjahren nach einer Reform – durch volatile kurzfristige Kapitalbewegungen aufgebläht – ein Ausmaß erreichen können, das auf Dauer nicht tragbar ist. Dabei können die Wechselkurse und die Preise anderer Finanzvermögenswerte in einer Weise überreagieren, die den langfristigen Reformzielen abträglich ist. Damit geht oft ein sprunghafter Anstieg des Verbrauchs (nicht aber der Investitionen) einher, der manchmal zu einer sehr starken Zunahme der Konsumgüterimporte führt. Massive Kapitalzuflüsse, die praktisch zur Finanzierung eines Konsumbooms dienen, werden von den internationalen Finanzmärkten nicht unbegrenzt toleriert.

Die Bedeutung landesspezifischer Sonderfaktoren wird jeweils unterschiedlich sein, aber eine grundlegende Änderung des wirtschaftspolitischen Kurses, die gleichzeitig Stabilisierungs- und Liberalisierungsziele anstrebt, kann auf jeden Fall auf kurze Sicht makroökonomische Auswirkungen haben, die es den wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern erschweren, den eingeschlagenen Reformkurs beizubehalten.

Das erste Problem des Übergangs besteht darin, daß die Wirtschaftsakteure Zeit brauchen dürften, um sich auf ein neues Umfeld niedriger Inflation und

schärferen Wettbewerbs einzustellen. Ein etwas paradox anmutendes Beispiel hierfür ist, daß Stabilisierungsmaßnahmen oft mit einer sehr starken Expansion der Bankkredite einhergehen. Diese hängt damit zusammen, daß Konsumentenkredite nach dem Ende einer Hyperinflation dank der geringeren Volatilität der Zinssätze und des realen Einkommens der privaten Haushalte wieder rentabler sind. Die rapide Zunahme der Verbraucherkredite in Brasilien nach dem Inkrafttreten des Plans zur Währungsstabilisierung ist zum Teil auf diesen Effekt zurückzuführen. Auch bei weniger extremen wirtschaftlichen Verhältnissen kann die Erfahrung hoher Inflationsraten in der Vergangenheit sowohl bei den Banken als auch bei ihren Kunden Skepsis hervorrufen, ob die Inflation durch die Stabilisierungsmaßnahmen wirklich auf Dauer gesenkt werden konnte. In diesem Fall dürften selbst hohe nominale Zinssätze eine übermäßige Kreditausweitung nicht verhindern – vor allem dann nicht, wenn die Abschaffung direkter Kontrollen an den Finanzmärkten Teil der Wirtschaftsreform ist. Wie noch im einzelnen zu erörtern sein wird, gab es in einer Anzahl aufstrebender Länder nach der Liberalisierung in der Tat geradezu eine Kreditexplosion. Ein zweites Beispiel für die Umstellungsschwierigkeiten ist, daß es bei der Liberalisierung des Außenhandels oft zu einem einmaligen Importschub kommt, wenn die Beschränkungen aufgehoben werden. In einigen Fällen dürften die Reformbestrebungen einem Glaubwürdigkeitsproblem begegnen, da die Unternehmen und privaten Haushalte an der Dauerhaftigkeit der Handelsliberalisierung zweifeln. So können die Importe sprunghaft ansteigen, weil Vorsorgekäufe getätigt werden, und die inländischen Hersteller handelbarer Güter dürften die notwendigen Rationalisierungsmaßnahmen hinausschieben. Drittens schließlich kann eine überbewertete Währung die Wirtschaftsakteure veranlassen, Importe früher zu tätigen als eigentlich geplant, da sie einen späteren Preisanstieg befürchten. Aus diesen Gründen kommt es in Zeiten der Wirtschaftsreform oftmals zu einem Importboom bei den langlebigen Konsumgütern.

Das zweite grundsätzliche Problem des Übergangs besteht darin, daß der Entscheidungshorizont für die einzelnen Wirtschaftsakteure sehr unterschiedlich sein kann. Besonders wichtig ist hier, daß er an den Finanzmärkten kürzer ist als an den Märkten für Realvermögenswerte. Ausländisches Kapital fließt rasch in Finanzaktiva, die einen kurzfristigen Gewinn versprechen; mit der Rentabilität der zugrundeliegenden Realvermögenswerte muß dieser gar nichts zu tun haben. Mehrere allgemeine Aspekte der jüngsten Kapitalströme in die aufstrebenden Länder lassen darauf schließen, daß solche kurzfristigen Einflüsse von Bedeutung sein dürften. Ein Aspekt ist der Anreiz, frühzeitig auf einem neuen Aktienmarkt zu investieren – in der Erwartung, daß andere Anleger folgen und die Kurse anziehen werden –, um wieder auszusteigen, wenn der Kursanstieg seinen Höhepunkt erreicht hat. Ein anderer Aspekt ergibt sich aus dem Einsatz des Wechselkurses als nominalem Anker. Solange die Wechselkursbindung glaubwürdig ist, fördert sie Anlagen in inländische Finanzaktiva mit hohen *Nominal*renditen und – solange der Wechselkurs unverändert bleibt – hohen Gewinnen. Aber sobald die Märkte an dem Anker zu zweifeln beginnen, können sich diese Zuflüsse rasch umkehren.

Ein Anleger kann vielleicht eine marktgängige finanzielle Forderung erwerben, aber der Endverwender der Finanzmittel muß möglicherweise Verpflichtungen im Rahmen von langfristigen Projekten eingehen, die nicht ohne weiteres rückgängig gemacht werden können. Bei Direktinvestitionsströmen dürfte dieses Problem am

... wie übermäßige Ausweitung der Bankkredite ...

... und der Importe

Entscheidungshorizont an den Finanzmärkten kurzfristig ...

... bei Realinvestitionsprojekten hingegen langfristig

wenigsten eine Rolle spielen, weil der Investor seine Mittel nur unter Schwierigkeiten und zu hohen Kosten wieder abziehen kann.

Wechselkursregime
und ...

Aus makroökonomischer Sicht kann ein vorübergehender (und umkehrbarer) Zufluß von Auslandskapital – der durch die zugrundeliegenden Realkapitalrenditen nicht gerechtfertigt wird – dauerhafte Folgen haben, die nicht unbedingt wünschenswert sind. Welcher Art diese im einzelnen sind, hängt vom Wechselkursregime ab. Bei einem festen Wechselkurs wird der Zufluß – über Interventionen an den Devisenmärkten – von den offiziellen Währungsreserven absorbiert. Selbst wenn eine vollständige Sterilisierung stattfindet, können durch die Finanzierung hoher Reservenbestände erhebliche budgetäre Kosten entstehen. Werden die Zuflüsse nur zum Teil sterilisiert, steigt die Liquidität der Geschäftsbanken an, und dies kann zu einer übermäßigen Ausweitung der Bankkredite führen. Darüber hinaus ist eine solche Kreditexpansion nicht ohne weiteres rückgängig zu machen, falls das ausländische Kapital wieder abgezogen wird, so daß die Banken in Schwierigkeiten geraten können. Bei einem flexiblen Wechselkurssystem können die Währungsbehörden einen unerwünschten Reservenauflauf nur vermeiden, indem sie die Währung an Wert gewinnen lassen. Zwar wird sich die Währung wieder abschwächen, wenn sich die Kapitalströme umkehren, aber einige Folgen der Aufwertung werden dauerhafter Natur sein, so z.B. die langfristigen Auswirkungen von Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen auf der Grundlage eines verzerrten Wechselkurses und die Zunahme der Auslandsverschuldung. Wenn Bankkredite, die in der Zeit der Wechselkursstärke gewährt wurden, im Zuge der Währungsabschwächung notleidend werden, können auch der Bankensektor und das Finanzsystem selbst in Bedrängnis geraten (s. weiter unten).

... Sterilisierungs-
maßnahmen

Lateinamerika
anders als Asien ...

Solche Übergangsschwierigkeiten scheinen in Lateinamerika eine größere Rolle gespielt zu haben als in Asien. Das liegt zum Teil an der schwierigeren Ausgangsposition Lateinamerikas und zum Teil daran, daß die Wirtschaftspolitik in Asien bei den Reformen in hohem Maße auf ein schrittweises Vorgehen setzte. Dies äußert sich u.a. darin, daß der reale Außenwert der Währungen in Lateinamerika viel stärker stieg als in Asien und die Leistungsbilanzdefizite erheblich größer waren. Außerdem gab es z.B. Unterschiede in der Art der Kapitalströme.

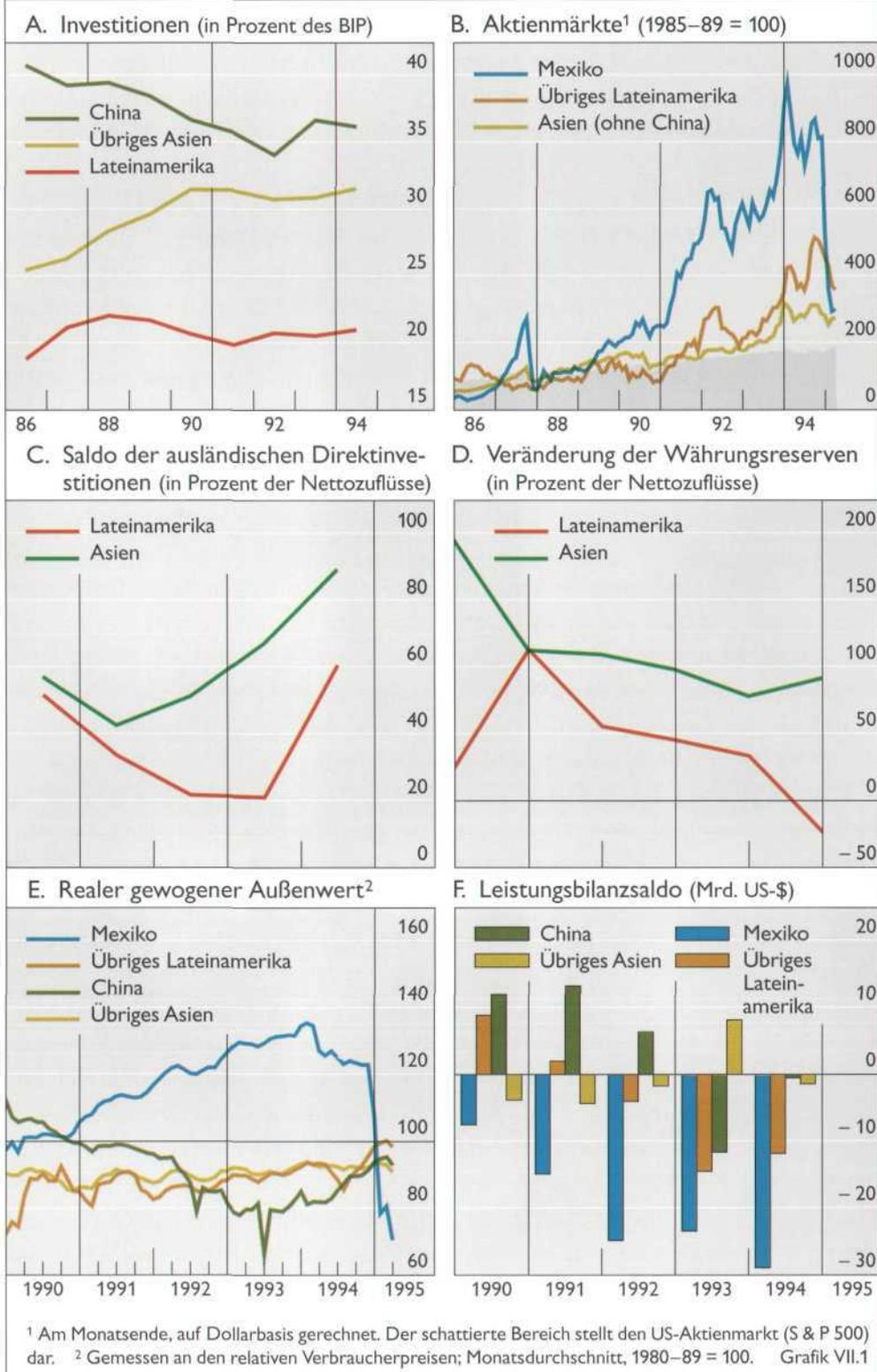
... da geringe
Investitions-
quoten ...

Der erste Unterschied: Die Ausweitung der Kapitalzuflüsse nach Asien ging mit einer deutlichen Zunahme der ohnehin hohen Anlageinvestitionen in Relation zum BIP einher (s. Grafik VII.1, Bild A). Somit diente das nach Asien fließende Auslandskapital vor allem zur Investition in Realvermögenswerte. In Lateinamerika war das nicht der Fall; dort blieben die Investitionsquoten – mit Chile als wichtigster Ausnahme – sowohl im historischen als auch im internationalen Vergleich allgemein niedrig. In vielen Ländern Lateinamerikas stand den Kapitalzuflüssen vor allem eine Erhöhung des privaten Verbrauchs gegenüber.

... und stärkere
Abhängigkeit
von Portfolio-
investitionen ...

Ein zweiter Unterschied zwischen den beiden Regionen liegt darin, daß Lateinamerika weniger Direkt- und mehr Portfolioinvestitionen verzeichnete (s. Grafik, Bild C). Direktinvestitionen sind nicht nur an sich stabiler, sondern können durch ihre kapazitätserweiternde Wirkung im Sektor der handelbaren Güter mit der Zeit auch zur Stabilisierung der Leistungsbilanz beitragen. Wie in Kapitel III im einzelnen ausgeführt, waren die Direktinvestitionen in Asien stärker exportorientiert als in Lateinamerika (s. insbesondere Grafik III.9, S. 73). Während die Direktinvestitionen in Lateinamerika vor allem in Form von Debt/Equity-Swaps und

Makroökonomische Indikatoren in den aufstrebenden Volkswirtschaften



im Rahmen von Privatisierungen getätigt wurden, die nicht unbedingt zu einer zusätzlichen Sachvermögensbildung führen, dienten sie in Asien in erster Linie der Errichtung von neuen bzw. Joint-Venture-Unternehmen. Zwar verzeichneten fast alle Aktienmärkte einen kräftigen Aufschwung, doch war die Hausse an den lateinamerikanischen Märkten ausgeprägter und volatiler (s. Grafik VII.1, Bild B).

Kapitalzuflüsse und Reservenanstieg in den Entwicklungsländern							
	1975–82	1983–90	1990	1991	1992	1993	1994
Mrd. US-Dollar							
Nettokapitalzuflüsse ¹							
Entwicklungsländer insgesamt ²	22,5	37,7	37,2	152,8	142,1	151,3	135,7
Asien ³	8,9	12,5	14,6	34,1	46,1	53,1	54,0
Mexiko	6,2	0,6	9,8	22,9	26,6	30,6	10,0
Übriges Lateinamerika ⁴	14,1	3,9	1,6	6,1	26,2	26,3	22,9
Nettoanstieg der Währungsreserven							
Entwicklungsländer insgesamt ²	9,5	15,2	33,3	71,4	69,9	68,2	48,9
Asien ³	3,7	16,0	16,5	37,4	45,4	41,8	49,7
Mexiko	-0,1	0,3	2,3	8,0	1,7	7,2	-18,9
Übriges Lateinamerika ⁴	0,9	0,9	10,5	8,1	22,2	11,8	11,1

¹ Ohne Veränderung der offiziellen Nettowährungsreserven. ² Ohne Hongkong, für das keine Kapitalbilanzdaten verfügbar sind. ³ China, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Singapur, Taiwan, Thailand. ⁴ Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Venezuela.

Tabelle VII.1

... Lateinamerika
daher anfälliger

Portfolioinvestitionen reagieren auf Verschiebungen im internationalen Finanzumfeld stärker als Direktinvestitionen. In diesem Zusammenhang sind einige Forschungsergebnisse interessant, wonach für die Kapitalströme nach Asien in erster Linie binnenwirtschaftliche Faktoren maßgeblich waren, für jene nach Lateinamerika hingegen externe Faktoren wie das Zinsniveau und die konjunkturelle Situation in den Industrieländern. Trotz der Gefahr einer späteren Umkehr der Zuflüsse absorbierten die lateinamerikanischen Länder – ganz anders als die asiatischen (s. Grafik, Bild D) – im Laufe der neunziger Jahre einen immer kleineren Teil der Nettokapitalzuflüsse in ihren Währungsreserven.

Auch ohne die besonderen Umstände im Zusammenhang mit der Krise in Mexiko hätten der Wirtschaftsaufschwung und der Zinsanstieg in den wichtigsten Industrieländern 1994 wohl unverhältnismäßig starke und negative Auswirkungen auf die Kapitalströme nach Lateinamerika gehabt. Der Nettozufluß ausländischen Kapitals nach Lateinamerika fiel von rund \$ 60 Mrd. 1993 auf weniger als \$ 35 Mrd. 1994 (s. Tabelle VII.1). Hinter diesem Rückgang verbirgt sich eine noch stärkere Abnahme der Finanzströme nach Lateinamerika, denn die Direktinvestitionen weiteten sich sogar aus. Der wichtigste Einflußfaktor war der Exodus von Inlands- und Auslandskapital aus Mexiko.

Gefahren
kurzfristiger
Finanzierungen

Wenn man untersuchen will, inwieweit die Finanzmärkte in der Lage waren, bei Veränderungen des Anlageklimas die Finanzintermediation so fortzuführen, daß es zu keinen realwirtschaftlichen Störungen kam, muß man die beiden klassischen Unterscheidungen innerhalb der Portfolioinvestitionen beachten: Fremdkapital/ Eigenkapital und kurzfristige/langfristige Finanzierung. Aktienanlagen dienen der Risikodiversifizierung, und eine der Aufgaben der Aktienmärkte ist es sogar, Veränderungen der Anlegererwartungen zu „absorbieren“, ohne daß Unternehmen in den Konkurs gezwungen oder zahlungsunfähig werden. Ein Kursrückgang dürfte für die Aktionäre – auch die ausländischen – sogar ein Anlaß sein, ihre Aktien nicht abzustoßen. Ein etwaiger Abwertungsdruck auf den Wechselkurs dürfte zusätzlich gemildert werden, wenn andere Gebietsfremde die Wertpapiere

erwerben, die ausländische Anleger veräußern wollen (oder wenn Ausländer andere Vermögenswerte in Inlandswährung kaufen). Auf diese Weise dürfte die Gefahr einer Währungs Krise erheblich reduziert werden. Anders als Aktienemittenten müssen staatliche und andere Emittenten langfristiger Schuldtitel feste Schuldendienstverpflichtungen erfüllen, aber wenigstens müssen sie sich nicht in einer Krisensituation um eine Anschlußfinanzierung bemühen, wie diejenigen Schuldner, die kurzfristige Finanzierungen in Anspruch nehmen. Gerade Schwierigkeiten bei der Beschaffung einer Anschlußfinanzierung für große kurzfristige Verbindlichkeiten in US-Dollar waren dafür verantwortlich, daß sich die Krise in Mexiko noch mehr zuspitzte.

Stärker liberalisierte Finanzmärkte

Die Belebung der Kapitalströme in die aufstrebenden Länder Asiens und Lateinamerikas ging Hand in Hand mit der Entwicklung stärker liberalisierter – und letztlich effizienterer – Finanzsysteme. Das Zusammenwirken von Reformen und massiven Kapitalzuflüssen trug jedoch zu den späteren gravierenden Übergangsproblemen im Finanzsystem bei. Als sich die Kapitalzuflüsse in einigen Ländern 1994 und Anfang 1995 umkehrten, traten Schwächen, die nach der Deregulierung im Bankensystem sichtbar geworden waren, besonders deutlich zutage. In unterschiedlichem Maße gerieten die Aktienkurse und die Preise anderer Vermögenswerte unter Druck.

Liberalisierung im Finanzsektor

Während einige aufstrebende Volkswirtschaften ihr Finanzsystem bereits vor vielen Jahren liberalisiert hatten, haben die meisten Länder Asiens und Lateinamerikas erst im Laufe der letzten zehn Jahre ein liberaleres Banken- und Finanzsystem geschaffen. Dabei wurden Zinsobergrenzen für Bankkredite und -einlagen, Kreditbeschränkungen und die selektive Kreditsubventionierung abgeschafft, und die Mindestreserven wurden gesenkt. Nichtbank-Finanzinstitute durften auf breiterer Basis Geschäfte tätigen. Durch Privatisierungen, die Entwicklung neuer Finanzmärkte und andere Reformen zur Verbesserung der Rahmenbedingungen für Finanztransaktionen wurde der Weg für eine Expansion der Aktien- und internationalen Anleihenemissionen geebnet. Beschränkungen des Kapitalverkehrs und der Auslandsanlagen von Finanzinstituten wurden gelockert.

Die Reformen wurden begünstigt durch die Erkenntnis, daß eine straffe Regulierung der Finanzmärkte mit der fortschreitenden Entwicklung der Volkswirtschaften immer schwieriger wurde. Infolge der für die Vergabe von Bankkrediten geltenden Beschränkungen hatten die Nichtbank-Finanzintermediäre expandieren können, um den vom Bankensystem nicht gedeckten Bedarf zu erfüllen. Auf diese Weise wurde in vielen Fällen die makroökonomische Steuerung untergraben. Ein wachsender Wohlstand hatte Anleger und Schuldner veranlaßt, nach breiteren Diversifizierungsmöglichkeiten für ihre Aktiva und Passiva zu suchen. Wenn ihnen dies im Inland versagt blieb, fanden sie Wege, es im Ausland zu tun. Als in die Verhandlungen der Uruguay-Runde über den Welthandel auch die Finanzdienstleistungen einbezogen wurden, begannen einige Länder den erleichterten Zugang ausländischer Finanzinstitute zu ihrem Inlandsmarkt in Erwägung zu ziehen. Der

Übergang zu stärker liberalisierten Finanzmärkten ...

... wohl- begründet ...

Wunsch, sich zu einem internationalen Finanzplatz zu entwickeln, erwies sich ebenfalls als wirkungsvoller Anreiz für die Liberalisierung bestimmter internationaler Transaktionen, wenn auch nicht unbedingt von Geschäften in Inlandswährung.

Umfang und Tempo der Reformen im Finanzsektor waren von Land zu Land unterschiedlich. Als besonders groß wurde der Reformbedarf in Lateinamerika angesehen, wo niedrige Sparquoten und Kapitalflucht eine Verbesserung der Situation im Finanzsektor dringlicher erscheinen ließen als in Asien. Argentinien, Mexiko, Venezuela und in geringerem Umfang auch Kolumbien nahmen Ende der achtziger bzw. Anfang der neunziger Jahre eine radikale und rasche Deregulierung vor, während die Reformen in Indonesien, Malaysia und Thailand in mäßigerem Tempo erfolgten. In der Republik Korea und Taiwan bestehen weiterhin zahlreiche Beschränkungen für die inländischen und internationalen Finanzgeschäfte.

Makroökonomische Auswirkungen der Reformen im Finanzsektor

... birgt aber Risiken

Welche Risiken mit einer Reform des Finanzsektors verbunden sind, hatte die Deregulierung in den achtziger Jahren in den Industrieländern, selbst jenen mit etablierten Finanzmärkten und -instituten, nur allzu deutlich gezeigt. Fast überall kam es zu einem sprunghaften Anstieg der Kreditvergabe, der letztlich eine Schwächung von Teilen des Bankensystems zur Folge hatte. Zu den auftretenden Problemen gehörten auch eine übermäßige Vergabe von Immobilienkrediten, ein starker Anstieg der Preise von Vermögenswerten sowie in manchen Fällen der Verlust der geldpolitischen Kontrolle.

Schwierigkeiten bei Durchführung der Geldpolitik

Besonders große Gefahren barg die Liberalisierung des Finanzsektors in Volkswirtschaften, in denen der Finanzsektor zuvor stark kontrolliert gewesen war. Mit fortschreitender Liberalisierung kann die Begrenzung der Liquidität des privaten Sektors weniger wirksam gesteuert werden. Wenn die Geldpolitik zur Beeinflussung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage stärker auf die Zinssätze setzt, müssen diese in der Regel höher und variabler sein. Im Zuge der Liberalisierung, die die aufgestaute Kreditnachfrage freisetzt und die Geldmengen- und Kreditaggregate verzerrt, wird es schwieriger, den angemessenen Kurs der Geldpolitik zu bestimmen. Gerät die monetäre Entwicklung außer Kontrolle, steigen die Zinssätze noch mehr und werden noch variabler. Durch die Öffnung der Finanzmärkte gegenüber dem Ausland dürfte die Liberalisierung überdies die Anfälligkeit der Volkswirtschaft und der inländischen Finanzmärkte gegenüber Störeinflüssen aus dem Ausland und insbesondere gegenüber Stimmungsschwankungen an den ausländischen Kapitalmärkten dauerhaft erhöhen.

Hohe Realzinssätze

In den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften – insbesondere in Lateinamerika – waren die Realzinsen in den neunziger Jahren höher als in der Vergangenheit. In einigen Fällen waren die ungewöhnlich hohen Realzinssätze vor allem darauf zurückzuführen, daß es in Ländern mit früherer Hyperinflation schwierig war, die Glaubwürdigkeit der Wirtschaftspolitik herzustellen und aufrechtzuerhalten. Trotz der hohen Realzinssätze weiteten sich jedoch die Bankkredite erheblich aus, als die aufgestaute Kreditnachfrage im Zuge der Liberalisierung im Finanzsektor freigesetzt wurde. Von den hohen Realzinssätzen offenbar unberührt, expandierten die Bankkredite Ende der achtziger und Anfang der neunziger Jahre in Asien rapide und in manchen lateinamerikanischen Ländern geradezu explosionsartig. Deutlich erkennbar ist dies daran, daß die Bankkredite an den privaten Sektor in realer

Reales Wachstum der Bankkredite an den Privatsektor							
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994 ¹
	Dezember gegen Dezember des Vorjahres in Prozent						
Asien							
Indien	8,6	15,6	-3,7	- 2,8	10,3	2,3	- 1,5
Hongkong ²	20,6	23,7	28,8	14,7	0,4	7,2	2,7
Indonesien	26,3	41,6	36,0	8,5	7,6	11,3	11,4
Korea	7,2	19,6	11,5	10,1	7,1	6,6	13,9
Malaysia	5,1	19,7	17,2	15,7	6,0	7,9	9,7
Singapur	9,5	15,6	10,2	9,3	7,9	11,8	13,8
Thailand	25,5	23,8	26,3	15,1	17,0	18,3	22,5
Lateinamerika							
Argentinien ³	-	-	-	14,7	30,2	15,0	17,6
Chile	9,9	12,3	-6,5	5,4	20,2	16,6	15,8
Kolumbien	4,5	2,0	8,9	-12,7	12,5	27,7	17,8
Mexiko	24,8	60,2	24,1	29,1	40,4	13,9	21,3
Venezuela	-4,2	-36,4	-7,8	14,6	2,3	-23,4	-45,5

¹ Veränderung im letzten verfügbaren Monat gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat.
² Inlandskredite insgesamt. ³ Zahlenangaben vor 1991 durch Hyperinflation verzerrt. Tabelle VII.2

Betrachtung enorm zunahmen, und in einigen Ländern hielt diese Entwicklung über mehrere Jahre an (s. Tabelle VII.2). In unterschiedlichem Ausmaß wurde diese Ausweitung auch von Kapitalimporten und einer gestiegenen Inlandsnachfrage nach Geldvermögenswerten alimentiert, nachdem die Inflationsraten zurückgegangen waren. In Korea, Taiwan, Venezuela, Mexiko und anderen Ländern zog die Deregulierung darüber hinaus einen Boom bei den Immobilienkrediten und -preisen nach sich. Die Aktienkurse stiegen fast überall steil an.

Eine Liberalisierung im Finanzsektor kann sich auch auf die öffentlichen Finanzen nachteilig auswirken. Wenn die unverzinsten Mindestreserveverordnungen und die Verpflichtung zur Anlage in Staatspapieren, die für die Finanzinstitute wie eine Besteuerung wirken, verringert und weitere Beschränkungen, die das Zinsniveau künstlich niedrig halten, beseitigt werden, kann dies einen Anstieg der staatlichen Haushaltsdefizite zur Folge haben. In Lateinamerika wurden die Mindestreserven in den achtziger und frühen neunziger Jahren erheblich gesenkt (s. Tabelle VII.3). Die Effekte dieser Maßnahmen wurden jedoch im allgemeinen wettgemacht durch Haushaltsreformen, die den Finanzbedarf des öffentlichen Sektors und seinen Bedarf an Bankkrediten stark reduzierten (s. die Tabelle). Trotzdem erhöhte die zunehmende Inanspruchnahme von Finanzierungsmitteln zu Marktkonditionen nach der Liberalisierung des Finanzsektors die Anfälligkeit der Haushaltssalden und der Schuldenpolitik für finanzielle Störeinflüsse aus dem Ausland. Zu gegebener Zeit können beträchtliche Anhebungen der inländischen Zinssätze nötig werden – wie auch die Folgen der jüngsten Krise in Mexiko bewiesen haben. Diese größere Anfälligkeit läßt den Schluß zu, daß der Staatshaushalt konsolidiert werden muß, bevor die Finanzmärkte liberalisiert werden.

Nachteilige Auswirkungen auf öffentliche Haushalte

Auswirkungen der Reformen auf das Bankensystem

Die Erfahrung Argentiniens, Chiles und Indonesiens in den achtziger Jahren sowie

Strukturelle monetäre Indikatoren								
	Zentralbankgut- haben in % der breit abgegrenz- ten Geldmenge ¹		Breit abge- grenzte Geld- menge ¹ in % des BIP		Bankkredite ² in % des BIP		Kredite an den Staat ³ in % der Bankkredite ²	
	1981–84	1991–93	1981–84	1991–93	1981–84	1991–93	1981–84	1991–93
	Jahresdurchschnitt							
Asien								
China	..	17,3	46,0	95,9	60,2	99,0	..	3,5
Indien	9,3	12,0	39,3	47,8	46,0	53,6	42,7	48,6
Indonesien	14,4	12,8	18,3	45,9	12,7	48,8	-10,3	- 2,6
Korea	4,8	9,8	34,9	40,4	49,2	55,2	12,3	2,0
Malaysia	6,0	7,5	58,2	78,6	58,9	83,7	10,3	3,3
Singapur	7,5	7,0	68,5	94,4	72,9	63,2	-17,3	-38,2
Thailand	3,4	3,0	46,1	76,2	55,9	75,5	27,7	- 3,9
Lateinamerika								
Argentinien	46,6	12,7	21,6	14,0	39,2	22,5	39,1	34,1
Brasilien	9,5	..	15,6	30,0	25,8	17,9	29,6	29,1
Chile	11,4	11,6	22,1	26,7	66,5	60,8	12,5	24,5
Kolumbien	19,3	17,1	30,7	31,9	21,6	18,6	14,2	3,7
Mexiko	43,1	2,3	31,4	31,7	35,3	36,1	64,1	14,8
Venezuela	13,8	24,4	41,3	30,3	31,7	20,9	0,9	13,3
<i>Nachrichtlich:</i>								
Japan	2,2	1,5	91,9	111,1	111,5	139,1	15,1	10,6
USA	2,0	1,6	64,9	65,7	81,7	80,5	19,0	17,6

¹ Geld- und Quasigeldverbindlichkeiten des Bankensystems. ² Inlandskredite der Banken. ³ Nettokredite an den zentralen Staatshaushalt.
Quelle: IWF, *International Financial Statistics*. Tabelle VII.3

Stabilität des Bankensystems abhängig von:

Venezuelas im Jahr 1994 zeigt, daß die Liberalisierung im Finanzsektor die Stabilität des Bankensystems untergraben und sogar dazu führen kann, daß die Reformen wieder rückgängig gemacht werden. Offensichtliche Anspannungen gab es in letzter Zeit im Bankensystem Argentiniens, Brasiliens und Mexikos. Auch Indien und Indonesien hatten mit dem Problem notleidender Kredite zu kämpfen. Insgesamt war es für die Banken eine schwierige Aufgabe, sich auf liberalere Marktgegebenheiten umzustellen. In vielen Fällen kamen umfangreiche Kapitalzuflüsse über das Bankensystem hinzu, die zu risikoreichen Kreditvergaben verleiteten. Dies verschärfte die Probleme der Banken in einigen Ländern, als das Auslandskapital wieder abzufließen begann.

Auch wenn sich die Erfahrungen im einzelnen unterschieden, waren fünf Merkmale für die Wirkung der Reformen auf das Bankensystem von besonderer Bedeutung: die Qualität der Aufsicht und des Bankmanagements, die Ersparnis, die Intensität des Einlagenwettbewerbs zwischen den Banken, die bei der Kreditvergabe eingegangenen Risiken und die Volatilität der Kapitalströme.

– Aufsicht

In den meisten aufstrebenden Ländern wurden in den letzten Jahren Maßnahmen ergriffen, um die Aufsicht zu verbessern, Vorschriften für die Geschäftstätigkeit der Banken einzuführen (darunter auch die vom Basler Ausschuß für Bankenaufsicht empfohlenen Eigenkapitalstandards) und eine transparentere Rechnungslegung zu fördern. In einigen Fällen, z.B. in Indonesien, bestanden jedoch

zum Zeitpunkt der Deregulierung weder geeignete aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen noch eine entsprechende Aufsichtspraxis. Auch in Mexiko reichten die Verfahren der Banken für die Kreditbeurteilung und Bonitätsprüfung – nach einem Jahrzehnt der Verstaatlichung – für ein liberalisiertes Finanzumfeld ganz offensichtlich nicht aus.

Die Widerstandsfähigkeit des Bankensystems hängt nicht zuletzt auch vom Angebot an Privatkundeneinlagen ab. Die Schwierigkeiten der lateinamerikanischen Banken wurden dadurch verstärkt, daß dem Bankensystem angesichts hoher Inflationsraten nur eine geringe Ersparnis des privaten Sektors zur Verfügung stand. In vielen asiatischen Ländern profitierten die Banken dagegen vom Vorhandensein inländischer Ersparnisse zu relativ niedrigen Zinssätzen.

– Verfügbarkeit von Ersparnissen

Der Wettbewerb hat sich im Privatkundengeschäft in der Regel langsamer entwickelt als im Großkundengeschäft. In zahlreichen Ländern sind einige Einlagenzinssätze nach wie vor reguliert. Der Zugang zum Privatkundengeschäft der Banken ist weiterhin beschränkt, und zwar sogar in einigen Ländern mit stark liberalisierten Finanzsystemen wie z.B. Hongkong. Maßnahmen mit dem Ziel einer großzügigeren Gewährung von Banklizenzen gab es dagegen in den letzten Jahren in Mexiko, Indien und – in bezug auf die inländischen Transaktionen wie auch auf die Offshore-Transaktionen in der internationalen Bankenfreizone Bangkok – Thailand. Argentinien hat ausländischen Banken die Inländerbehandlung angeboten. In vielen Ländern sind die Banken im Privatkundengeschäft zunehmendem Wettbewerbsdruck von Nichtbank-Finanzintermediären ausgesetzt.

– Wettbewerbsgrad

Wenn die Gewinne durch die Deregulierung beeinträchtigt werden, kann für die Banken der Anreiz bestehen, durch die Vergabe risikoreicherer Kredite höhere Renditen anzustreben. Aber das Risiko, das eine Bank eingeht, hat letztlich entscheidenden Einfluß auf den Gewinn. Durch die Liberalisierung der Wirtschaft im allgemeinen und des Finanzsektors im besonderen wurden Wirtschaftsunternehmen, die zuvor wirtschaftlich lebensfähig gewesen waren, zunehmend dem ausländischen Wettbewerb ausgesetzt, und die Kreditrisikobeurteilung wurde schwieriger. In Ländern, die eine Hyperinflation hinter sich hatten, darunter Brasilien und Argentinien, hatten einige Unternehmen Schwierigkeiten, sich an ein Umfeld niedriger Inflationsraten anzupassen, während sie zuvor mit der Inflation zurechtgekommen waren.

– Risiken der Kreditvergabe

Als die Kapitalzuflüsse aus dem Ausland versiegt (oder sich in einen Nettokapitalexport umkehrten), brachten Kredit-, Währungs-, Laufzeit- und Zinsänderungsrisiken die Banken in einigen Ländern in arge Bedrängnis. Relativ hohe inländische Zinssätze hatten die Banken Anfang der neunziger Jahre bisweilen veranlaßt, offene Devisenpositionen einzugehen, indem sie Kreditvergaben in Inlandswährung durch Kreditaufnahmen in Fremdwährung refinanzierten. Auch wenn ihre eigenen Fremdwährungspositionen aufsichtsrechtlich beschränkt waren, übernahmen die Banken indirekt ein Währungsrisiko. Dieses indirekte Risiko entstand, wenn die Verwendung des Wechselkurses als nominaler Anker dazu führte, daß die inländischen Zinssätze relativ hoch waren, aber eine Währungsabwertung nicht unmittelbar zu erwarten war. In dieser Situation hatten die Unternehmen den Anreiz, bei inländischen Banken wie auch im Ausland Fremdwährungskredite aufzunehmen. Wenn sich die Banken durch Mittel refinanzierten, die in einer Krise besonders unsicher waren, wie z.B. Dollareinlagen von Gebietsansässigen oder

– Volatilität der Kapitalströme

Dollar-Kreditaufnahmen an den internationalen Märkten, liefen sie außerdem Gefahr, in Refinanzierungsschwierigkeiten zu geraten. Wenn die Einkünfte der Schuldner vornehmlich auf die Inlandswährung lauteten, konnte sich bei einem Wertverlust der Inlandswährung auch die Qualität von Fremdwährungskrediten verschlechtern.

Wenn die Banken ihre festverzinslichen Kredite nicht fristenkongruent refinanzierten, gingen sie in einigen Ländern auch das Risiko ein, Verluste aus Krediten in Inlandswährung zu erleiden, wenn die steigende Inflation nach einer Abwertung der Währung die Zinssätze nach oben treiben sollte. Die Qualität der Kreditportefeuilles der Banken in Inlandswährung kann auch durch den Zinsanstieg beeinträchtigt werden, der eintritt, wenn die Geldpolitik gestrafft wird, um den Wechselkurs zu verteidigen oder nach einer Abwertung die Stabilität wiederherzustellen. Wenn der Markt dies als eine Einschränkung des geldpolitischen Handlungsspielraums begreift, kann sich der Abwertungsdruck auf die Währung verstärken. Die Lage der Kreditnehmer außerhalb des Finanzsektors sowie die der Banken wird sich letztlich verschlechtern, wenn der Anstieg der Inflationsraten oder der Länderrisikoprämien nach einer Währungsabwertung zu einem nachhaltigen Zinsanstieg führt. Die jüngsten Schwierigkeiten im mexikanischen Bankensystem veranschaulichten einige dieser Probleme.

Auswirkungen der Entwicklung auf den Wertpapiermärkten

Entwicklung der
Aktienmärkte ...

Die Aktienmärkte entwickelten sich Anfang der neunziger Jahre außergewöhnlich stark. Gemessen am BIP ist die Börsenkapitalisierung in Chile, Hongkong, Malaysia und Singapur inzwischen genauso hoch wie in den USA und im Vereinigten Königreich oder sogar höher, und in Mexiko und Korea sind die Aktienmärkte proportional größer als in Deutschland oder Frankreich. In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften spielten Aktienemissionen bei der Finanzierung großer Unternehmen und bei Investitionen im allgemeinen eine wichtigere Rolle als in den meisten Industrieländern. In den letzten fünf Jahren wurden in Korea, Malaysia und Thailand in erheblichem Umfang Aktien begeben, ebenso in Chile und Mexiko (manchmal standen dahinter allerdings zum Teil beträchtliche Privatisierungen).

... führt zu
Risikostreuung

Die rasche Entwicklung der Aktienmärkte in den aufstrebenden Ländern dürfte dazu beigetragen haben, das Finanzsystem zu stärken, da die Risiken nun auf eine breite Anlegerbasis verteilt werden konnten. Die Zunahme des Volumens an Sekundärmarkttransaktionen dürfte auch eine effizientere Kursbildung mit sich gebracht haben. Trotzdem sind die Aktienmärkte der aufstrebenden Volkswirtschaften sehr volatil geblieben, was zum Teil auf mangelnde Liquidität zurückzuführen ist und in einigen Fällen auch auf die Konzentration des Handels auf wenige bedeutende Aktien. Die ausländischen Aktionäre übten einen überproportionalen Einfluß auf die Kursbildung aus, und zwar sowohl bei der Verstärkung ihrer Engagements Anfang der neunziger Jahre als auch bei der Reduzierung in den letzten Monaten. Obwohl die aufsichtsrechtlichen Vorschriften an zahlreichen Märkten in den letzten Jahren verschärft wurden, um die Transparenz zu erhöhen (z.B. durch das Verbot des Insiderhandels), ist in vielen Fällen eine gewisse Undurchsichtigkeit bestehen geblieben.

Volatilität aber
nach wie vor
hoch ...

In einigen Ländern stellten die jüngsten Entwicklungen an den Wertpapiermärkten eine potentielle Quelle von Systemrisiken dar. Aktienkursrückgänge

haben eine Spirale von Werteinbußen bei Sicherheiten, Ausweitungen der Bestände notleidender Kredite bei den Banken und Kreditbeschränkungen in Gang gesetzt, und erschwerend kam noch ein allgemeiner Vertrauensverlust hinzu. Banken und andere Finanzinstitute hielten oftmals Aktien im Eigenbestand und waren zur Verbesserung ihrer Bilanzen auf Aktienemissionen angewiesen.

Die Märkte für Schuldtitel blieben Anfang der achtziger Jahre vergleichsweise unterentwickelt. In Lateinamerika waren die historisch hohen und schwankenden Inflationsraten ein Hindernis, und in den meisten asiatischen Ländern dürfte die gute Haushaltslage ein Grund gewesen sein, weshalb die Märkte für Staatstitel klein blieben. Außerhalb der seit langem liberalisierten Finanzplätze Hongkong und Singapur entwickelten sich nur in Chile, Korea, Malaysia, Südafrika und Saudi-Arabien nennenswerte Anleihemärkte, die oft von der Aktivität großer institutioneller Anleger, z.B. Pensionsfonds, profitierten. In einigen Ländern gab es Bemühungen, die institutionelle Nachfrage nach Anleihen durch Förderung der Sekundärmärkte für Wertpapiere und der Derivatmärkte zu stimulieren. Die Derivatmärkte beginnen jedoch – mit Ausnahme einiger weniger Finanzplätze – erst jetzt allmählich Fuß zu fassen. Da es keine Märkte für Unternehmensanleihen gibt, greifen die Wirtschaftsunternehmen in vielen aufstrebenden Ländern weiterhin in hohem Maße auf kurzfristige Bankkredite zurück oder nehmen die internationalen Anleihemärkte in Anspruch.

... und potentielle Quelle von Systemrisiken

Märkte für Schuldtitel weniger weit entwickelt

Wirtschaftspolitische Reaktionen auf die Kapitalzuflüsse

Als die Kapitalzuflüsse in einige aufstrebende Länder im letzten Jahr abrupt zum Stillstand gekommen waren bzw. sogar Nettokapitalabflüsse verzeichnet wurden, gewann die Frage, wie die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger auf einen massiven und möglicherweise nur vorübergehenden Anstieg der Kapitalzuflüsse reagieren sollten, noch stärker an Aktualität und Bedeutung. Die wirtschaftspolitischen Strategien, die in Frage kämen, teilen sich in zwei Kategorien. Die erste strebt die Begrenzung der Nettokapitalzuflüsse an, z.B. durch die Beschränkung von Kapitalzuflüssen, Anreize für Inländer zum Erwerb ausländischer Vermögenswerte und die Erhöhung der nationalen Ersparnis, etwa mit Hilfe einer strafferen Finanzpolitik. Die zweite Kategorie umfaßt Devisenmarktinterventionen und Sterilisierungsmaßnahmen in Verbindung mit geld- und wechselkurspolitischen Korrekturen.

Begrenzung der Kapitalzuflüsse

Die administrativen Kontrollen der Kapitalzuflüsse können so gestaltet werden, daß die verschiedenen Arten von Finanzanlagen unterschiedlich behandelt werden: Auf der einen Seite stehen Finanzanlagen, die die Produktivität der Wirtschaft und ihre Reagibilität auf Weltmarkteinflüsse fördern (wie beispielsweise ausländische Direktinvestitionen und langfristige Beteiligungsinvestitionen), auf der anderen Seite potentiell volatile, am kurzfristigen Gewinn orientierte Finanzanlagen. Im Interesse einer vorsichtigen Vorgehensweise bei der Liberalisierung der Kapitalzuflüsse wird es inzwischen allgemein für erforderlich gehalten, daß die kurzfristigen Transaktionen erst nach dem Aufbau eines soliden inländischen Finanzsystems freigegeben werden. Zahlreiche Länder beschränken die ausländischen Käufe kurz-

Gezielte Kontrolle der Kapitalzuflüsse

fristiger Wertpapiere oder erlauben gebietsfremden Anlegern Wertpapierverkäufe erst nach Ablauf einer Mindesthaltefrist. Einige Länder begrenzen auch die Kreditaufnahme inländischer Unternehmen im Ausland. Diese Vorgehensweise wird oft mit aufsichtsrechtlichen Erfordernissen und mit der Wahrung der Bonität des Landes auf den internationalen Finanzmärkten begründet. Andere Kontrollen setzen mehr auf die Veränderung der relativen Preise als auf umfassende Verbote. Oftmals wurden Mindestreserveverpflichtungen auf Bankeinlagen von Gebietsfremden eingesetzt, um die den ausländischen Anlegern gebotene Rendite zu senken. Gezielte steuerliche Maßnahmen wurden ebenfalls herangezogen, um die Kapitalzuflüsse zu begrenzen. In Lateinamerika konnten Chile und Kolumbien durch die Beibehaltung der Kapitalverkehrsbeschränkungen die Zuflüsse in Portfolioanlagen erfolgreich verringern. Brasilien griff zur Abwehr von Kapitalzuflüssen, die im Zusammenhang mit dem Währungsstabilisierungsplan aufgetreten waren, erneut auf administrative Kontrollen zurück. Generell jedoch dürfte in Asien stärkerer Gebrauch von Kontrollen zur Begrenzung der kurzfristigen Kapitalzuflüsse gemacht worden sein. Vermutlich weil Ausländer über keine großen Bestände kurzfristiger Inlandstitel verfügten und sich die Geschäftstätigkeit der Auslandsbanken auf dem Inlandsmarkt in Grenzen hielt, löste der rasche Zinsanstieg auf einigen asiatischen Märkten Anfang 1995 keine umfangreichen Leerverkäufe der Inlandswährung aus, so daß spekulativ bedingte Anspannungen abgewehrt werden konnten.

Probleme mit
Kontrollen

In der Praxis tritt bei administrativen Kontrollen das Problem auf, daß bei den Anlegern Unsicherheit über die zukünftigen Vorschriften entstehen kann. Auch aus diesem Grund muß bei der Liberalisierung des Kapitalverkehrs – hinsichtlich Tempo und Umfang – vorsichtig vorgegangen werden, damit die Beschränkungen erst dann gelockert werden, wenn die wirtschaftlichen Verhältnisse so stabil sind, daß eine spätere Wiedereinführung der Kontrollen unwahrscheinlich wird. Ein zweites Problem besteht darin, daß Kapitalverkehrskontrollen oft in vielfältiger Weise umgangen werden können (z.B. durch die Vereinbarung von Finanzierung und Zahlung im Ausland sowie durch Verschiebungen in der Handelsfakturierung). Im Laufe der Zeit entdecken die privaten Finanzmarktteilnehmer weitere Schlupflöcher, so daß die Verantwortlichen die Vorschriften möglicherweise Schritt für Schritt strenger gestalten – bis vielfach auch die erwünschte Wirtschaftstätigkeit beeinträchtigt wird. Dennoch haben sich Kapitalverkehrskontrollen zumindest kurzfristig nicht nur in zahlreichen asiatischen, sondern auch in lateinamerikanischen Ländern (namentlich in Chile und Kolumbien) als wirksam erwiesen. Am erfolgreichsten waren oft vorübergehende Beschränkungen, die wieder aufgehoben wurden, wenn sie nicht mehr nötig waren. Insbesondere in Ländern, die eine entschlossene Deregulierungspolitik verfolgen, dürfte die vereinzelte Rücknahme von Liberalisierungsschritten von den Märkten als temporär gewertet werden.

Reaktionen auf
Zuflüsse: u.a.
Liberalisierung von
Direktinvestitionen
im Ausland ...

Eine große Zahl von Ländern liberalisierte den Erwerb ausländischer Finanzanlagen durch Inländer, üblicherweise durch die Lockerung der Beschränkungen für Direktinvestitionen im Ausland oder für Auslandsanlagen institutioneller Investoren. Diese Liberalisierungsschritte erweitern darüber hinaus den Diversifizierungsspielraum der inländischen institutionellen Anleger. Dieser Vorteil ist um so größer, je kleiner die Volkswirtschaft ist.

Die Erhöhung der inländischen Ersparnis ist eine gängige makroökonomische Strategie zur Abwehr überhöhter Kapitalzuflüsse, weil sie das inländische

Zinsniveau tendenziell drückt. Zahlreiche Länder, darunter Chile, Malaysia und Singapur, haben sich für Pensionsversicherungen im Kapitaldeckungsverfahren oder andere Sparprogramme entschieden. Die freiwillige Ersparnisbildung blieb in diesen drei Ländern hoch, d.h. sie wird durch die obligatorischen Sparpläne offensichtlich nicht nennenswert ausgehöhlt. In Thailand und – in geringerem Umfang – einigen anderen asiatischen Ländern trugen finanzpolitische Korrekturen zur Bewältigung der Kapitalzuflüsse bei. Auch in Lateinamerika wurden bedeutende Kursänderungen in der Finanzpolitik vorgenommen, größtenteils jedoch schon *bevor* der Zufluß von Auslandskapital einsetzte. Eine bereits gute Haushaltslage dürfte es erschwert haben, der Öffentlichkeit die Notwendigkeit weiterer Straffungen der Finanzpolitik speziell zur Abwehr der Kapitalzuflüsse plausibel zu machen.

... und Förderung
der nationalen
Ersparnis

Binnen- gegen außenwirtschaftliche geldpolitische Ziele

Kapitalzuflüsse führen oft zu einem geldpolitischen Zielkonflikt. Die binnenwirtschaftliche Stabilität wird wohl durch Wechselkursaufwertungen gestützt, die die monetären Bedingungen im Inland gegenüber Auslandseinflüssen abschotten. Dadurch wird unmittelbar und mittelbar die Inflation nach unten gedrückt. Die damit verbundene reale Aufwertung benachteiligt jedoch die im internationalen Wettbewerb stehenden Sektoren und führt so zu einem steigenden Fehlbetrag in der Leistungsbilanz. Je länger das Leistungsbilanzdefizit bestehen bleibt, desto größer ist infolge der zunehmenden Auslandsverschuldung das Risiko eines Vertrauensverlusts auf seiten der Anleger. Die Vermeidung einer Währungsaufwertung durch Devisenmarktinterventionen kann zur Aufrechterhaltung der Wettbewerbsfähigkeit beitragen, solange der Preisauftrieb unter Kontrolle gehalten wird. Der Aufbau von Devisenreserven könnte ebenfalls Schutz gegen eine spätere Umkehr der internationalen Kapitalströme bieten. Unter bestimmten Umständen legten zahlreiche Länder aus Gründen der Vorsicht sogar eine Zielvorgabe für den Leistungsbilanzsaldo und – möglicherweise stillschweigend – auch für ihre Verschuldungsposition gegenüber dem Ausland fest. In der Praxis stellt sich aber die Frage, ob mit den verfügbaren Instrumenten sowohl das Zahlungsbilanz- als auch das Inflationsziel erreicht werden können.

Zielkonflikt für die
Geldpolitik

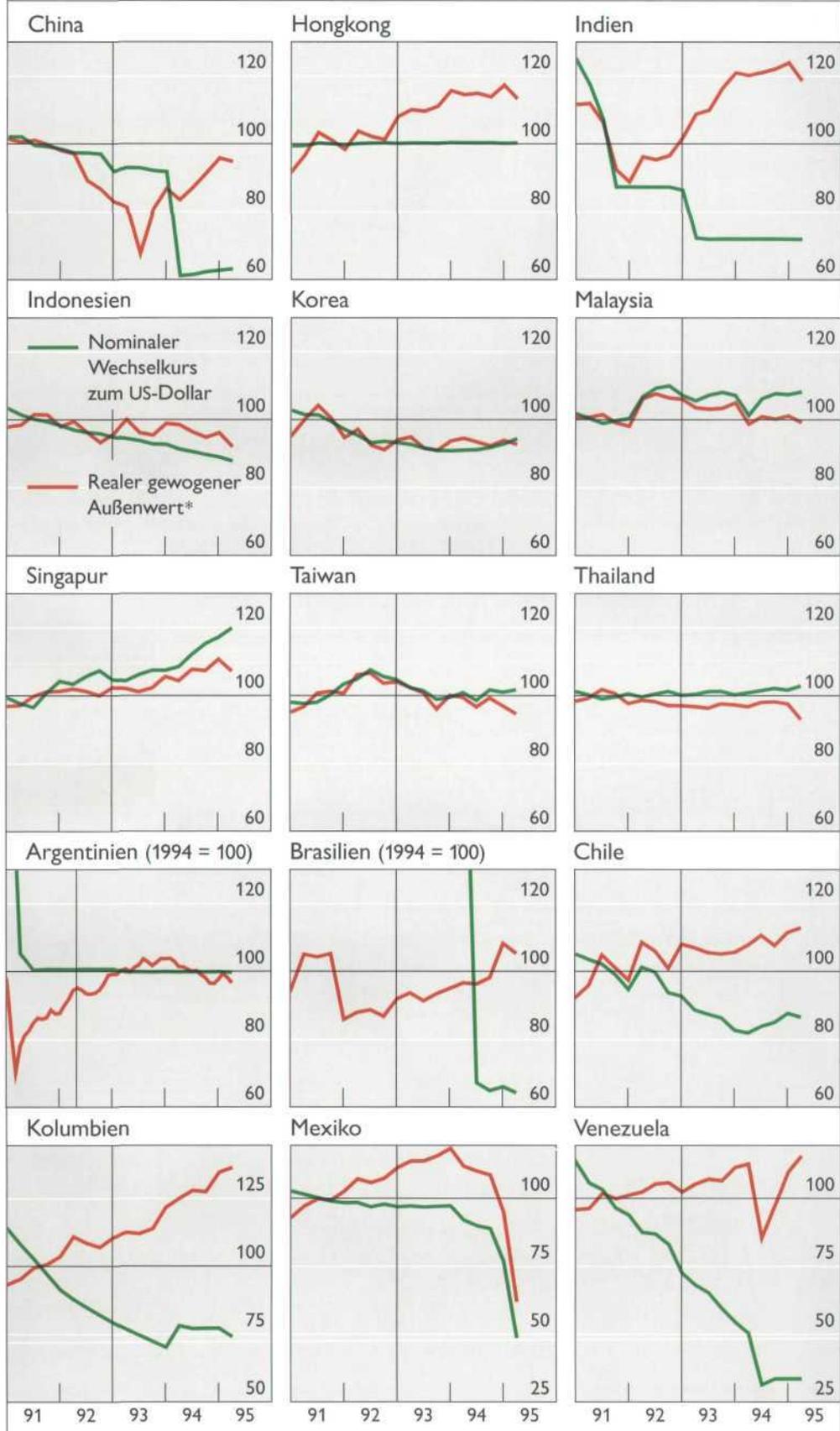
Während in Asien die Kapitalzuflüsse nur ein begrenztes Inflationsrisiko darstellten, standen die Währungsbehörden in vielen lateinamerikanischen Ländern einer wesentlich größeren Herausforderung gegenüber, und zwar nicht nur aufgrund der deutlich schlechteren Inflationsgeschichte, sondern auch, weil Vertrauen geschaffen werden mußte, daß die deutliche Rückführung der Inflationsrate der letzten Zeit Bestand haben würde. Wie die einzelnen Länder auf die Kapitalzuflüsse reagierten, hing von ihrem ursprünglichen geldpolitischen Konzept ab. Unterschiede zeigten sich vor allem darin, in welchem Umfang Wechselkursflexibilität angestrebt und inwieweit auf den Wechselkurs als währungspolitischen Anker zurückgegriffen wurde. Die institutionellen Rahmenbedingungen und das geldpolitische Instrumentarium waren mitbestimmend für das Ausmaß der Sterilisierungsversuche und die dabei auftretenden Probleme.

In Argentinien und Hongkong war die Währung durch eine Currency-Board-Regelung an den US-Dollar gebunden. In Hongkong war ein stabiler nominaler Wechselkurs angesichts der außerordentlich starken Auslandsverflechtung der Volkswirtschaft von wesentlichem wirtschaftlichem Vorteil, und der bevorstehende

In einigen Ländern
Currency-Board-
Regelungen ...

Nominaler US-Dollar-Wechselkurs und realer gewogener Außenwert

Am Quartalsende; 1991 = 100

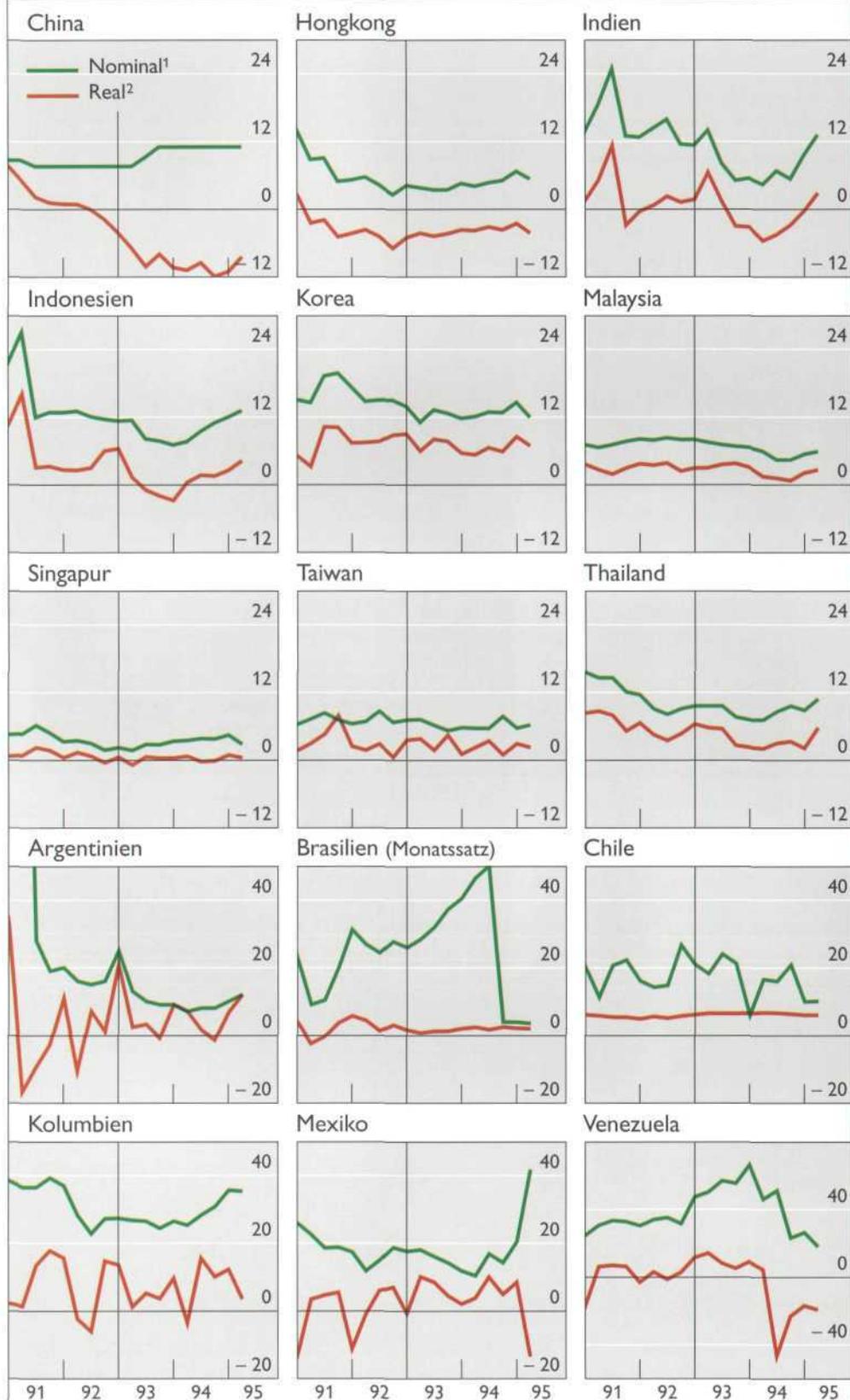


* Gemessen an den relativen Verbraucherpreisen.

Grafik VII.2

Nominale und reale kurzfristige Zinssätze

Am Quartalsende; in Prozent



¹ Geldmarkt- oder Einlagenzinssatz; Brasilien: Zentralbanksatz („bank rate“); Mexiko: Zinssatz für Schatzwechsel. ² Deflationiert mit der Veränderung der Verbraucherpreise gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat (Asien) bzw. gegenüber dem Vormonat auf Jahresbasis (Lateinamerika). Grafik VII.3

politische Wechsel 1997 machte Stabilität um so notwendiger. Dennoch mußte Hongkong ein niedrigeres nominales Zinsniveau hinnehmen, als es dem inländischen Nachfragedruck entsprochen hätte. In Argentinien war es mit der Currency-Board-Regelung gelungen, die Hyperinflation zu brechen, und Ziel war es, die Zentralbankfinanzierung der Staatsdefizite und des Bankensystems einzuschränken. Die Ausweitung der monetären Basis entsprechend den Fremdwährungszuflüssen begrenzte den Sterilisierungsspielraum drastisch, ermöglichte aber der Regierung weiterhin Kreditaufnahmen im Ausland.

... aber in anderen zunehmende Wechselkursflexibilität

In den meisten anderen aufstrebenden Ländern wurde der Wechselkurs ebenfalls auf verschiedene Art gesteuert, aber im Verlauf der Zeit mit zumeist wachsender Flexibilität. In Indonesien wurden etwa die Schwankungsbreiten für den Wechselkurs erweitert, und das gleiche geschah – im Zusammenhang mit vorgekündigten gleitenden Paritätsänderungen – in Chile, Kolumbien und (bis Dezember 1994) Mexiko. In Chile, Indonesien und Malaysia waren aufgrund der Wechselkursbindung an einen Währungskorb die Kursschwankungen gegenüber den einzelnen Korbwährungen nicht genau vorhersehbar, und der Währungskorb wurde, wie auch in Korea, in regelmäßigen Abständen angepaßt. Die flexiblere Handhabung des Wechselkursinstruments kann infolge des zunehmenden Renditenrisikos kurzfristige Kapitalzuflüsse abschrecken.

Der reale gewogene Außenwert auf der Basis der Verbraucherpreise (s. Grafik VII.2) stieg von 1991 bis Anfang 1994 in einigen Ländern beträchtlich an: Argentinien und Hongkong (beide Länder haben eine Wechselkursbindung an den US-Dollar), Mexiko (mit einem Zielband gegenüber dem Dollar), Singapur (wo sich der nominale Wechselkurs gegenüber dem Dollar stetig erhöhte), Kolumbien und Indien. Die Währungen der meisten anderen asiatischen Länder sowie jene von Brasilien und Chile werteten ab oder blieben im Ergebnis stabil. Der Außenwert auf der Grundlage von Verbraucherpreisen berücksichtigt nicht die Wettbewerbseffekte der länderspezifischen Unterschiede zwischen dem Produktivitätszuwachs im exponierten und dem im geschützten Sektor, dürfte aber dennoch die Auswirkungen der Wechselkursschwankungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und die Inflation abbilden.

Geldpolitik

Von 1991 bis Anfang 1994 versuchten die Währungsbehörden der meisten aufstrebenden Länder die Auswirkungen der Devisenmarktinterventionen auf die monetären Bedingungen in Grenzen zu halten. Die Zinseffekte der Sterilisierungsmaßnahmen wurden vom Öffnungsgrad der Finanzmärkte und von der Wechselkurspolitik bestimmt. In Südostasien konnten die Zinssätze nur mit mäßigem Erfolg gegen außenwirtschaftliche Einflüsse abgeschottet werden, und die Realzinsen verringerten sich im allgemeinen. In Lateinamerika vollzogen die Zinsen in einigen Fällen den Rückgang der Inflation nach, die Realzinsen blieben aber weitgehend auf hohem Niveau. Bis gegen Ende 1994 dürfte das Zinsgefälle gegenüber den Industrieländern die erwarteten Wechselkursschwankungen in der Regel überstiegen haben, so daß weiterhin ein Anreiz für kurzfristige Kapitalzuflüsse bestand.

Erfahrungen mit Sterilisierungsmaßnahmen

Gegensätzliche Zinsentwicklungen in Asien ...

In den meisten Ländern Asiens gingen die nominalen kurzfristigen Zinsen von 1991 bis Anfang 1994 zurück, und die Realzinsen fielen auf einen niedrigen Stand (s. Grafik VII.3). In Korea, Thailand und – in geringerem Umfang – Indonesien

Kredit- und Geldmengenaggregate								
	Kredite an den Privatsektor ¹				Geld und Quasigeld			
	1991	1992	1993	1994 ²	1991	1992	1993	1994 ²
Dezember gegen Dezember des Vorjahres in Prozent								
Asien								
China	19,6	21,4	22,6	22,1	26,7	30,8	23,6	34,4
Indien	9,9	19,2	11,0	8,1	18,3	16,9	17,0	18,0
Hongkong	26,1	10,1	16,4	12,1	13,3	10,8	16,0	15,4
Indonesien	19,3	12,5	22,7	21,7	17,5	19,8	22,3	19,0
Korea	20,3	11,9	12,8	20,2	21,9	14,9	16,6	18,7
Malaysia	20,6	11,2	11,6	13,8	16,9	29,2	26,6	18,1
Singapur	12,4	9,8	15,2	18,3	12,4	8,9	8,5	14,4
Thailand	20,4	20,5	23,8	30,6	19,8	15,6	18,4	12,9
Lateinamerika								
Argentinien	110,7	53,3	23,3	21,9	141,3	62,5	46,5	20,2
Brasilien ³	29,3	27,4	42,3	5,1	29,4	31,3	35,0	2,9
Chile	25,1	35,5	30,9	25,4	42,3	29,8	25,9	31,7
Kolumbien	10,7	40,8	57,1	44,1	34,9	38,9	40,0	35,3
Mexiko	53,3	57,1	23,1	29,9	47,2	20,4	14,4	22,7
Venezuela	50,2	34,9	11,7	-6,8	38,6	17,2	25,7	49,0

¹ China: Bankkredite ohne Kredite an den zentralen Staatshaushalt; Hongkong: Inlandskredite insgesamt.
² Veränderung im letzten verfügbaren Monat gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat. ³ Letzte monatliche Veränderung im angegebenen Jahr. Tabelle VII.4

verharrten die Geldmarktsätze bzw. die Einlagenzinsen im allgemeinen sowohl über den US-Dollar-Zinsen als auch über der Inflationsrate. In Hongkong bewegten sich die Zinsen infolge der Wechselkursbindung nahe dem US-Zinsniveau. In Singapur drückten Aufwertungserwartungen die Zinsen noch weiter nach unten. In China weisen die realen kurzfristigen Zinssätze seit 1993 einen stark negativen Wert auf.

Diese Konstellation von Zinssätzen und Wechselkursen trug zum Schutz von Exporten und Investitionen in den einzelnen asiatischen Ländern bei, wenn auch in unterschiedlichem Umfang. Aber sie begünstigte auch den wachsenden Nachfrage- druck, und 1994 wurde klar erkennbar, daß aus Stabilitätsgründen eine Straffung der monetären Bedingungen unumgänglich sein würde. Steigende US-Zinsen und in einigen Fällen auch die nachlassenden Kapitalzuflüsse förderten zwar die Ent- spannung, aber dennoch mußten zahlreiche Länder die zusätzliche inländische Kreditvergabe der Banken begrenzen. In den meisten Ländern nahmen die Kredite an den privaten Sektor und die breit definierten Geldmengenaggregate 1994 weiterhin stark zu. In Indien und Hongkong gingen die Kredite an den privaten Sektor jedoch etwas zurück, und in Indonesien, Malaysia und Thailand verlangsamte sich der Zuwachs der weitgefaßten Geldmengenaggregate (s. Tabelle VII.4).

Im Gegensatz dazu verzeichneten die meisten lateinamerikanischen Länder in den neunziger Jahren deutlich positive kurzfristige Realzinsen. In Chile und Brasilien wurde die Geldpolitik explizit an den Realzinsen ausgerichtet. In Mexiko und Argentinien, die ihre Währungspolitik an einem Wechselkursziel orientierten, fielen die realen Zinssätze hingegen langsam, und in Kolumbien verharrten sie auf

... und
Lateinamerika

einem sehr hohen Niveau. In Venezuela erhöhten sie sich 1992/93 sprunghaft, sanken aber im Verlauf der Bankenkrise auf einen deutlich negativen Wert. In Brasilien verringerten sich die Nominalzinsen, nachdem im Juli 1994 ein neues Programm zur Währungsstabilisierung eingeführt worden war (s. Kapitel II); die Realzinsen blieben aber höher als in jedem anderen Land.

Ebenso wie zuvor in Argentinien und Mexiko trug auch in Brasilien die Kombination aus hohen Realzinsen und realer Aufwertung der Währung zum Rückgang der Ersparnisbildung und der Investitionen der Unternehmen bei, ohne aber einen beträchtlichen Zuwachs der Bankkredite an den privaten Sektor zu verhindern. Durch die rasch steigende Konsumnachfrage verschlechterte sich der Leistungsbilanzsaldo. Auch in Chile und Kolumbien setzte sich das starke Kreditwachstum 1994 fort. In Mexiko dürfte die erhöhte Kreditgewährung der Banken im letzten Jahr dazu beigetragen haben, die binnenwirtschaftlichen Auswirkungen rückläufiger Kapitalzuflüsse zu neutralisieren und die Kapitalabflüsse zu alimentieren. In Venezuela – der bedeutendsten Ausnahme – ließen die Bankenkrise und die tiefe Rezession die Kredite an den privaten Sektor schrumpfen.

Sterilisierung

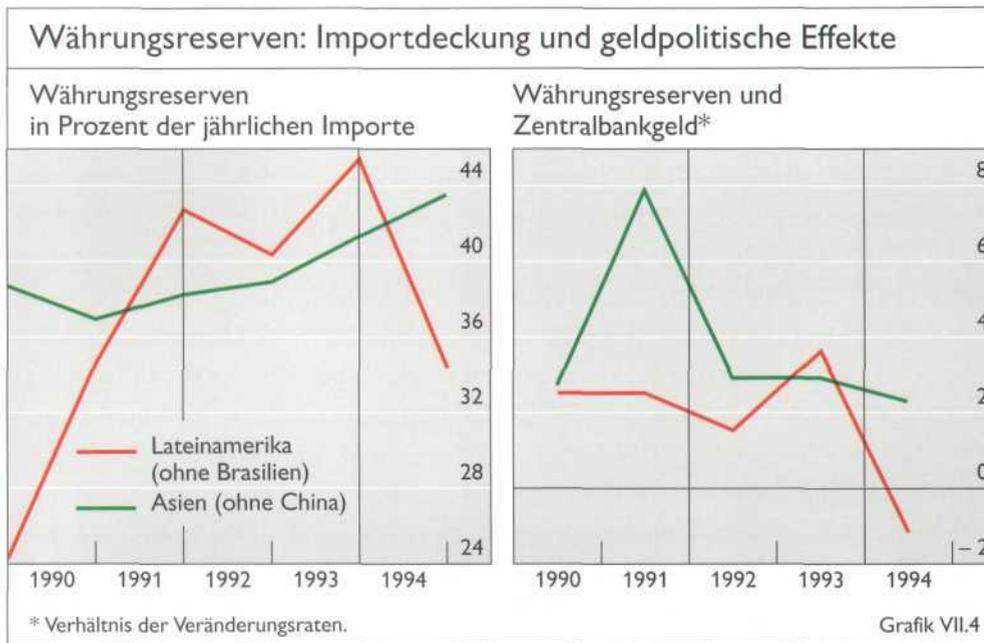
Sterilisierungskosten

Die Probleme der Währungsbehörden bei der Durchführung von Sterilisierungsmaßnahmen wurden schon vielfach erörtert. Die Kosten, die der Zentralbank aus der Sterilisierung entstehen, hängen vom Transaktionsumfang, der Zinsdifferenz gegenüber den US-Dollar-Zinsen (oder den Zinsen anderer Reservewährungen) und den verwendeten Instrumenten ab.

Das Sterilisierungsvolumen, das sich aus verschiedenen Positionen der Zentralbankbilanz ergibt, ist zwischen den einzelnen Ländern nur schwer vergleichbar. Ein Indikator, nämlich der Zuwachs der Bruttoauslandsaktiva der Währungsbehörden im Verhältnis zu dem der monetären Basis, zeigt Anfang der neunziger Jahre sehr große Sterilisierungstransaktionen in Indonesien, Malaysia, Singapur und Thailand sowie in Brasilien, Chile, Kolumbien und Mexiko (s. Tabelle VII.5). Insgesamt fielen die Sterilisierungsmaßnahmen in Asien etwas umfangreicher aus als in Lateinamerika (s. Grafik VII.4, rechtes Bild). In Asien war die Differenz zwischen der Verzinsung der auf Inlandswährung lautenden Wertpapiere der Zentralbanken und den durch die Anlage der kurzfristigen Währungsreserven erzielten Zinsen deutlich geringer als in Lateinamerika, wo sie den Wertverlust der Inlandswährung oft überstieg.

Bruttoauslandsvermögen der Zentralbanken und Zentralbankgeld ¹						
	Indien	Indonesien	Korea	Malaysia	Singapur	Thailand
Ende 1980–Ende 1984	0,15	1,64	0,35	-0,26	3,88	0,62
Ende 1989–Ende 1993	0,62	3,81 ²	0,61	4,07	9,02	2,89
	Argentinien	Brasilien	Chile	Kolumbien	Mexiko	Venezuela
Ende 1980–Ende 1984	0,86	3,62	10,34	-0,52	0,35	1,30
Ende 1989–Ende 1993	1,03	4,20	4,48	1,71	2,22	3,17

¹ Verhältnis der Steigerungsraten. ² Vierjahreszeitraum bis Ende Juni 1993.
Quelle: IWF, *International Financial Statistics*. Tabelle VII.5



Die Zentralbank kann die Sterilisierungskosten zum Teil durch die Erhöhung der niedrig verzinsten Mindestreserven verringern, wie in Chile, Indien, Kolumbien, Korea, Malaysia und Venezuela. Nachteilige Auswirkungen auf die Bankgewinne können beschränkt werden durch eine Begrenzung auf Veränderungen jener Positionen der Bankbilanz, die einen engen Zusammenhang mit den Kapitalzuflüssen aufweisen. Chile, Kolumbien und Malaysia haben davon Gebrauch gemacht; jedoch wurden diese Maßnahmen durch die Umschichtung von Finanzanlagen auf Nichtbank-Finanzinstitute umgangen. In Indonesien, Korea, Malaysia und Singapur unterstützten die Regierung, die öffentlichen Wirtschaftsunternehmen oder die Pensionsfonds durch Einlagen bei der Zentralbank – statt bei Geschäftsbanken – oder durch den Erwerb von Wertpapieren die Sterilisierung der Auswirkungen der Kapitalzuflüsse auf die Zentralbankeinlagen der Banken, ohne aber dadurch die Zentralbankgewinne ernsthaft zu belasten. Offenmarktgeschäfte spielten also eine geringere Rolle als in Brasilien, Chile, Mexiko und Venezuela, wo die Sterilisierung zu einem großen Teil durch den Verkauf von Staats- oder Zentralbankpapieren erfolgte.

Auch wenn die Geldpolitik – wie in vielen Industrieländern – an den Zinssätzen als Zwischenziel ausgerichtet und vor allem mittels kurzfristiger Wertpapierpensionsgeschäfte umgesetzt wird, bleibt die Sterilisierung tendenziell mit einem Zinsanreiz für Kapitalzuflüsse verbunden. Dort, wo die Sterilisierung stärker an quantitativen Zielen für Geldmengen- und Kreditaggregate orientiert ist, dürfte die Zinswirkung von der Finanzstruktur des betreffenden Landes abhängen, beispielsweise von der Palette der verfügbaren Vermögenswerte und ihrer Substituierbarkeit. In einigen aufstrebenden Ländern haben die Sterilisierungstransaktionen möglicherweise sogar einen Aufwärtsdruck auf die Marktzinssätze ausgelöst, wenn die Märkte der verwendeten Wertpapiere eng waren. Dadurch dürfte der Anreiz für Kapitalzuflüsse zugenommen haben, und dort, wo die Sterilisierungstransaktionen einen Anstieg der kurzfristigen Zinssätze bewirkt hatten, dürfte auch die Struktur der Kapitalzuflüsse zugunsten der kurzfristigen Ströme verzerrt worden sein.

Die Finanzkrise in Mexiko: Bewältigung der Kapitalabflüsse

Mexikos
Wechselkurs-
anker ...

Das Festhalten an einem Wechselkursanker spielte im Ende der achtziger Jahre begonnenen Stabilisierungsprogramm Mexikos eine zentrale Rolle. Der Wechselkursanker sollte nicht nur der Geldpolitik eine klare Richtschnur geben und zur Beruhigung der Finanzmärkte beitragen, sondern auch die Befürchtungen der Arbeitnehmervertretungen entkräften, daß die Inflation die mäßigen Lohnerhöhungen aufzehren würde. Gleichzeitig entwickelte die Wechselkurspolitik eine größere Flexibilität, zuerst nach oben, um die Kapitalzuflüsse zu bewältigen, und dann nach unten, um dem Nachlassen der Wettbewerbsfähigkeit entgegenzuwirken.

... und andere
Reformen
bewirkten massiven
Rückgang der
Inflation ...

Die Politik regelmäßiger Abwertungen, die deutlich geringer waren als die Inflationsdifferenz gegenüber den USA, wurde 1991 durch ein schrittweise breiter werdendes Wechselkursband abgelöst. Als die Kapitalzuflüsse anfangs das Leistungsbilanzdefizit überschritten (was den Aufbau von Devisenreserven erlaubte), hielten die Verantwortlichen die obere Grenze des Zielbands konstant, ließen aber das untere Limit nach unten gleiten. Das Fluktuationsband wurde auf diese Weise praktisch erweitert, um die Kapitalzuflüsse zu dämpfen, und der reale Wechselkurs konnte steigen; gleichzeitig blieb aber ein Spielraum bestehen, um bei rückläufigen Kapitalzuflüssen einen Teil der Aufwertung rückgängig zu machen. Über weite Strecken der Jahre 1992 und 1993 drückten die Kapitalzuflüsse den Wechselkurs nahe an die Obergrenze seines Bandes. Die starke Währung in Verbindung mit der Handelsliberalisierung und dem völligen Abbau der Budgetdefizite bewirkten einen Rückgang der Verbraucherpreissteigerungen von über 100% Ende der achtziger Jahre auf etwa 7% Anfang 1994 – allerdings um den Preis einer massiven realen Aufwertung der Währung.

... bei starker
Kreditausweitung

Die Verwendung des US-Dollars als Anker für die Geldpolitik reichte jedoch allein nicht aus, um straffe monetäre Bedingungen zu garantieren. Obwohl die Zinsen für kurzfristige Peso-Bankeinlagen verhältnismäßig hoch gehalten wurden (und die Zinsen für Bankkredite noch höher waren), weitete sich die Kreditvergabe der Banken Anfang der neunziger Jahre kräftig aus (s. Tabelle VII.2). Vor 1988 war das Bankensystem streng kontrolliert worden und hatte die enormen Defizite des öffentlichen Sektors finanziert. Durch die Liberalisierung des Finanzsektors Ende der achtziger Jahre und die verringerte staatliche Kreditaufnahme bei den Banken nahm der Spielraum der Banken zur Kreditgewährung an den privaten Sektor zu und vergrößerte sich noch durch unvollständig sterilisierte Kapitalzuflüsse. Nach vielen Jahren eines begrenzten Zugangs der privaten Haushalte und der Unternehmen zu Bankkrediten expandierten die Bankkredite an den privaten Sektor massiv. Dies stellte in einem Bankensystem, dessen Geschäftsmöglichkeiten lange sehr stark beschränkt worden waren, zum großen Teil einen normalen Vorgang dar, in dessen Verlauf die Banken ihre Rolle als Kreditvermittler wieder vermehrt wahrnahmen. Dennoch trug das rasche Kreditwachstum zur Abnahme der privaten Sparquoten bei. Die gesamtwirtschaftliche Sparquote ging von 20% des BIP während des größten Teils der achtziger Jahre auf unter 14% im letzten Jahr zurück. Überdies war das hohe inländische Zinsniveau für die Gebietsansässigen ein Anreiz, auf Dollar lautende Bankkredite aufzunehmen. Die steile Zunahme der Kreditvergabe durch Treuhandfonds und Entwicklungsbanken im letzten Jahr verschärfte die Situation noch.

Als die Ermordung eines Präsidentschaftskandidaten im März 1994 eine rasche Flucht aus dem Peso auslöste, erhöhten die Verantwortlichen die inländischen Zinsen kräftig, veräußerten Devisenreserven und ließen den Peso an Wert verlieren. Bis Ende März 1994 war der Peso rund 8% unter seinen Stand von Ende 1993 gefallen. Trotz nachlassender akuter politischer und allgemeiner Spannungen blieben die Zweifel am Fortbestand des Peso/US-Dollar-Wechselkursbands bestehen, so daß die Verantwortlichen, die zögerten, die Zinsen nochmals zu erhöhen, auf Peso lautende Wertpapiere nur mit zunehmenden Schwierigkeiten verkaufen konnten. Daher wurden die fälligen Staatsschulden durch kurzfristige, an den US-Dollar gebundene Wertpapiere, sogenannte Tesobonos, ersetzt. Die außerhalb des Bankensystems gehaltenen Tesobonos waren bis Jahresende auf etwa US-\$ 21 Mrd. gestiegen (von unter US-\$ 2 Mrd. Ende 1993), wobei die Bestände der Gebietsfremden über US-\$ 17 Mrd. betragen haben dürften. Zur gleichen Zeit waren die Geschäftsbanken beträchtliche kurzfristige Verbindlichkeiten in US-Dollar eingegangen und hatten ein Kreditrisiko gegenüber zahlreichen in gleicher Weise verschuldeten Kunden übernommen.

Peso nach politischen Schocks unter Druck

Druck zunächst abgewehrt ...

Als gegen Ende 1994 – nach erneuten Unruhen in Chiapas – die Flucht aus der Währung einsetzte, waren die Devisenreserven bereits erschöpft, und eine riesige kurzfristige Verschuldungsposition in US-Dollar war aufgebaut worden. Darüber hinaus wurden die inländischen Zinssätze anders als während der Krise im früheren Jahresverlauf nicht kräftig angehoben. Angesichts großer Verluste an Devisenreserven setzten die Währungsbehörden am 20. Dezember 1994 das untere Limit des Wechselkursbands tiefer, was einer Abwertung um 13% entsprach. Da die Kapitalflucht weiter anhielt, wurde der Wechselkurs zwei Tage später freigegeben. Zweifel am wirtschaftspolitischen Kurs und am Umfang der ausländischen Finanzhilfen, die zur Verfügung gestellt werden würden, ließen die mexikanischen Finanzmärkte in den folgenden Wochen nicht zur Ruhe kommen. In den ersten Monaten von 1995 sackten der Wechselkurs und die Aktienkurse nach unten (s. Grafik VII.1).

... aber letztendlich Nachgeben der Währungsbehörden

Zu Beginn des Frühjahrs war jedoch eine deutliche Verbesserung der Handelsbilanz zutage getreten. Die Ankündigung ausländischer Finanzhilfen in noch nie dagewesenem Ausmaß, ein vom IWF gebilligtes Stabilisierungsprogramm und die kräftige Erhöhung der kurzfristigen Zinsen gaben der Währung schließlich eine Atempause. Von Ende Dezember 1994 bis Ende April 1995 wurden von Gebietsfremden gehaltene Tesobonos im Wert von mehr als US-\$ 7 Mrd. getilgt. Die größere Stabilität der Währung – auf einem wesentlich niedrigeren Wechselkursniveau – führte jedoch nur allmählich zu einem Rückgang der Geldmarktsätze, die in den ersten Monaten 1995 stark zugenommen hatten und Mitte Mai bei etwas über 50% lagen. Derart hohe Nominalzinsen bewirken unweigerlich ein Absinken der Cash-flows der Unternehmen und können sich in hohen Realzinsen widerspiegeln. Dieses Zinsniveau führte dann dazu, daß sich die Banken mit einer enormen Zunahme der notleidenden Kredite konfrontiert sahen, die im April 1995 nach einer Schätzung 15% der ausstehenden Gesamtkredite ausmachten.

Streben nach erneuter Stabilität

Die jüngsten Ereignisse unterschieden sich deutlich von jenen im Zusammenhang mit der internationalen Schuldenkrise Anfang der achtziger Jahre: Das Zahlungsbilanzdefizit Mexikos ging diesmal mit mikro- und makroökonomischen Fundamentaldaten einher, die im Vergleich durchaus solide waren. Das Leistungs-

bilanzdefizit spiegelte nicht – wie damals – ein außer Kontrolle geratenes Haushaltsdefizit wider. Durch die Strukturreformen hatten sich überdies die Flexibilität der Wirtschaft und ihre Reagibilität auf Marktsignale beträchtlich erhöht. Im Gegensatz zur früheren Schuldenkrise, die auf große binnenwirtschaftliche Ungleichgewichte zurückzuführen gewesen war, wirft die Mexiko-Krise diesmal – wie zu Beginn des Kapitels angedeutet – wesentlich heiklere wirtschaftspolitische Fragen auf.

Wechselkurs als
nominaler Anker
von Vorteil ...

Eine besonders wichtige Frage ist die Verwendung des Wechselkurses als nominaler Anker. Wechselkursziele eignen sich gut für kleine offene Volkswirtschaften, in denen die Außenhandelspreise die inländische Preis- und Lohnbildung maßgeblich beeinflussen. Darüber hinaus haben sie sich in einigen vergleichsweise großen lateinamerikanischen Ländern als bemerkenswert wirksam erwiesen, wenn es darum ging, außerordentlich hohe Inflationsraten sehr rasch zu senken. Die Transparenz von Wechselkurszielen erleichterte es, die Unterstützung der Öffentlichkeit für Stabilisierungsprogramme zu gewinnen, und trug zum raschen Abbau der Inflationserwartungen bei.

... wenn bei
Problemen nicht zu
lange verteidigt ...

In vielen Fällen kann jedoch nicht davon ausgegangen werden, daß Wechselkursanker von Dauer sind. Die Glaubwürdigkeit einer Wechselkursbindung kann abnehmen, wenn das Wechselkursziel infolge zunehmender Dynamik in der inländischen Preis- und Lohnbildung oder eines gesamtwirtschaftlichen Nachfragedrucks nicht mehr mit voller Konsequenz verfolgt wird und dies zu beachtlichen Defiziten in der Leistungsbilanz führt. Ein weiterer Vertrauensverlust kann aus Schwächen im Finanzsystem resultieren, wenn daraus auf eine abnehmende Bereitschaft der Zentralbank zu Zinserhöhungen mit dem Ziel der Wechselkursverteidigung geschlossen wird. Die Glaubwürdigkeit kann vielleicht noch einige Zeit durch die Förderung der Emission öffentlicher oder privater Schuldverschreibungen in Fremdwährung abgestützt werden, die die Kosten einer Wechselkursänderung ansteigen läßt. Die private Verschuldung in Fremdwährung dürfte den wirtschaftspolitischen Spielraum für Wechselkursänderungen zur Wirtschaftsbelebung ebenfalls einengen. Es besteht jedoch die Gefahr, daß notwendige Wechselkursanpassungen auf diese Weise lediglich hinausgezögert werden. Durch die weitere Verringerung des wirtschaftspolitischen Handlungsspielraums dürfte letztlich auch die Verteidigung des Wechselkursankers schwieriger werden, und die Kosten wirtschaftspolitischer Korrekturen steigen, wenn eine Abwertung nicht länger vermieden werden kann. Ohne eine rechtzeitige Wechselkursanpassung zum Ausgleich der gesunkenen Wettbewerbsfähigkeit dürfte sich der Inflationsrückgang auf Dauer nicht aufrechterhalten lassen, und die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger könnten sich mit einem noch kritischeren Zielkonflikt konfrontiert sehen.

... und nicht durch
übermäßige
Kreditausweitung
untergraben

Eine wichtige Frage ist die Absicherung eines auf dem Wechselkurs basierenden nominalen Ankers durch ein konsistentes inländisches Kreditwachstum. In Argentinien und Hongkong steht mit dem Currency Board eine auf festen Regeln aufbauende Disziplinierungseinrichtung zur Verfügung. Bei Verfahren, die einen wirtschaftspolitischen Ermessensspielraum beinhalten, stellt sich die schwierige Aufgabe, die monetären Bedingungen in einer Situation zu interpretieren, da die traditionellen Indikatoren von einer umfassenden Liberalisierung der Finanzmärkte beeinflußt werden. Im Falle Mexikos deuteten hohe Realzinsen und ein steigender realer Wechselkurs Anfang der neunziger Jahre auf vergleichsweise enge monetäre

Bedingungen hin. Die rasche inländische Kreditausweitung könnte jedoch als Hinweis auf eine übermäßige Lockerung der Geldpolitik ausgelegt werden. Nach anderer Ansicht stellte die Kreditexpansion hauptsächlich eine einmalige Anpassung der Portefeuilles im Anschluß an die Deregulierung dar. Angesichts fehlender wirksamer Kapitalverkehrskontrollen hätte sich die Abwehr dieser Portefeuilleanpassungen durch Zinserhöhungen, die weitere Kapitalzuflüsse hätten anziehen können, wohl als schwierig erwiesen. Die Kreditexpansion trug aber offensichtlich zu einer Zunahme des Verbrauchs bei, die nicht von Dauer sein konnte. Darüber hinaus setzte sie – wie oben aufgezeigt – die Banken verschiedenen Kredit-, Zins- und Wechselkursrisiken aus, die zum Vorschein kamen, als die Märkte erkannten, daß die auf dem Wechselkurs basierende Stabilisierungspolitik nicht mehr beibehalten werden konnte.

Eine andere bedeutende Frage ist der Übergang von einer Währungspolitik, die sich zur Inflationsbekämpfung auf den Wechselkurs als nominalen Anker stützt, zu einer Politik, die angesichts großer außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte einen wettbewerbsfähigeren Wechselkurs anstrebt. Die mexikanischen Währungsbehörden versuchten, größere Flexibilität durch eine schrittweise Erweiterung des Wechselkursbands zu erreichen, das eingeführt worden war, als der Wechselkurs auf den Devisenmärkten unter Aufwärtsdruck stand. Die sich daraus für den Peso ergebende Schwankungsbreite von rund 12–13% reichte aber letztlich für die erforderliche Abwärtskorrektur des realen Wechselkurses nicht aus. Wenn erwartet wird, bis die Devisenreserven auf einen so tiefen Stand gefallen sind, daß der Markt eine Wechselkursanpassung erzwingt, wird der wirtschaftspolitische Handlungsspielraum beträchtlich eingeengt.

Auswirkungen auf andere aufstrebende Länder

Der plötzliche Ausbruch der Mexiko-Krise stellte für die ausländischen Anleger einen Schock dar, der sie zwang, die Anlagerisiken an beinahe allen jungen Märkten neu zu überdenken. Die Wirkung war vermutlich um so stärker angesichts der herausragenden Stellung Mexikos unter den aufstrebenden Ländern, zu der die Einbeziehung in die NAFTA und die Aufnahme in die OECD nicht unwesentlich beigetragen haben. Die internationalen Anleger betrachteten Mexiko oft als Referenzland für die Beurteilung anderer aufstrebender Länder. Anleiheemissionen Mexikos wurden beispielsweise häufig als Referenzemissionen bei der Konditionengestaltung internationaler Anleihen anderer aufstrebender Volkswirtschaften herangezogen. Im Gefolge der Abwertung des mexikanischen Pesos verschloß sich für praktisch alle lateinamerikanischen Emittenten der Zugang zum internationalen Anleihemarkt, und auch für die asiatischen Schuldner wurden die Anleihebedingungen schwieriger. Die Aktienemissionen gingen ebenfalls stark zurück.

Den Ländern, die Kapitalabflüsse hinnehmen mußten, standen im wesentlichen vier Optionen offen: Devisenmarktinterventionen, Währungsabwertung, Wiedereinführung von Kapitalverkehrskontrollen und Zinserhöhungen.

Devisenmarktinterventionen wurden in großem Umfang durchgeführt, ganz besonders im Januar 1995. Der Einsatz dieses Instruments wurde durch den beträchtlichen Aufbau von Devisenreserven erleichtert, der in den letzten Jahren in den Entwicklungsländern, vor allem in Asien, stattgefunden hatte. Ende 1994 betragen die offiziellen Währungsreserven der Entwicklungsländer in Asien fast

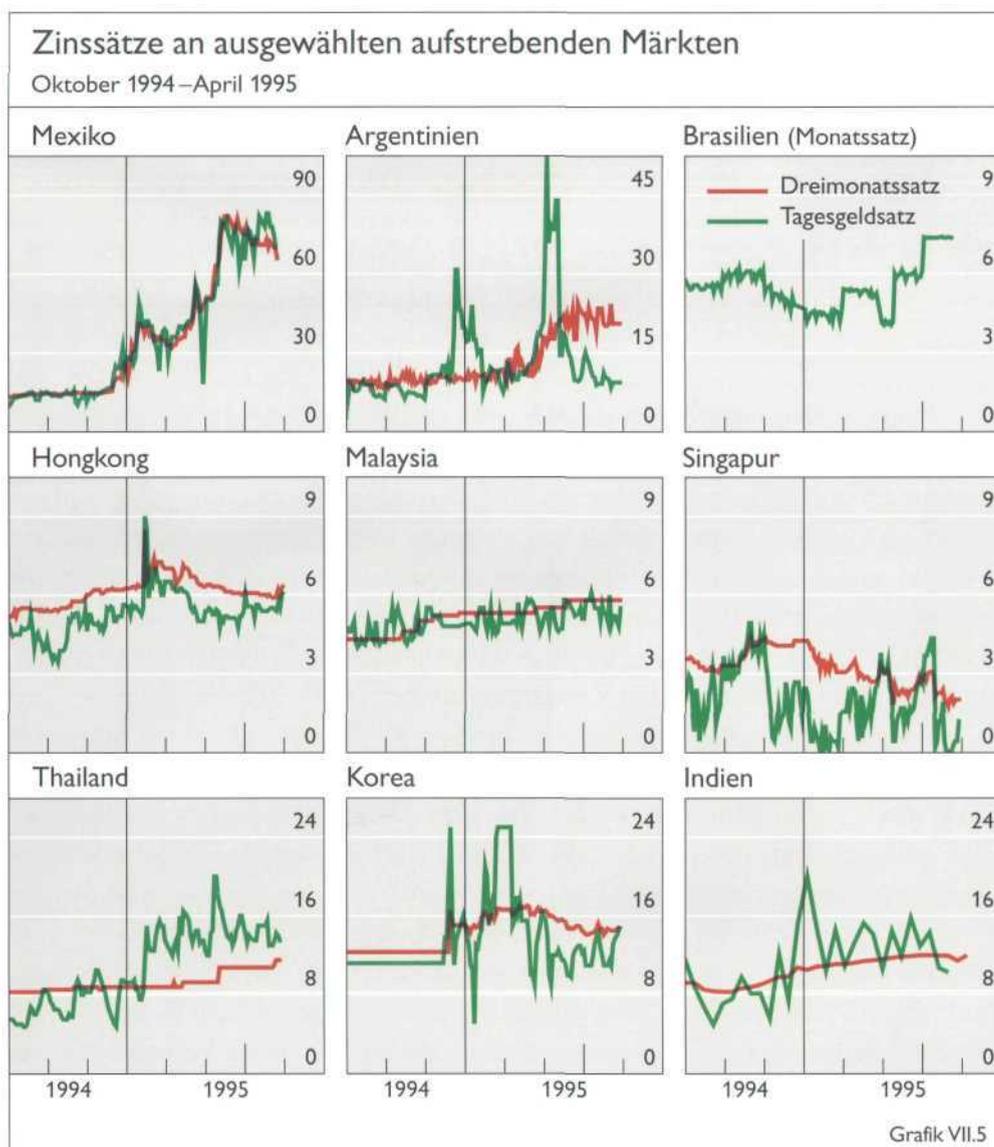
Spillover-Effekt ...

... zwingt andere aufstrebende Länder zum Handeln

Interventionen

\$ 380 Mrd. In Lateinamerika bewegten sie sich um die \$ 100 Mrd., wobei Brasilien besonders hohe Bestände aufwies. Jedoch waren die kurzfristigen Spillover-Effekte der Mexiko-Krise ein Warnsignal für die Geschwindigkeit und das Ausmaß der Verluste an Währungsreserven, die ein Stimmungswandel auf den internationalen Finanzmärkten nach sich ziehen könnte. Zahlreiche Länder dürften daher die Angemessenheit ihrer Währungsreserven neu beurteilt haben.

In Argentinien und Hongkong wurde eine Währungsabwertung ausgeschlossen, während in Indonesien, Brasilien und Kolumbien eine gewisse Abschwächung gegenüber dem US-Dollar zugelassen wurde. Im ersten Quartal 1995 verzeichnete Argentinien einen beträchtlichen Rückgang seiner Devisenreserven; die Bankeinlagen verringerten sich, und Teile des Bankensystems gerieten in Schwierigkeiten. Die zunehmende Verwendung des US-Dollars in der Wirtschaft wurde ausgeglichen durch geänderte Mindestreserveverordnungen der Banken und staatlich garantierte Abkommen, um die mit Problemen kämpfenden Banken durch die Aufnahme von Fremdwährungskrediten zu unterstützen. Im Rahmen eines vom IWF gebilligten Programms kündigte Argentinien im März 1995 entschlossene finanzpolitische Maßnahmen zur Absicherung der Wechselkursparität zum US-Dollar an.



Aufstrebende Märkte: jüngste Entwicklungen im Finanzbereich					
	Veränderung des Wechselkurses zum US-Dollar in % ¹	Aktienkurse 1994 = 100		Kurzfristige Zinssätze ²	
		Erste Dezemberhälfte 1994 ³	April 1995	Erste Dezemberhälfte 1994	April 1995
Lateinamerika					
Argentinien	- 0,5	90,9	72,9	9,9	21,5
Brasilien	- 6,8	122,2	82,8	5,2 ⁴	7,4 ⁴
Chile	1,3	116,9	112,1	5,8 ⁵	6,0 ⁵
Kolumbien	- 5,0	87,1	82,0	39,8	36,1
Mexiko	-44,3	95,6	44,4	14,7	71,6
Venezuela	0,0	79,6	70,7	24,8	17,7
Junge Industrieländer Asiens					
Hongkong	0,0	84,8	89,8	6,1	6,0
Korea	3,3	105,6	96,5	12,3	14,5
Singapur	4,9	95,9	96,2	4,1	2,3
Taiwan	3,4	108,1	101,4	9,1	7,4
China	2,1	78,3	67,1	11,0	11,0
Übriges Asien					
Indien	- 0,5	95,2	78,2	9,4	11,8
Indonesien	- 2,1	90,6	84,5	13,9	15,5
Malaysia	3,4	91,7	96,2	5,1	5,8
Philippinen	- 7,8	97,3	86,5	7,8	10,4
Thailand	2,2	95,0	91,7	8,7	10,9

¹ Veränderung von der ersten Dezemberhälfte 1994 (Durchschnitt 1.–16. Dezember) bis April 1995 (Durchschnitt). ² Dreimonats-Geldmarktsatz (bzw. Einlagenzinssatz der Geschäftsbanken, soweit verfügbar). ³ Durchschnitt vom 2., 9. und 16. Dezember. ⁴ Monatssatz. ⁵ Realzinssatz. Tabelle VII.6

Mit Ausnahme von Venezuela im letzten Jahr verzichteten die meisten Länder auf die Wiedereinführung administrativer Kontrollen für Kapitalabflüsse, entweder aus grundsätzlichen wirtschaftspolitischen Überlegungen heraus oder aufgrund des Risikos nachteiliger Marktreaktionen. Zahlreiche Länder schienen jedoch frühere Pläne einer weiteren Liberalisierung der grenzüberschreitenden Kapitalströme nochmals überdacht zu haben. In anderen Ländern – mit Hongkong als herausragendem Beispiel – wurden bereits festgesetzte inländische Deregulierungsschritte, darunter die Liberalisierung der Zinssätze, verschoben.

Viele Zentralbanken erhöhten die kurzfristigen Zinsen kräftig und nahmen in Kauf, daß dadurch die Aktienkurse und andere Preise für Vermögenswerte verstärkt nach unten gedrückt werden könnten. Die beträchtliche Anhebung der Tagesgeldsätze auf vielen südostasiatischen Märkten, darunter Indonesien und Hongkong, verteuerte die Spekulation gegen die Währung entscheidend. Als die Anspannungen nachließen, wurden die Zinserhöhungen rasch zurückgenommen. In Thailand hielten die spekulativ bedingten Anspannungen länger an, und die Zentralbank ergriff Maßnahmen zur Begrenzung des Zinsanstiegs auf dem Geldmarkt sowie zur Abschottung der langfristigen Zinsen, um die Märkte für Vermögenswerte und die inländische Wirtschaft zu schützen. In Argentinien und Brasilien schlug sich ein um vieles stärkerer und hartnäckiger Abwertungsdruck in einem steilen An-

Keine Wiedereinführung von Devisenkontrollen

Höhere Zinssätze

stieg der kurzfristigen Zinsen nieder. Im Gegensatz dazu setzten sich in Chile und einigen asiatischen Ländern die Kapitalzuflüsse fort. In Singapur gerieten die kurzfristigen Zinsen zunehmend unter Abwärtsdruck. In Brasilien, Hongkong, Indien, Indonesien, Malaysia, Singapur und Thailand wurde auf administrative Kontrollen zurückgegriffen, um die inländische Kreditvergabe der Banken zu beschränken.

Die meisten
Länder überstehen
den Schock
problemlos ...

In vielen Ländern gingen die Nachwirkungen der Mexiko-Krise rasch vorüber, und Anfang des Frühjahrs war die anfängliche Besorgnis auf den Finanzmärkten hinsichtlich der aufstrebenden Märkte einer differenzierteren Betrachtung gewichen. Die Wechselkurse erholten sich wieder (s. Tabelle VII.6) – mit Brasilien als bedeutender Ausnahme, obwohl sogar dort die Abwertung gering ausfiel. Die Währungen von Chile, Korea, Malaysia, Singapur, Taiwan und Thailand waren in US-Dollar gerechnet im April 1995 sogar wieder fester als vor der Krise. Die Aktienwerte in Lateinamerika hatten ihre vorherigen Kursverluste bis April 1995 nur zu einem unwesentlichen Teil wieder wettgemacht. Eine Ausnahme bildete Chile, das gute Wirtschaftsergebnisse verzeichnete. In Brasilien fiel der Markt – gefolgt von Argentinien – auf Dollarbasis am stärksten (nach Mexiko). Mit Ausnahme Indiens erholten sich die meisten asiatischen Märkte wieder deutlich.

... die Märkte
erholen sich ...

Nachdem der anfängliche Schock aufgefangen war, erwiesen sich die Finanzmärkte der meisten anderen aufstrebenden Länder insgesamt als ziemlich widerstandsfähig. Die Anleger analysierten offensichtlich die einzelnen Märkte genauer und bevorzugten diejenigen mit einer fundierten Wirtschaftspolitik und guten Wirtschaftsaussichten. Zahlreiche Länder verstärkten daraufhin ihre Bemühungen um einen strafferen wirtschaftspolitischen Kurs, denn von dessen erfolgreicher Umsetzung hängt ab, ob die Spannungen auf den Finanzmärkten auf Dauer verringert werden können.

... und manche
Länder straffen ihre
Wirtschaftspolitik

Trotzdem dürften in diesem Jahr die aggregierten Kapitalzuflüsse für Portfoliozwecke in die aufstrebenden Länder abnehmen. Die Finanzmärkte scheinen weniger nachsichtig geworden zu sein gegenüber Leistungsbilanzdefiziten, die nicht auf hohen inländischen Investitionsquoten beruhen. Dieser Stimmungswandel könnte sich durchaus als heilsam erweisen. In jenen asiatischen Ländern, denen eine konjunkturelle Überhitzung droht, würde ein Rückgang der Kapitalzuflüsse geradezu begrüßt werden. Einige lateinamerikanische Länder könnten ihre wirtschaftlichen Probleme überdies besser bewältigen, wenn die Kapitalzuflüsse im Zeitverlauf gleichmäßiger verteilt wären, d.h. wenn sie jetzt eher niedriger wären, aber mit größerer Sicherheit auch in der Zukunft anhalten würden.

Wenn die in den achtziger Jahren eingeleiteten bedeutenden Wirtschaftsreformen entschlossen fortgeführt werden und gleichzeitig ein stärkeres Bewußtsein für die Gefahren übermäßiger Abhängigkeit von volatilen ausländischen Finanzmitteln erreicht wird, dürften auch in den kommenden Jahren erhebliche Kapitalzuflüsse das Wirtschaftswachstum der Entwicklungsländer unterstützen.

VIII. Internationale Finanzmärkte

Schwerpunkte

Die internationalen Finanzmärkte erlebten nach dem weltweiten Einbrechen der Anleihemärkte im Februar 1994 eine bedeutende Korrektur. Die Auflösung von Positionen in ausländischen Wertpapieren, bei denen die Hebelwirkung durch Kreditfinanzierung genutzt wurde, führte zu massiven Tilgungen von – im wesentlichen kurzfristigen – ausländischen Bankkrediten. Auf der Einlagenseite profitierten die internationalen Banken gleichzeitig von der Präferenz der Anleger für liquidere Aktiva. Diese Einlagen wurden zwar von den Geschäftsbanken meist in die Wirtschaft ihres eigenen Landes geleitet, doch weil die Möglichkeiten zur Kreditvergabe in vielen Ländern eingeschränkt waren, entstand ein großes Mittelangebot, das für internationale Konsortialkredite sowie für Interbank- und Handelsfinanzierungen für die Entwicklungsländer genutzt werden konnte. Der gleichzeitige Rückgang des Angebots an langfristigem Kapital und der Nachfrage von Nichtbankkunden nach kurzfristigen Bankfinanzierungen dürfte einer der Gründe dafür gewesen sein, daß in den wichtigsten europäischen Währungssektoren die Renditenstrukturkurve steiler wurde. Ebenso trug die gleichzeitige Verminderung von Angebot und Nachfrage in den von der Umorientierung der internationalen Anlagestrategien am meisten betroffenen Währungen wenigstens bis zum Anfang dieses Jahres dazu bei, daß die Wechselkurse auf den Stimmungsumschwung an den Anleihemärkten kaum reagierten.



Nettofinanzierung an den internationalen Märkten (Schätzung)							
Komponenten der internationalen Nettofinanzierung	Veränderung ¹						Stand Ende 1994
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	
Mrd. US-Dollar							
Auslandsforderungen der berichtenden Banken ²	684,7	614,7	- 48,0	186,6	317,4	268,4	7 103,2
Inlandsforderungen in Fremdwährung abzüglich Wiederanlagen zwischen Banken	130,7	130,2	- 61,4	-39,9	-0,9	-5,1	1 269,9
A = internationale Ausleihungen der Banken netto ³	525,4	314,9	-294,4	-18,3	121,5	83,2	4 133,0
B = Euro-Note-Plazierungen netto	290,0	430,0	185,0	165,0	195,0	180,0	4 240,0
Bruttoabsatz internationaler Anleihen abzüglich Tilgungen und Rückkäufe	8,0	33,0	34,9	40,4	72,1	140,2	406,1
C = Nettoabsatz internationaler Anleihen	264,5	239,8	319,7	332,6	437,1	381,8	
	89,7	108,9	149,9	223,5	306,8	227,9	
D = A + B + C = internationale Finanzierung insgesamt abzüglich Doppelzählungen ⁴	174,9	131,0	169,9	109,0	130,3	153,9	2 047,6
E = internationale Finanzierung (netto) insgesamt	472,9	594,0	389,8	314,4	397,5	474,1	6 693,7
	57,9	79,0	34,8	69,4	127,5	69,1	863,7
	415,0	515,0	355,0	245,0	270,0	405,0	5 830,0

Anmerkung: 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. Die Positionen gegenüber der ehemaligen Deutschen Demokratischen Republik wurden gleichzeitig Deutschland zugeordnet.

¹ Bankkredite und (ab 1990) Euro-Note-Plazierungen: Veränderung der Bestände zu konstanten Wechselkursen am Quartalsende; Anleihefinanzierungen: Transaktionen zum Wechselkurs des Ankündigungsdatums. ² Banken in der Zehnergruppe sowie in Luxemburg, Dänemark, Finnland, Irland, Norwegen, Österreich, Spanien, auf den Bahamas, in Bahrain, Hongkong, auf den Kaimaninseln, den Niederländischen Antillen und in Singapur sowie die Filialen der US-Banken in Panama. ³ Ohne geschätzte Wiederanlagen zwischen den berichtenden Banken. ⁴ Von den berichtenden Banken übernommene internationale Anleihen, soweit in der Bankenstatistik als Forderungen gegenüber Gebietsfremden ausgewiesen.

Tabelle VIII.1

Die Fähigkeit der internationalen Wertpapiermärkte, sich an den raschen Wandel der Marktbedingungen anzupassen, ließ den Gesamtabsatz von internationalen Anleihen und Euronotes 1994 auf neue Höchstwerte steigen. Noch stärker expandierte das Geschäft, wenn man die Abschwächung der Schuldentilgungen berücksichtigt; der gesamte Nettoabsatz an internationalen Wertpapieren erhöhte sich gegenüber 1993 um 45%. Wegen der Flexibilität von Euro-Note-Programmen stieg das Volumen der in diesem Sektor aufgenommenen Mittel fast auf das Doppelte; Änderungen der Emissionsmerkmale förderten aber auch das Primärgeschäft am internationalen Anleihemarkt. Die Anpassung an die vorsichtigeren Haltung der internationalen Anleger äußerte sich in einer Verlagerung zu zinsvariablen Notes (FRN) und kürzerfristigen festverzinslichen Instrumenten. Überdies führte sie zu einer stärkeren Inanspruchnahme des sehr großen Angebots von Yen-Mitteln, das zur Verfügung stand, nachdem sich die japanischen Anleger wieder den Aktiva in Landeswährung zugewandt hatten. Wenngleich die Märkte ein breiteres Spektrum von Schuldnern bedienen konnten, war der Wandel des Marktklimas im Jahresverlauf mit einer Ausweitung der Spreads je nach der Kreditqualität verbunden. Besonders offensichtlich war dies im Dezember, als sich die Mexiko-Krise nicht nur für die Entwicklungsländer sehr negativ auswirkte, sondern auch für den Marktzugang einiger entwickelter Länder. Gegen Ende des Jahres waren ferner Anzeichen erneuter Kapitalabflüsse aus Lateinamerika zu beobachten.

Mit dem Umschlagen des Zinsklimas begann ein Jahr, das sich vielleicht einmal als Wendepunkt für die Derivatmärkte erweisen wird. Im ersten Halbjahr expandierte der Handel mit Zinsinstrumenten nach den Turbulenzen an den Anleihemärkten kräftig. Darin zeigte sich sehr deutlich die Rolle dieser Instrumente sowohl bei der Übermittlung veränderter Marktbedingungen über Laufzeiten und Währungen hinweg als auch bei der Erleichterung von Portfolioumschichtungen, wenn die Liquidität der Märkte für die betreffenden Basisinstrumente abnimmt. Gleichzeitig traten bei Verwendern von derivativen Produkten erhebliche Verluste zutage. Die daraus resultierenden negativen Schlagzeilen und die mit den Verlusten verbundenen Rechtsstreitigkeiten führten dazu, daß die Bedingungen an den außerbörslichen Märkten für den Rest des Jahres ungünstiger waren. Der Zusammenbruch von Baring Brothers zeigte einmal mehr die Risiken auf, die für Finanzinstitute beim Versagen der internen Risikokontrollen entstehen, und unterstrich die Notwendigkeit von Verbesserungen in diesem Bereich. Entsprechende Bestrebungen sowie Bemühungen um eine Erhöhung der Markttransparenz und eine Weiterentwicklung der Infrastruktur (die einer Verschärfung der gesetzlichen Regelungen vorgezogen wurden) kamen auch in den wichtigsten Initiativen staatlicher Stellen im Berichtszeitraum zum Ausdruck.

Das internationale Bankgeschäft

Infolge gegensätzlicher Einflüsse blieb das Wachstum der gesamten internationalen Forderungen der berichtenden Banken im vergangenen Jahr gedämpft. Einerseits zog die Auflösung von Positionen, die vorher an den europäischen Devisen- und Schuldtitelmärkten eingegangen worden waren, umfangreiche Tilgungen von Bankkrediten nach sich. Da solche Kredite nicht nur direkt von den nationalen Bankensystemen, sondern auch über die entsprechenden Eurowährungssektoren finanziert worden waren, hatten Anstieg und Rückgang dieser Transaktionen eine starke Erhöhung der Bruttowerte zur Folge, in denen auch die Interbankfinanzierungen enthalten sind. Der Umschwung betraf vor allem die kontinentaleuropäischen Währungen, was darauf hindeutet, daß in diesen Sektoren vorher umfangreiche abgesicherte Transaktionen und/oder Transaktionen mit Hebelwirkung stattgefunden hatten (s. Kapitel V). Andererseits verfügten die Finanzinstitute infolge von Kredittilgungen und der gleichzeitigen Abkehr von längerfristigen festverzinslichen Instrumenten über eine reichliche Liquiditätsausstattung. Ein großer Teil dieser Mittel wurde zwar in die eigene nationale Wirtschaft der Banken zurückgeleitet, doch bedeuteten die eingeschränkten Kreditmöglichkeiten an mehreren Märkten, daß auch für die Kreditvergabe am internationalen Markt umfangreiche Mittel zur Verfügung standen. Dies bildete einen erheblichen Anreiz, Konsortialkredite auszuhandeln und der wiedererstarkten Nachfrage nach kurzfristigem Kapital in einigen Entwicklungsländern zu entsprechen. So nahmen die internationalen Bankkredite insgesamt – bereinigt um Wiederanlagen unter den Banken – um 4% zu.

Entwicklung nach Währungen

Den stärksten Umschwung bei den Bruttowerten des Bankgeschäfts im Vorjahresvergleich verzeichneten 1994 die Währungssektoren der D-Mark und des französischen Franc; betroffen waren vor allem die Auslandsforderungen des

Massive Kredittilgungen ...

... versorgen Banken mit reichlich Liquidität

Umkehr der Positionen in europäischen Währungen 1992/93

Hauptmerkmale des internationalen Bankgeschäfts					
Verwendung und Herkunft der internationalen Bankkredite	Veränderung, wechsellkursbereinigt				Stand Ende 1994
	1991	1992	1993	1994	
Mrd. US-Dollar					
A = Forderungen an Länder außerhalb des Berichtsgebiets	6,8	66,1	10,8	39,0	879,8
B = Forderungen an Schuldner im Berichtsgebiet	-166,6	81,4	252,6	214,7	7 312,1
1) Forderungen an Nichtbanken	100,8	89,6	126,3	-47,1	2 084,0
2) Internationale Refinanzierung von Inlandskrediten der Banken	77,0	10,1	4,8	178,6	1 095,1
3) Wiederanlage zwischen Banken	-294,4	-18,3	121,5	83,2	4 133,0
C = Nicht aufgliederbar	0,4	- 0,8	53,1	9,5	181,1
D = A + B + C = Internationale Forderungen der berichtenden Banken insgesamt	-109,4	146,7	316,5	263,2	8 373,0
E = D - B 3) = Internationale Bankkredite (netto)	185,0	165,0	195,0	180,0	4 240,0
A = Verbindlichkeiten gegenüber Ländern außerhalb des Berichtsgebiets	- 11,7	13,3	-18,2	75,5	794,0
B = Verbindlichkeiten gegenüber Gläubigern im Berichtsgebiet	-208,8	92,4	114,7	528,3	7 049,8
1) Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken	15,2	104,4	87,1	132,2	1 536,9
2) Inländische Refinanzierung von Auslandskrediten der Banken	117,7	41,6	78,4	-60,2	1 375,5
3) Wiederanlage zwischen Banken	-341,7	-53,6	-50,7	456,3	4 137,4
C = Nicht aufgliederbar	63,9	5,6	47,8	32,5	533,6
D = A + B + C = Internationale Verbindlichkeiten der berichtenden Banken insgesamt	-156,7	111,4	144,3	636,3	8 377,4
Nachrichtlich: Konsortialkredite*	136,7	221,4	220,9	252,0	

* Angekündigte neue Fazilitäten ohne nicht autonom gewährte mittelfristige Kredite und neu ausgehandelte Kredite, bei denen sich nur die Zinsmarge ändert. Tabelle VIII.2

deutschen bzw. französischen Bankgewerbes. Diese Entwicklung war eine direkte Folge sowohl der Krise im EWS-Wechselkursmechanismus als auch der zunehmenden Verflechtung zwischen Bankkredit- und Wertpapiergeschäft in den letzten Jahren. So wurde 1992/93 ein kräftiger Anstieg der direkten Kreditvergabe und der Wertpapierpensionsgeschäfte verzeichnet; diese Geschäfte dienten entweder Absicherungszwecken oder dem Eingehen neuer Positionen in den einzelnen Währungen. Das internationale DM-Bankgeschäft hatte 1993 insbesondere durch die Nachfrage nach DM-Wertpapieren Auftrieb erhalten. Das Geschäft in französischen Francs verzeichnete einen ähnlichen Aufschwung wegen der absicherungs- und spekulationsbedingten Nachfrage nach Franc-Papieren. Diese Positionen wurden 1994 in beträchtlichem Umfang zurückgeführt. In den kleineren europäischen Währungssektoren waren ähnliche Tendenzen festzustellen, insbesondere bei der italienischen Lira und der spanischen Peseta, wenn auch in geringerem Umfang. Von Bedeutung im europäischen Rahmen war der absolute Rückgang des ECU-Bankgeschäfts (12%), das sich damit unter den verschiedenen Währungssektoren des Euromarktes am stärksten verringerte.

Gliederung der Auslandsforderungen der Banken nach Währungen*										
Währung	Landeswährung					Fremdwährung				
	Veränderung, wechsellkursbereinigt				Stand Ende 1994	Veränderung, wechsellkursbereinigt				Stand Ende 1994
	1991	1992	1993	1994		1991	1992	1993	1994	
Mrd. US-Dollar										
Alle Währungen	20,8	7,3	189,3	-81,8	1 828,9	-74,2	179,2	127,8	189,8	3 595,6
US-Dollar	1,6	-18,4	-13,0	- 5,1	477,4	-78,0	78,5	23,5	132,3	1 867,5
D-Mark	- 6,4	-16,0	75,5	-36,7	257,5	-10,5	75,6	43,5	21,5	576,0
Yen	20,8	-28,5	- 4,0	24,0	569,5	-43,6	-43,9	-20,3	24,7	183,6
Französischer Franc	5,5	49,5	42,9	-32,8	128,0	14,0	6,9	10,6	- 7,0	105,4
Pfund Sterling	-10,0	24,0	15,1	1,4	105,8	-18,7	12,9	- 6,9	9,7	113,4
Schweizer Franken	- 8,2	- 8,5	- 0,4	- 2,2	95,3	1,1	4,2	-18,4	0,9	119,1
Italienische Lira	3,3	2,8	17,7	-16,0	49,4	20,1	8,5	33,3	20,7	121,1
Peseta	1,7	10,6	36,2	- 7,5	41,1	..	..	..	..	..
ECU						15,8	12,3	4,8	-20,0	152,4
Sonstige	12,6	- 8,1	19,4	- 6,8	105,0	25,7	24,2	57,8	7,0	356,9

* Nur Banken in den berichtenden Industrieländern.

Tabelle VIII.3

Die Auflösung der Positionen in den europäischen Währungssektoren im Jahr 1994 bildete einen Gegensatz zur Ausweitung der Auslandsforderungen in US-Dollar und Yen. Die florierende US-Konjunktur veranlaßte die Unternehmen in den USA, den internationalen Markt verstärkt in Anspruch zu nehmen, während die gedämpfte Auslandsnachfrage nach Dollarkrediten es den US-Banken ermöglichte, sich am Eurodollar-Interbankmarkt günstiger zu refinanzieren als im Inland. Das Wachstum der Yen-Auslandskredite hing dagegen mit der internationalen Nachfrage nach Yen-Aktiva sowie mit Umbuchungen zwischen Konten verschiedener Niederlassungen japanischer Banken über die benachbarten Offshore-Finanzplätze zusammen. In den vorangegangenen drei Jahren hatten sich diese Kredite stark verringert.

Starke Ausweitung des US-Dollar- und Yen-Geschäfts

Geschäft nach Finanzplätzen

Wenn man das Auslandsgeschäft nach Finanzplätzen untersucht, zeigt sich, daß ein Rückgang der Aktiva oft von einer Zunahme der Passiva begleitet war, so daß sich die über die verschiedenen Bankensysteme laufenden Nettofinanzströme noch verstärkten. Bei den Banken in Deutschland und Frankreich beispielsweise gingen Tilgungen von Krediten in Landeswährung durch Gebietsfremde mit massiven Erhöhungen ausländischer Einlagen einher. Für das Jahr insgesamt ergab sich so ein Nettozufluß über die Banken von \$ 97,5 Mrd. bzw. \$ 46,6 Mrd., der mehr als ausreichte, um die Defizite im langfristigen Kapitalverkehr zu finanzieren. Der Umfang dieser den Banken netto zur Verfügung gestellten (vorwiegend kurzfristigen) Mittel und die damit verbundene Abwendung der internationalen Anleger von längerfristigen Wertpapieren stehen in Einklang mit der Tatsache, daß die Renditenstrukturkurve steiler wurde und im Jahr 1994 kein Druck auf den Wechselkurs der D-Mark und des französischen Franc entstand.

Hohe Nettozuflüsse über Banken in Deutschland und Frankreich ...

Auch in den USA war der Nettozufluß von Bankmitteln groß (\$ 115,1 Mrd.). Diese Nettofinanzierung des Defizits in anderen Teilbereichen der US-Zahlungs-

... sowie den USA ...

... aber Nettoabflüsse über Banken in Japan

Starker Anstieg der Transaktionen in Offshore-Zentren

bilanz war nicht nur mit dem Rückfluß von Mitteln in das inländische Finanzsystem verbunden, die ursprünglich von Gebietsansässigen aus steuerlichen und aufsichtsrechtlichen Gründen exportiert worden waren, sondern auch mit der Rückschleusung ausländischer Dollar-Währungsreserven über den Euromarkt (s. Kapitel VI). Im Falle der Banken in Japan verdeckt der für 1994 verzeichnete Nettoabfluß (\$ 19,3 Mrd.) kräftige Ausschläge während des Jahres. Dabei spiegelte der Umschwung von Nettoexporten im ersten Quartal zu Nettoimporten im weiteren Jahresverlauf die Entwicklungen der Auslands-Wertpapierpositionen wider.

Bei der Aufschlüsselung der Geschäfte nach Finanzplätzen fällt weiter auf, daß die in den berichtenden Offshore-Zentren verbuchten Auslandstransaktionen hochschnellten. Die Kreditvergabe über Hongkong erreichte ein Rekordausmaß und stand hinsichtlich der gesamten Marktexpansion im letzten Jahr hinter dem Vereinigten Königreich an zweiter Stelle (\$ 76,5 Mrd. bzw. \$ 97,3 Mrd.). Während das internationale Bankgeschäft im Vereinigten Königreich mit Geschäften innerhalb Europas und mit den USA zusammenhing, kamen in den Bankgeschäften in Hongkong das überaus günstige Kreditklima in Asien und die spezielle Rolle dieses Finanzplatzes bei der Kreditvermittlung zwischen Japan und China zum Ausdruck. Gleichzeitig erholte sich das über die karibischen Finanzplätze laufende Bankgeschäft, was vor allem auf die Belebung der Kreditnachfrage in den USA zurückzuführen war. Eine aktive Auslandskreditaufnahme der in den USA ansässigen Banken erleichterte die Rückschleusung von Einlagen an den karibischen Finanzplätzen in die USA.

Geschäft mit Nichtbanken im Berichtsgebiet

Umfangreiche Einlagen von Nichtbanken ...

Die Nichtbanken im Berichtsgebiet waren eine der wichtigsten Refinanzierungsquellen des Marktes. Der Anstieg ihrer Einlagen um 9% entsprach fast drei Vierteln

Auslandsgeschäft der Banken an einzelnen Finanzplätzen										
Sitzland der berichtenden Banken	Forderungen					Verbindlichkeiten				
	Veränderung, wechselkursbereinigt				Stand Ende 1994	Veränderung, wechselkursbereinigt				Stand Ende 1994
	1991	1992	1993	1994		1991	1992	1993	1994	
Mrd. US-Dollar										
Alle Länder	-48,0	186,6	317,4	268,4	7 103,2	-121,8	91,1	50,5	552,1	7 134,8
Vereinigtes Königreich	-51,9	87,7	49,3	97,3	1 199,8	- 43,7	63,1	38,2	85,2	1 278,1
Japan	-35,9	-57,9	- 6,6	22,3	1 007,6	-127,9	-128,8	-38,8	3,0	723,7
USA	6,8	-24,7	-17,1	-17,0	531,8	1,2	38,2	27,1	98,1	820,7
Frankreich	-14,5	75,0	70,3	-24,1	526,8	18,7	23,6	13,6	22,5	550,6
Deutschland	10,2	6,1	95,1	-12,8	469,2	12,3	50,4	43,1	84,7	411,9
Schweiz	- 6,5	6,0	-12,3	22,2	404,3	0,1	3,8	- 9,7	33,7	338,3
Niederlande	7,3	6,0	4,7	- 8,1	176,6	3,2	17,8	5,0	1,0	169,5
Italien	4,5	4,2	13,6	-20,6	136,6	25,0	31,4	-19,8	1,1	230,2
Spanien	8,3	25,4	55,6	-11,8	110,6	9,9	14,8	9,1	10,9	103,2
Karibische Zentren	8,5	-23,9	-10,4	67,1	640,1	12,4	- 30,2	-25,6	66,7	638,8
Asiatische Zentren	- 3,2	24,0	10,6	93,2	1 038,6	- 21,9	19,6	- 2,3	86,2	997,4
Übrige Länder	18,4	58,6	64,5	60,7	861,2	- 11,0	- 12,5	10,7	59,0	872,5

Tabelle VIII.4

Auslandsgeschäft der Banken mit Nichtbanken im Berichtsgebiet										
Position der Banken gegenüber:	Veränderung, wechselkursbereinigt								Stand Ende 1994	
	Forderungen				Verbindlichkeiten				Forde- rungen	Verbind- lichkeiten
	1991	1992	1993	1994	1991	1992	1993	1994		
	Mrd. US-Dollar									
Alle Länder	89,1	134,4	163,5	-21,8	4,5	59,3	56,4	90,6	1 513,5	1 164,7
USA	5,6	29,7	33,3	- 1,7	-12,1	-9,1	-9,0	35,2	341,1	284,9
Japan	44,1	12,3	12,9	10,2	- 5,7	-0,3	-3,2	3,8	310,8	23,3
Deutschland	9,5	35,0	33,0	- 2,7	11,7	30,8	24,2	-6,9	158,2	200,7
Vereinigtes Königreich	5,6	1,7	37,9	-19,0	3,9	-2,1	8,5	8,4	99,6	81,7
Italien	8,0	9,2	8,3	2,5	3,2	5,4	1,0	1,2	92,9	40,4
Niederlande	4,7	- 1,9	2,0	- 3,9	4,7	9,1	13,7	13,4	61,8	87,7
Kanada	3,4	3,1	4,0	0,8	- 3,6	-1,7	-0,9	1,0	49,1	13,2
Frankreich	2,2	6,6	13,0	- 3,4	- 0,1	7,0	-0,4	3,6	47,0	47,8
Belgien*	0,9	- 0,4	1,9	- 0,7	0,0	5,8	6,7	4,7	33,1	50,6
Schweden	1,5	15,2	- 4,3	- 4,0	0,6	-0,8	1,6	-0,2	25,7	4,8
Schweiz	-1,3	1,8	- 0,3	1,0	1,3	1,6	0,4	2,2	23,5	58,5
Übrige Länder	4,8	22,2	21,8	- 0,7	0,4	13,8	13,8	24,3	270,9	271,1
<i>Nachrichtlich: Inlandspositionen der Banken in Fremdwährung</i>	11,7	-44,8	-37,2	-25,4	10,7	45,1	30,7	41,6	570,4	372,2

* Einschl. Luxemburg.

Tabelle VIII.5

der gesamten internationalen Nettobankkredite. Dieses Mittelangebot wurde noch verstärkt durch eine erneute Aufstockung der Euroeinlagen von US-Einlegern (\$ 35,2 Mrd.), die anschließend über die karibischen Finanzplätze in die US-Wirtschaft zurückgeleitet wurden. Hingegen zogen in Deutschland ansässige Nichtbanken Einlagen in Höhe von rund \$ 6,9 Mrd. vom Euromarkt ab, da die Herabsetzung der Mindestreserven durch die Deutsche Bundesbank mit Wirkung vom März 1994 und die neu zugelassenen Geldmarktfonds in Deutschland die relative Attraktivität von DM-Einlagen außerhalb Deutschlands schwinden ließen.

Trotz der umfangreichen Einlagen der Nichtbanken verringerten sich die Auslandsforderungen der berichtenden Banken gegenüber Nichtbanken im Berichtsgebiet um \$ 47,2 Mrd. In mehreren Ländern, vor allem in Japan, Schweden und Italien, reduzierte der Unternehmenssektor seine Fremdwährungsverbindlichkeiten bei in- und ausländischen Banken weiter. Darüber hinaus tilgten Nichtbanken mit Sitz in Euromarktzentren Kredite in europäischen Währungen, da früher eingegangene Positionen an Devisen- und Wertpapiermärkten aufgelöst wurden. Am stärksten betroffen von dieser Entwicklung waren die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber britischen Schuldner, zu denen eine große Zahl von internationalen Nichtbank-Finanzinstituten zählt.

Geschäft mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets

Die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber Ländern außerhalb des Berichtsgebiets stiegen insgesamt um \$ 39 Mrd., wobei aber die Zunahme gegenüber Asien allein höher war. Die starke Abnahme der Forderungen gegenüber Ost-

... höher als
Kreditvergabe an
Nichtbanken

Kreditvergabe an
Asien lebhaft, aber
an andere Regionen
gedämpft ...

europa ist zwar ein Hinweis darauf, daß die Banken weiterhin eine selektive Kreditpolitik verfolgten, doch wurde der Rückgang noch verstärkt durch Abtretungen von durch Bürgschaften gesicherten Krediten an staatliche Institutionen und durch erhöhte Tilgungs- und Zinszahlungen (von Bulgarien und Polen im Zusammenhang mit Umschuldungsvereinbarungen sowie von Ungarn). Die Nettotilgungen der Gruppe der entwickelten Länder waren entweder einer aktiven Tilgungspolitik (Neuseeland) oder einer vermehrten Finanzierung durch internationale Wertpapieremissionen (Australien) zuzuschreiben. Massive Streichungen von kurzfristigen Interbank-Kreditlinien für die Türkei nach der Beschleunigung der Währungsabwertung im März und April 1994 trugen ebenfalls dazu bei, daß das Kreditgeschäft insgesamt gedämpft war. Die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber Lateinamerika erhöhten sich infolge eines Anstiegs der Forderungen gegenüber Mexiko (\$ 7,6 Mrd.), Argentinien (\$ 2,9 Mrd.) und Chile (\$ 2,1 Mrd.), während das im April 1994 mit Brasilien abgeschlossene Schuldenabbauprogramm und die Verringerung des Engagements in Venezuela infolge der dortigen Bankenkrise kontraktiv wirkten. Die Vergabe neuer Kredite an lateinamerikanische Länder ist vor dem Hintergrund ihres geringeren Zugriffs auf die internationalen Wertpapiermärkte zu sehen, wo fällig werdende Forderungen gegenüber Venezuela sowie – gegen Jahresende – gegenüber Mexiko nicht erneuert wurden.

... abgesehen von einigen größeren Ländern in Lateinamerika

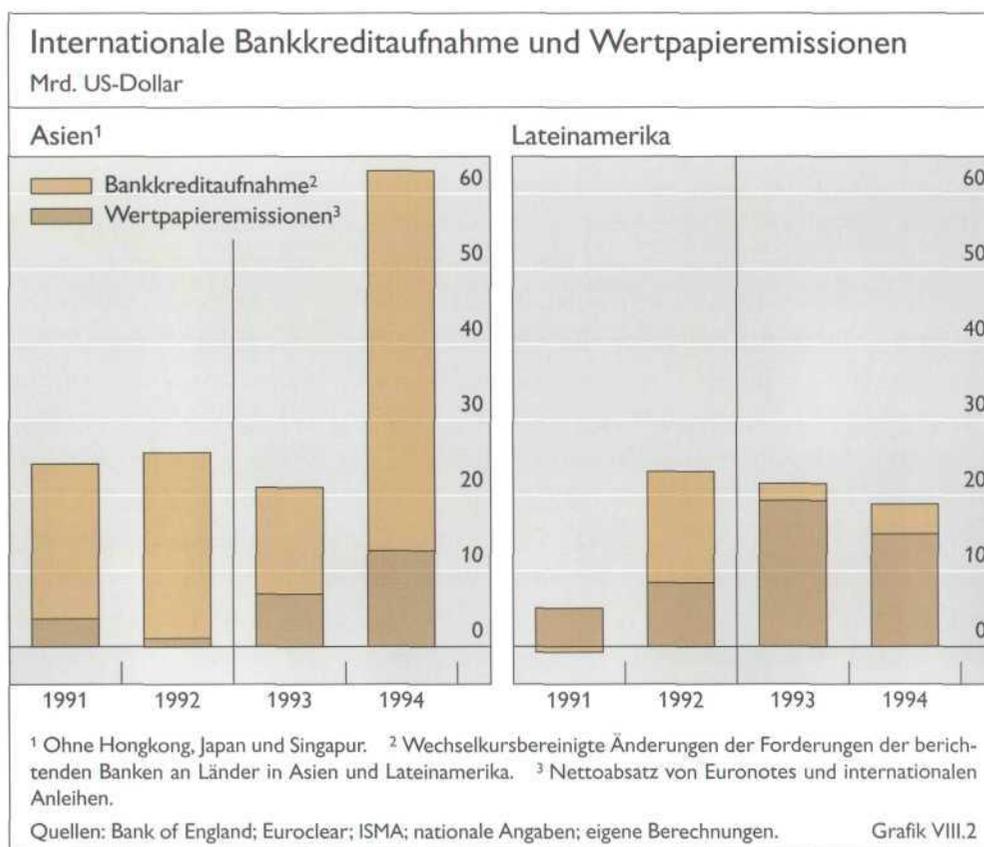
In Asien Kreditvergabe der Banken weiterhin vorrangig

Im Gegensatz dazu waren die Banken in ihrer Kreditvergabe an die asiatischen Entwicklungsländer besonders aktiv. Ungeachtet ihrer vermehrten Inanspruchnahme der in- und ausländischen Wertpapiermärkte nahmen Schuldner aus diesen Ländern bei den berichtenden Banken Kredite im Rekordbetrag von \$ 49,6 Mrd. auf. Neben dem anhaltend hohen Volumen an Konsortialkrediten verzeichnete diese Ländergruppe auch einen starken Zustrom von kurzfristigen Interbankmitteln. Die Daten über die Kreditvergabe an diese Region enthalten nicht die an Schuldner in Hongkong (einem berichtenden Finanzplatz) vergebenen Kredite, die in beträchtlichem Ausmaß von chinesischen Firmen genutzt werden, um indirekt

Geschäft der Banken mit Ländern außerhalb des Berichtsgebiets								
Position der Banken gegenüber:	Veränderung, wechsellkursbereinigt						Stand Ende 1994	
	Forderungen			Verbindlichkeiten			Forderungen	Verbindlichkeiten
	1992	1993	1994	1992	1993	1994		
Mrd. US-Dollar								
Länder außerhalb des Berichtsgebiets insgesamt	66,1	10,8	39,0	13,3	-18,2	75,5	879,8	794,0
Entwickelte Länder	7,0	5,0	-2,3	11,2	10,1	21,7	161,5	148,9
Osteuropa	3,9	-3,8	-13,3	9,7	2,6	2,0	80,4	35,9
darunter: Ehemalige Sowjetunion	5,9	-1,9	-5,0	5,8	2,2	-0,8	53,6	16,1
Entwicklungsländer	55,2	9,7	54,7	-7,6	-31,0	51,8	637,9	609,2
Lateinamerika*	14,8	2,3	4,0	-2,1	-6,8	22,1	231,6	159,3
Naher Osten	16,0	-5,4	3,1	-6,9	-20,3	2,7	80,1	194,5
Afrika	-1,2	-2,0	-2,0	2,6	0,4	3,2	39,6	41,3
Asien	25,7	14,8	49,6	-1,3	-4,2	23,8	286,6	214,1
darunter: China	6,2	5,7	7,8	1,8	0,5	10,3	57,4	60,0

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

Tabelle VIII.6



Mittel am internationalen Markt aufzunehmen. Die Kreditvergabe konzentrierte sich stark auf Thailand (\$ 20 Mrd.) und die Republik Korea (\$ 15,2 Mrd.), während China bei der direkten Kreditaufnahme bei den berichtenden Banken mit einigem Abstand an dritter Stelle stand (\$ 7,8 Mrd.). Die umfangreichen Bankkredite für die beiden erstgenannten Länder sind weitgehend Sonderfaktoren zuzuschreiben, nämlich in Thailand der Schaffung der internationalen Bankenfreizone von Bangkok im Jahr 1993 und in Korea der Verschärfung der Geldpolitik gegen Ende 1994. Diese Konzentration steht im Gegensatz zur Lage an den internationalen Wertpapiermärkten, wo sich die Zunahme der Mittelaufnahme Asiens (von \$ 7 Mrd. 1993 auf \$ 12,7 Mrd.) gleichmäßiger auf die größeren Volkswirtschaften der Region verteilte.

Bei den Beziehungen der Banken zu den Ländern außerhalb des Berichtsbereichs ist für 1994 ferner der große Umfang neuer Einlagen dieser Ländergruppe hervorzuheben (\$ 75,5 Mrd.). Diese Einlagen entsprachen teilweise der Anlage von Währungsreserven durch zahlreiche Länder und stellten den Gegenposten zu den hohen Zuflüssen privaten Kapitals dar. Andererseits zeigte sich im beträchtlichen Anteil des privaten Nichtbankensektors an den neuen Einlagen aus Lateinamerika (45% der Gesamteinlagen aus jener Region), daß dort – nach drei Jahren der Kapitalrepatriierungen – wieder Kapitalabflüsse zu verzeichnen sind.

Erneut Kapitalabflüsse aus Lateinamerika

Internationale Konsortialkredite

Der Bereich der Konsortialkredite war im vergangenen Jahr eines der aktivsten Segmente der internationalen Finanzmärkte; die bereitgestellten Kredite stiegen von \$ 220,9 Mrd. 1993 auf \$ 252 Mrd., den höchsten je verzeichneten Stand. Anschlußgeschäfte zu besseren Konditionen machten rund ein Viertel des Gesamt-

Rekordvolumen an Konsortialkrediten ...

... bei starkem Wettbewerb zwischen Kreditgebern

volumens aus; gleichwohl erreichten die Neufinanzierungen auch netto ein Rekordniveau. Das hohe Ausmaß der Liquidität und die starke Eigenkapitalposition mehrerer großer Bankengruppen wirkten sich deutlich zugunsten der Schuldner aus. Der durchschnittliche Spread gegenüber LIBOR schrumpfte bei den Dollarkrediten von einem Höchststand von 120 Basispunkten über LIBOR im dritten Quartal 1992 auf weniger als 50 Punkte im vierten Quartal 1994. Die Durchschnittslaufzeit der Kredite verlängerte sich geringfügig, und Auflagen wurden gelockert. Insbesondere nahm das Volumen der Fazilitäten für Schuldner des öffentlichen Sektors deutlich zu, und vielfach waren die Spreads sehr niedrig. Weitere Faktoren, die das Konsortialkreditgeschäft förderten, waren z.B. die Schwierigkeit, in einem Umfeld der Zinsunsicherheit festverzinsliche Finanzierungen zu arrangieren, sowie eine Zunahme von Fusionen und Übernahmen, für deren Finanzierung sich Konsortialkreditfazilitäten dank ihrer Flexibilität und ihres maßgeschneiderten Charakters besser eignen. Der Wettbewerb der Kreditgeber um Kredite wurde noch verschärft durch das Auftreten neuer Konkurrenten, insbesondere von US-Investmentbanken. Die Entwicklung der Marktpflege, Fortschritte bei der Standardisierung der Dokumentation und die Einführung von Klauseln, die die Kreditgeber gegen eine vorzeitige Rückzahlung schützen, förderten die Entfaltung des Kredithandels und damit die Beteiligung von institutionellen Anlegern wie Lebensversicherungsgesellschaften und Pensionskassen. Dadurch verwischte sich der Unterschied zwischen Bankkrediten und Wertpapierfinanzierungen noch mehr.

Die internationalen Wertpapiermärkte

Anhaltend lebhaftere internationale Wertpapierfinanzierung

Der gesamte Nettoabsatz an Euronotes und internationalen Anleihen erhöhte sich von 1993 auf 1994 um 45%. Während die größere Flexibilität der Euro-Note-Programme den Absatz in diesem Sektor förderte (teilweise zu Lasten der traditionellen Eurobonds), stützten Änderungen der Emissionsmerkmale auch das Primärgeschäft am internationalen Anleihemarkt. Die vorsichtigere Haltung der internationalen Anleger äußerte sich in einer Hinwendung zu kürzerfristigen Wertpapieren und zinsvariablen Anlagen sowie in einem Rückgang der komplexen Strukturen. Im Verlauf des Jahres wurde immer stärker auf die Bonität der Emittenten geachtet, so daß sich das Schuldnerspektrum veränderte.

Der Markt für kurz- und mittelfristige Euronotes

Konsolidierung der Vormachtstellung von EMTN ...

Der Euro-Note-Markt verbuchte auch 1994 wieder ein kräftiges Wachstum. Die Neuankündigungen stiegen auf \$ 197,2 Mrd., so daß sich der Gesamtbetrag der bereitgestellten Euro-Note-Programme auf fast \$ 1 Bio. belief. Gleichzeitig verdoppelte sich die Inanspruchnahme bestehender Fazilitäten beinahe (auf \$ 140,2 Mrd.), und der Umlauf betrug am Jahresende \$ 406,1 Mrd. Die mittelfristigen Euronotes (EMTN) konsolidierten ihre Vormachtstellung weiter; auf sie entfielen praktisch der gesamte Euro-Note-Nettoabsatz und 72% des Umlaufs Ende 1994. Insbesondere förderte eine starke Nachfrage japanischer Anleger nach Yen-Aktiva das Emissionsgeschäft in dieser Währung, die beim Euro-Note-Nettoabsatz mit 44% des Gesamtabsatzes an erster Stelle stand. Ein rasches Wachstum wurde auch in mehreren europäischen Währungssektoren verzeichnet, u.a. bei der D-Mark, der italienischen Lira, dem Pfund Sterling und dem französischen Franc. Emissionen in

Mittelaufnahme an den Wertpapiermärkten nach Art und Währung der Emission										
Art und Währung	Nettoabsatz ¹								Umlauf Ende 1994	
	Inland ²				International ³				Inland ²	International ³
	1991	1992	1993	1994	1991	1992	1993	1994		
Mrd. US-Dollar										
Mittelaufnahme insgesamt	1 351,3	1 417,1	1 590,4	1 463,3	204,8	149,4	202,5	294,1	21 974,7	2 453,7
Kurzfristige Notes ⁴	114,1	137,0	87,5	181,8	16,5	12,1	-6,3	3,3	3 846,8	114,1
US-Dollar	27,6	23,1	42,5	84,7	10,2	14,6	-8,1	-4,2	1 643,4	81,9
Yen	-63,9	14,8	29,3	-2,6	-0,3	-0,2	-0,4	2,2	646,7	2,5
Französischer Franc	37,4	26,3	-16,6	16,7	0,0	0,2	-0,3	0,0	372,1	0,0
Pfund Sterling	- 4,8	-10,2	3,3	20,8	0,3	0,0	2,6	0,5	131,5	5,1
D-Mark	24,5	0,7	- 7,7	-2,1	1,2	2,5	-0,7	3,1	23,5	6,2
Sonstige ⁵	93,3	82,3	36,7	64,4	5,1	-5,0	0,6	1,6	1 029,7	18,5
Mittelfristige Notes	45,0	93,4	65,8	32,6	18,4	28,3	78,4	136,9	349,5	292,0
US-Dollar	42,4	34,4	34,0	23,6	7,0	11,2	31,3	40,5	234,3	104,6
Yen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	3,6	18,3	59,3	0,0	87,2
Französischer Franc	0,0	55,9	24,2	3,3	0,2	0,5	2,0	4,1	87,7	7,0
Pfund Sterling	1,2	3,4	7,0	5,4	1,4	2,8	6,2	6,9	18,0	17,8
D-Mark	..	..	..	..	0,3	2,1	6,0	6,8	..	16,1
Sonstige ⁵	1,4	- 0,3	0,6	0,3	8,8	8,1	14,6	19,3	9,5	59,3
Anleihen	1 192,3	1 186,7	1 437,1	1 248,9	169,9	109,0	130,3	153,9	17 778,4	2 047,6
US-Dollar	568,0	554,9	606,9	503,1	37,9	31,0	10,8	41,5	7 891,0	728,1
Yen	141,5	141,6	175,2	292,5	20,5	5,9	15,8	47,4	4 103,7	325,1
Französischer Franc	31,6	35,8	56,1	33,4	15,9	20,7	33,1	23,5	636,7	125,8
Pfund Sterling	13,9	43,3	67,0	29,1	20,6	9,2	22,9	7,6	362,5	155,9
D-Mark	125,9	189,5	217,7	127,2	11,2	20,0	25,9	17,8	1 642,6	222,0
Sonstige ⁵	311,4	221,6	314,2	263,6	63,7	22,2	21,9	16,1	3 141,9	490,7

¹ Veränderung des Umlaufs zu konstanten Wechselkursen; Ausnahme: bei internationalen Anleihen Stromgrößen. ² Emissionen Gebietsansässiger und (bei Notes) Gebietsfremder in Landeswährung am Inlandsmarkt; nur OECD-Länder ohne Island und Türkei. ³ Emissionen von Gebietsansässigen an ausländischen Märkten und in Fremdwährung am Inlandsmarkt; Notes: ohne Emissionen in Landeswährung an ausländischen Märkten. ⁴ Angaben über inländische Emissionen: Einlagenzertifikate, Commercial Paper und Schatzwechsel; Angaben über internationale Emissionen: Euro-Commercial-Paper und sonstige kurzfristige Euronotes. ⁵ Einschl. ECU.

Quellen: Bank of England; Euroclear; ISMA; Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen. Tabelle VIII.7

anderen Währungen als dem US-Dollar machen inzwischen über 50% des gesamten Euro-Note-Umlaufs aus.

Am Markt für kurzfristige Euronotes erhöhte sich der Umlauf nur geringfügig. Während der Bestand der Dollar-Papiere um 5% zurückging, was der ausländischen Emissionstätigkeit am US-Commercial-Paper-Markt entsprach, spiegelte sich in der Zunahme des Absatzes in anderen Währungen um 44% – vor allem D-Mark, holländischem Gulden und Yen – das rasche Wachstum kürzlich neu zugelassener Märkte wider. Insbesondere im DM-Segment herrschte eine große Nachfrage seitens deutscher Geldmarktfonds, da diesen am Inlandsmarkt nur eine begrenzte Auswahl an kurzfristigen Papieren zur Verfügung steht. Gründe für die Stagnation des Marktes für Euro-Commercial-Paper (ECP) in den letzten Jahren sind die konjunkturbedingt schwache Nachfrage nach Betriebskapital in mehreren Ländern, das Bestreben von Unternehmen, ihre Verschuldung zu reduzieren, und die Gelegen-

... bei anhaltender Stagnation des ECP-Marktes

heiten zur Emission von kurzfristigen Papieren im Rahmen von EMTN-Programmen. Erwähnenswert ist ferner, daß – außer in den USA – die meisten anderen bedeutenden Inlandsmärkte für Commercial Paper seit 1992 stagnieren oder rückläufig sind.

Der EMTN-Markt expandierte weiterhin viel rascher als der entsprechende US-Markt und war Ende 1994 um 25% größer als dieser. Er profitierte von dem unsicheren Zinsklima und von der sehr großen Flexibilität bei der Inanspruchnahme, was die Laufzeit, die Währung, den Umfang, das Zinsengagement und die derivativen Merkmale betrifft. Die Standardisierung der Dokumentation, die effizientere und mit geringeren Kosten verbundene Emissionen ermöglicht, förderte den Eurobond-Absatz sowie private Plazierungen im Rahmen von EMTN-Programmen. Die Tendenz zu Transaktionen mit voller Übernahmeverpflichtung hat daneben dazu beigetragen, daß sich der Unterschied zwischen Eurobonds und Notes, die im Rahmen von EMTN-Programmen begeben werden, noch mehr verwischte.

Vorsichtigeres Verhalten der Anleger ...

Eine detaillierte Aufgliederung nach Art der Inanspruchnahme ist nicht verfügbar, aber das vorsichtigeres Verhalten der Anleger im vergangenen Jahr hat sich offenbar in einer Verringerung der durchschnittlichen Laufzeit und des durchschnittlichen Emissionsvolumens der Notes sowie einem höheren Anteil variabel verzinslicher Instrumente niedergeschlagen. Fast völlig verschwanden die strukturierten Notes, die 1993 ein bedeutender Wachstumsfaktor am Markt gewesen waren und Berichten zufolge einen Großteil des Geschäfts ausgemacht hatten. Im übrigen kündigte zwar eine Reihe von Schuldern Globalfazilitäten an, doch scheint sich darin keine klare Tendenz abzuzeichnen, da diese Arrangements nach wie vor aus getrennten US- und EMTN-Fazilitäten bestanden.

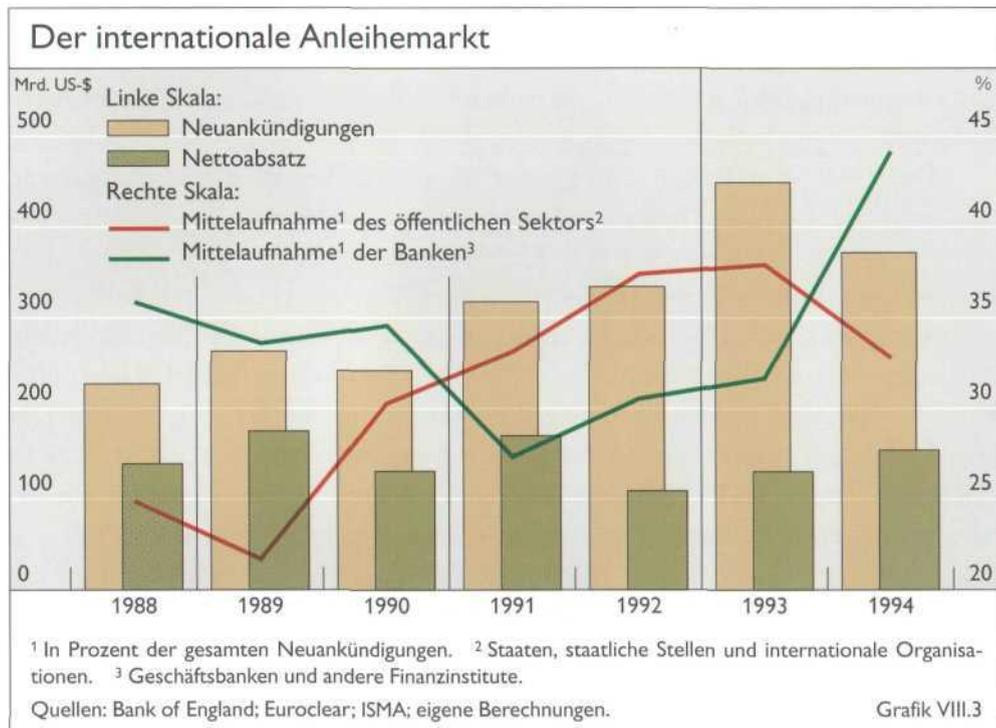
Der internationale Anleihemarkt

... zeigt sich eher in der Art als im Volumen der Emissionen

Trotz instabiler Marktbedingungen und eines steilen Rückgangs der Tilgungen gegenüber dem sehr hohen Niveau von 1993 verringerte sich der Bruttoabsatz internationaler Anleihen von seiner Rekordhöhe von 1993 um nur 17% auf \$ 371,8 Mrd. Der Nettoabsatz erhöhte sich sogar um 18% auf \$ 153,9 Mrd. Das neue Zinsumfeld und die daraus resultierende defensive Haltung von Anlegern und Kreditnehmern wirkten sich jedoch auf die Zusammensetzung der Anleihen aus. Das Volumen an festverzinslichen Anleihen verringerte sich, und es wurden erheblich mehr variabel verzinsliche Titel begeben. Ferner wurde ein Rückgang von Durchschnittslaufzeit und -umfang der Emissionen sowie der Anzahl komplexer Strukturen verzeichnet. Die große Nachfrage japanischer Anleger nach Yen-Aktiva stimulierte die Emissionstätigkeit in dieser Währung. Ferner änderte sich die Zusammensetzung der Schuldner: Der Anteil der Finanzinstitute erhöhte sich, und die Finanzierungen internationaler Finanzinstitutionen gingen spürbar zurück. Die Mittelaufnahme durch Schuldner aus Entwicklungsländern blieb hoch; der Rückgang der Emissionen aus Lateinamerika wurde weitgehend durch umfangreichere Finanzierungen für einen sich erweiternden Kreis von Schuldern aus anderen Entwicklungsländern wettgemacht.

Zunehmende Besorgnis hinsichtlich der Bonität

Je weiter das Jahr fortschritt, um so mehr nahm die Besorgnis der internationalen Anleger hinsichtlich der Bonität der Emittenten zu. Dies galt für Emittenten sowohl aus Entwicklungs- als auch aus Industrieländern, insbesondere solchen Ländern, die hohe Haushaltsdefizite und/oder eine hohe Verschuldung



aufwiesen. Dadurch vergrößerte sich die relative Attraktivität von erstklassigen Schuldnern aus dem Finanz- und Unternehmenssektor in Ländern, die als sehr kreditwürdig eingeschätzt wurden. Noch strengere Maßstäbe wurden am Jahresende angelegt, als die Mexiko-Krise ganz Lateinamerika und in geringerem Ausmaß auch Asien in Mitleidenschaft zog. Dies führte zu einem Einbruch der Sekundärmarktpreise und weniger günstigen Bedingungen an den Primärmärkten.

Der von den internationalen Clearinghäusern gemeldete Sekundärmarktumsatz stieg gegenüber 1993 um 29% auf \$ 24,4 Bio. Da verstärkt Wertpapiere auf den Sekundärmärkten abgegeben wurden, stieg der Handel im ersten Quartal auf ein Rekordniveau. Der Jahresumsatz erhöhte sich bei den Inlandsanleihen (34%) stärker als bei den Eurobonds (18%); bei letzteren entfiel der Anstieg größtenteils auf zinsvariable Notes. Der ausgeprägte Umsatzzuwachs war dem Zusammenreffen mehrerer Faktoren zuzuschreiben, darunter der weltweiten Unsicherheit und Volatilität an den Anleihemärkten, effizienteren und offeneren inländischen Märkten für Schuldtitel sowie der Zunahme der Pensionsgeschäfte. Die Gewinnsituation der Marktmacher wurde jedoch durch Verluste in ihren Beständen und schwierigere Handelsbedingungen stark beeinträchtigt, so daß sich einige von ihnen veranlaßt sahen, ihre Bestände zu reduzieren und sich sogar aus einigen Marktsegmenten zurückzuziehen. Der Druck auf die Gewinnmargen zeigte sich auch am Primärmarkt; der Wettbewerb um Emissionsmandate war intensiv und erschwerte die Beibehaltung etablierter Konsortialverfahren erheblich. Die Präferenz der Anleger für kürzerfristige Aktiva und die Verringerung der Bestände der Marktmacher bewirkten Berichten zufolge eine Verknappung der Liquidität einiger längerfristiger Eurobond-Instrumente.

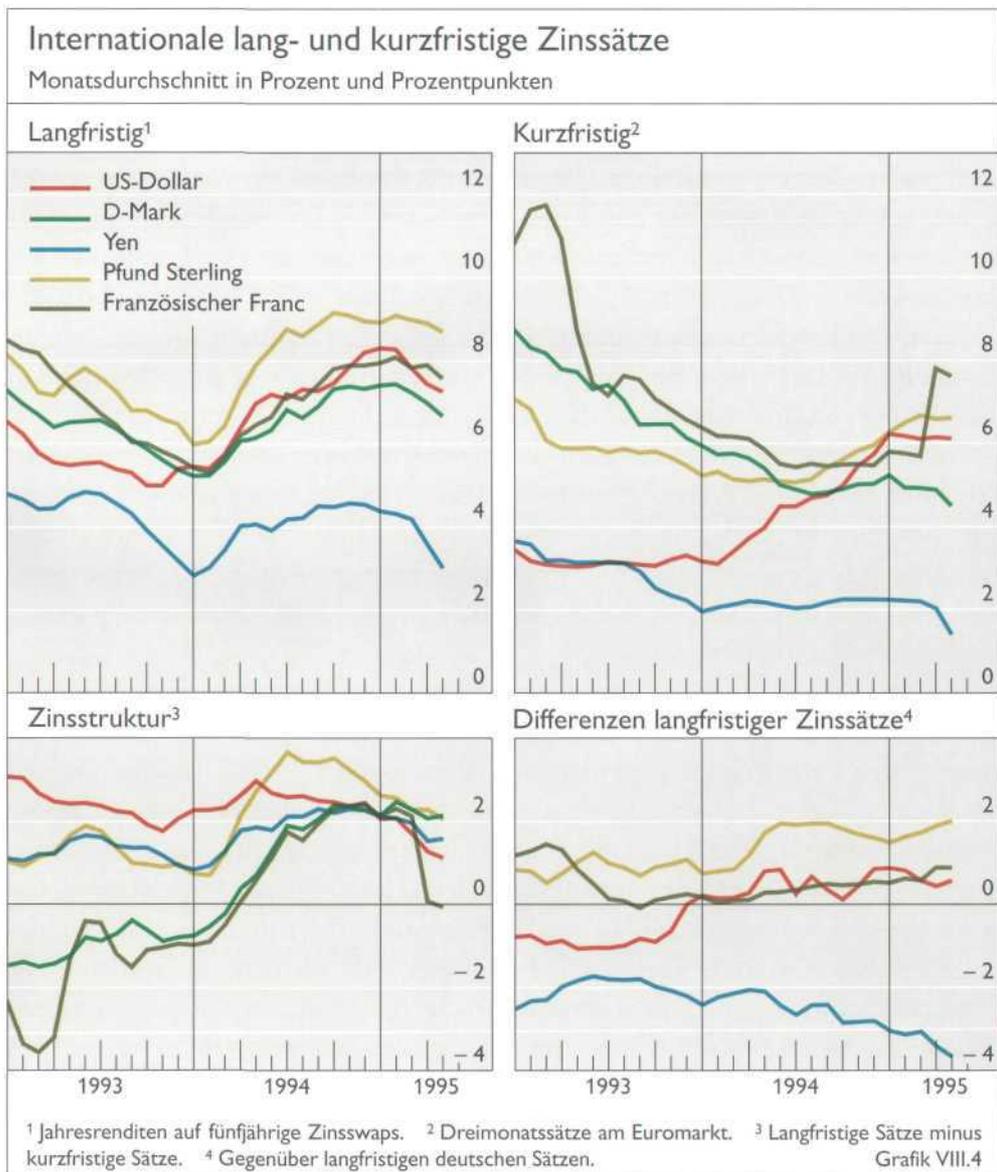
Festverzinsliche Anleihen. Als die Federal Reserve im Februar 1994 die kurzfristigen Zinssätze erhöhte, schlug die Stimmung am Markt abrupt um, und am Primärmarkt für festverzinsliche internationale Anleihen war die Zeit der besonders guten

Markanter Anstieg des Sekundärmarktumsatzes ...

... aber verstärkter Druck auf Gewinnmargen der Händler

Umschwung am Markt Anfang 1994 beeinflusst Absatz von Anleihen

Marktbedingungen jäh beendet. Die Furcht vor steigenden Zinssätzen und einer zunehmenden Volatilität ließ die Anleger zögern, festverzinsliche Titel zu erwerben, so daß viele Schuldner gezwungen waren, geplante Emissionen zu verschieben bzw. kürzerfristige oder variabel verzinsliche Instrumente aufzulegen. Daher ging der Absatz festverzinslicher Anleihen im Februar und März stark zurück. Anschließend erholte er sich zwar etwas, blieb aber deutlich niedriger als 1993. Damals waren die internationalen Anleger bereit gewesen, längerfristige oder bonitätsmäßig niedriger eingestufte Schuldtitel zu übernehmen, um zusätzliche Renditen oder Kapitalgewinne zu erzielen, aber die 1994 herrschende vorsichtigere Haltung hatte die entgegengesetzte Wirkung. Die Unsicherheit machte es ganz besonders schwierig, große oder langfristige festverzinsliche Anleiheemissionen am Markt unterzubringen, und sowohl der Durchschnittsumfang der Emissionen als auch der gewogene Durchschnitt der Laufzeiten verringerten sich. Darüber hinaus begannen die Anleger, der Finanzlage der Schuldner größere Bedeutung zuzumessen, so daß sich der tendenzielle Rückgang der verlangten Risikoprämien abschwächte.



Aufgrund der völlig veränderten Zinssichten wurden in großem Umfang Positionen in bestimmten europäischen Schuldtiteln liquidiert, die in der Erwartung weiterer Zinssenkungen eingegangen worden waren. Die damit verbundene steilere Renditenstrukturkurve sowie eine Reihe weiterer Sonderfaktoren beeinträchtigten den Absatz in den betreffenden Währungen erheblich. Die DM-Emissionen gingen um 53% zurück, da sich Schuldner aus zahlreichen Ländern anderen festverzinslichen Währungssektoren (vor allem dem Yen) und auf D-Mark lautenden zinsvariablen Notes zuwandten. Die Emissionen in Pfund Sterling nahmen ebenfalls beträchtlich ab (um 43%); hier waren die Ursachen ein Nachgeben der Währung und ein drastischer Anstieg der Zinssätze im ersten Halbjahr. Auch der Sektor des französischen Franc erlitt starke Einbußen (40%), da Einschränkungen für Offshore-Emissionen französischer Schuldner in Kraft traten. Dagegen konnten bei der italienischen Lira offenbar die Aufhebung von Beschränkungen für Euro-Lira-Emissionen sowie eine große Nachfrage privater italienischer Anleger, Swapgelegenheiten und ein sich vergrößernder Kreis von Schuldnern die negativen Auswirkungen der politischen Instabilität und des unsicheren Marktklimas ausgleichen, denn dieser Sektor verzeichnete einen Anstieg um 44%. Steuervorteile und swapbezogene Geschäfte ließen ferner die Emissionen in luxemburgischen Francs auf fast das Dreifache steigen.

Spürbarer Rückgang
in vielen Währungs-
sektoren ...

... hingegen
leichter Anstieg in
anderen ...

Die starke Liquiditätsposition japanischer institutioneller Anleger – und ihre augenscheinliche Abneigung, in japanischen Aktien oder Fremdwährungs-Schuldtiteln zu investieren – sowie die Liberalisierung des Euro-Yen-Marktes (s. weiter unten) ließen die internationalen Anleiheemissionen in Yen um 32% ansteigen. In den anderen bedeutenden Währungssektoren zeigte sich ein gemischtes Bild. Ein kontinuierlicher Finanzierungsstrom für US-Schuldner, die Dollarfinanzierungen zu einer – im Vergleich zum Inlandsmarkt – niedrigeren Verzinsung suchten, reichte nicht aus, um das mangelnde Interesse anderer Emittenten wettzumachen, so daß die US-Dollar-Emissionen um 37% zurückgingen. Die Stärke des australischen Dollars weckte das Interesse der internationalen institutionellen Anleger an Schuldtiteln in dieser Währung, deren Absatz sich fast verdoppelte. Die Besorgnis über die Haushaltslage und die politische Situation in Kanada, die eine stetige Abwertung des kanadischen Dollars und einen kräftigen Anstieg der langfristigen Zinssätze zur Folge hatte, war von einem Rückgang der Emissionen in kanadischen Dollars um 62% begleitet.

... wie dem Euro-
Yen-Markt

Zinsvariable Notes. Die Baisse-Stimmung am Markt für festverzinsliche Wertpapiere wirkte sich tendenziell günstig für FRN-Emissionen aus, und die Neuanmeldungen stiegen um 31% auf den Rekordbetrag von \$ 76,5 Mrd. Auffallend war der Unterschied zwischen dem ersten Quartal 1994 und dem weiteren Jahresverlauf, sowohl was das Emissionsvolumen als auch was die Art der Instrumente betraf. Im ersten Quartal ermutigten eine starke Nachfrage der Anleger sowie die größere Kosteneffizienz der FRN (im Vergleich zu festverzinslichen Anleihen, die mittels Swaps in variabel verzinsliche Mittel getauscht werden) die Schuldner, in noch nie dagewesenem Umfang Emissionen auf den Markt zu bringen. Vor allem Finanzinstitute mit hoher Bonität legten eine große Zahl von strukturierten FRN auf, wobei die Mittelströme durch den Einsatz von Derivaten individuell angepaßt wurden. Die meisten strukturierten Instrumente lauteten auf US-Dollar und boten den Anlegern höhere Kupons als Standard-FRN auf LIBOR-Basis, sofern bestimmte

Baisse-Stimmung
günstig für FRN ...

Art und Währungsstruktur internationaler Anleiheemissionen									
Art und Währung	Neuankündigungen				Nettoabsatz				Umlauf Ende 1994
	1991	1992	1993	1994	1991	1992	1993	1994	
	Mrd. US-Dollar								
Alle Emissionen	317,6	334,1	449,3	371,8	169,9	109,0	130,3	153,9	2 047,6
Festverzinsliche Emissionen	256,2	268,2	351,2	262,1	142,0	106,8	163,4	120,8	1 562,2
darunter: US-Dollar	75,0	86,9	105,1	66,2	27,8	37,2	51,6	27,0	465,8
Yen	39,1	39,6	46,3	60,9	20,7	3,6	10,4	36,6	294,3
D-Mark	12,2	28,7	49,6	23,5	4,9	16,6	25,8	9,4	166,7
Zinsvariable Notes	19,0	41,7	58,5	76,5	3,4	22,4	25,2	51,3	302,9
darunter: US-Dollar	4,4	24,2	35,3	38,7	-5,0	13,9	15,7	28,0	167,9
Yen	1,4	3,9	5,4	7,4	0,0	2,1	2,6	7,8	23,2
D-Mark	2,8	3,5	3,9	14,1	2,7	1,9	2,3	12,4	40,7
Eigenkapitalbezogene Emissionen*	42,4	24,2	39,6	33,2	24,4	-20,1	-58,2	-18,2	182,5
darunter: US-Dollar	24,9	12,9	19,5	14,8	15,0	-20,0	-56,5	-13,5	94,4
Yen	0,1	0,2	3,3	3,5	-0,2	0,2	2,7	2,9	7,6
D-Mark	4,7	2,1	2,3	0,7	3,7	1,5	- 2,1	- 4,0	14,6
Nachrichtlich: Im Rahmen von EMTN-Programmen angekündigte Anleihen	0,0	9,6	31,6	48,9	0,0	9,6	29,6	50,1	89,9

* Wandelanleihen und Anleihen mit Option zum Bezug von Aktien.

Quellen: Bank of England; ISMA; eigene Berechnungen.

Tabelle VIII.8

Zinsschwellen nicht erreicht wurden. Bei Instrumenten mit „Collar“ beispielsweise waren Mindest- und Höchstverzinsung festgelegt, während mit „Corridor“ ausgestattete Instrumente einen Zins abwarfen, sofern der LIBOR während eines vorgegebenen Zeitraums in einer bestimmten Spanne verblieb. Mit Swaps kombiniert, ermöglichten es solche Wertpapiere den Emittenten, ihre Finanzierungskosten beträchtlich zu verringern.

In den folgenden Quartalen waren die Marktbedingungen gedrückter, insbesondere im US-Dollar-Segment. Zunächst war dies auf ein vorübergehendes Überangebot zurückzuführen sowie darauf, daß die Schuldner mit Emissionen zögerten, da die kurzfristigen Zinssätze immer noch stiegen. Die Begebungen strukturierter Wertpapiere versiegten ebenfalls, nachdem bei umlaufenden Titeln massive Preiseinbrüche verzeichnet worden waren (aufgrund der steigenden kurzfristigen US-Zinssätze erreichten nämlich zahlreiche Emissionen ihre Zinsobergrenze oder fielen aus ihrem Zinskorridor heraus). In einigen anderen Währungssegmenten expandierte das Geschäft nach dem ersten Quartal jedoch. Beispielsweise traf eine starke Nachfrage deutscher Anleger nach Geldmarktinstrumenten auf ein Refinanzierungsangebot deutscher Banken, so daß sich die DM-Emissionen von 1993 auf 1994 nahezu vervierfachten.

Mehrere Staaten legten Emissionen in Rekordhöhe auf – darunter Italien eine Mehrwährungsemission in Höhe von \$ 4,1 Mrd. und Schweden eine EMTN-Emission in Höhe von \$ 3 Mrd., deren Verzinsung nur geringfügig über den Referenzsätzen lag. Diese aggressive Preisgestaltung war für die Anleger ein Anreiz, in höherverzinsliche Anleihen von Entwicklungsländern und forderungsunterlegte

... mit Ausnahme strukturierter Notes

Höheres Volumen von Emissionen von Entwicklungsländern und forderungsunterlegte Emissionen

Emissionen zu diversifizieren. Dadurch konnten Schuldner aus asiatischen Entwicklungsländern ihre Inanspruchnahme des FRN-Marktes auf \$ 3,3 Mrd. erhöhen. Obwohl die für diese Schuldner arrangierten Emissionen oft die gleichen rechtlichen Merkmale aufwiesen wie Eurobonds, bedeuteten eine längere Syndizierungszeit und eine Abstufung der Gebühren im Verhältnis zu den Übernahmeverpflichtungen, daß das Emissionsverfahren größere Ähnlichkeit mit den Verfahren für internationale Konsortialkredite aufwies. Am internationalen Markt für forderungsunterlegte Wertpapiere traten neue Emittenten auf, und es waren neue Arten von Sicherheiten wie z.B. Kreditkarten- und Handelsforderungen zu verzeichnen.

Eigenkapitalbezogene Anleihen. Auf die plötzliche Zunahme der eigenkapitalbezogenen Anleihen im ersten Quartal 1994 folgte ein stetiger Rückgang des Geschäfts. Die Zinsunsicherheit und die Volatilität der Aktienmärkte trübten das Anlageklima und erschwerten die Preisgestaltung bei Neuemissionen. Für das Jahr insgesamt ging der Bruttoabsatz um 16% (auf \$ 33,2 Mrd.) zurück. Gleichzeitig hatte ein kräftiger Anstieg der Bereitstellungen für Schuldner aus Entwicklungsländern zur Folge, daß nichtjapanische Emittenten vorherrschten. Die fehlende Dynamik an den japanischen Aktienmärkten und die Einführung neuer – für die Emittenten weniger günstiger – japanischer Rechnungslegungsvorschriften im April trugen ebenfalls wesentlich dazu bei, daß sich der Primärmarkt für Anleihen mit Option zum Bezug von Aktien abschwächte. Der Rückzug etlicher Marktmacher und institutioneller Anleger sowie das Verfallen eines großen Volumens umlaufender Optionsscheine sollen die Liquidität des Sekundärmarktes verringert haben. Der Markt für Optionsanleihen war in der Vergangenheit einer der beliebtesten Offshore-Finanzierungskanäle für japanische Schuldner gewesen. Da Unternehmen aus anderen asiatischen Ländern vermehrt Wandelanleihen emittierten, war das Geschäft mit diesen Instrumenten größer als das am Markt für Optionsanleihen (\$ 22,3 Mrd. bzw. \$ 10,8 Mrd.). Obwohl die Tilgungen gegenüber 1993 insgesamt um 46% zurückgingen, sank der Umlauf wegen des geringen Volumens der Neuemissionen weiter (von \$ 191,8 Mrd. auf \$ 182,5 Mrd.).

Schlechte Bedingungen für eigenkapitalbezogene Anleihen

Sektor und Sitzland der Emittenten internationaler Wertpapiere

Da die Mittelaufnahme von Industrieunternehmen weiterhin gedrückt blieb (außer in den USA, im Vereinigten Königreich und in Frankreich) – wobei japanische Schuldner sogar Nettotilgungen vornahmen – und sich die Mittelaufnahme von Stellen des öffentlichen Sektors verringerte, waren Banken und sonstige Finanzinstitute im vergangenen Jahr die aktivsten Kreditnehmer am internationalen Wertpapiermarkt (s. Grafik VIII.3). Ihr Emissionsvolumen stieg im Vergleich zu 1993 fast auf das Dreifache, so daß sie 55% des gesamten Nettoabsatzes von Euronotes und internationalen Anleihen in Höhe von \$ 294,1 Mrd. ausmachten. Zwei Drittel wurden von Schuldnern in Deutschland, den Niederlanden, dem Vereinigten Königreich und den USA aufgenommen. Ein erheblicher Betrag entfiel ferner auf Finanzgesellschaften auf den Kaimaninseln, die die von diesem Finanzplatz gebotenen Steuervorteile und Gelegenheiten für Privatplazierungen nutzten. Während die Mittelaufnahme von Finanzinstituten in den USA und im Vereinigten Königreich mit einer Erholung des inländischen Kreditgeschäfts im Zusammenhang stand, zeigte sich bei den kontinentaleuropäischen Instituten eine eindeutige Tendenz, die inländische Refinanzierung durch eine internationale Mittelaufnahme zu ersetzen.

Aktive Kreditaufnahme durch Finanzinstitute ...

Mittelaufnahme an den Wertpapiermärkten nach Sektor und Sitzland des Emittenten										
Sektor und Sitzland	Nettoabsatz ¹								Umlauf Ende 1994	
	Inland ²				International ³				Inland ²	International ³
	1991	1992	1993	1994	1991	1992	1993	1994		
Mrd. US-Dollar										
Mittelaufnahme insgesamt	1 351,3	1 417,1	1 590,4	1 463,3	204,8	149,4	202,5	294,1	21 974,7	2 453,7
Privater Sektor	450,9	431,7	447,5	321,0	126,1	67,0	69,3	184,1	7 998,6	1 573,8
USA	160,1	157,1	225,7	225,0	11,5	11,3	9,6	40,6	3 587,4	245,8
Japan	40,5	55,3	46,6	11,9	36,4	-5,3	-47,4	-25,8	1 497,8	243,8
Deutschland	95,0	72,0	73,2	35,1	3,7	6,4	12,8	33,6	861,1	66,2
Frankreich	49,2	62,5	2,2	-7,7	20,6	18,7	20,8	15,4	590,0	167,9
Italien	48,9	42,9	39,8	10,7	3,0	-1,5	-1,2	-2,2	324,9	12,1
Vereinigtes Königreich	-0,8	0,6	14,8	27,1	20,5	10,1	16,2	33,9	169,4	212,0
Schweden	15,0	11,5	8,7	-4,4	-0,2	5,0	9,6	3,9	142,6	26,0
Niederlande	4,5	6,1	7,7	17,8	10,0	10,5	25,3	28,2	96,0	178,6
Kanada	0,2	-1,6	3,8	3,5	-0,2	-1,6	0,1	-1,4	47,9	41,3
Australien	2,1	1,7	-3,2	1,7	0,4	-1,3	1,5	0,5	44,4	45,7
Sonstige	36,1	23,6	28,1	0,4	20,4	14,8	22,0	57,3	637,0	334,1
Öffentlicher Sektor	900,5	985,4	1 142,8	1 142,3	78,7	82,4	133,2	110,0	13 976,1	879,9

¹ Veränderung des Umlaufs zu konstanten Wechselkursen; Ausnahme: bei internationalen Anleihen Stromgrößen. ² Emissionen Gebietsansässiger und (bei Notes) Gebietsfremder in Landeswährung am Inlandsmarkt; nur OECD-Länder ohne Island und Türkei. ³ Emissionen von Gebietsansässigen an ausländischen Märkten und in Fremdwährung am Inlandsmarkt; Notes: ohne Emissionen in Landeswährung an ausländischen Märkten.

Quellen: Bank of England; Euroclear; ISMA; Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen. Tabelle VIII.9

Vor allem galt dies für deutsche Banken, die sowohl direkt als auch über ihre ausländischen Tochterinstitute (insbesondere jene in den Niederlanden) den Euro-Note-Markt und den Eurobondmarkt im vergangenen Jahr in großem Umfang beanspruchten, um ihre Refinanzierungsquellen sowohl im Hinblick auf die Währungen als auch bezüglich der Instrumente zu diversifizieren.

... aber Rückgang der Finanzierung des öffentlichen Sektors

Der Rückgang des Nettoabsatzes internationaler Wertpapiere des öffentlichen Sektors war ausschließlich einer deutlich geringeren Mittelnachfrage internationaler Institutionen zuzuschreiben (von \$ 33,7 Mrd. 1993 auf \$ 11 Mrd.). Dagegen nahm der öffentliche Sektor in Kanada und Schweden nach wie vor in großem Umfang Mittel auf, allerdings mit steigenden Risikoprämien. Je rund \$ 20 Mrd. entfielen auf diese beiden Länder, d.h. insgesamt 41% des Nettoabsatzes internationaler Wertpapiere von inländischen Stellen des öffentlichen Sektors. Gleichzeitig verlagerten die Schuldner in diesen beiden Ländern ihre Finanzierung tendenziell von internationalen Anleihen auf Euronotes, bei denen sie sich rascher an veränderte Anlegerpräferenzen anpassen konnten. Am ausgeprägtesten war diese Verschiebung bei den Stellen des öffentlichen Sektors in Schweden, die im vergangenen Jahr netto überhaupt keine Eurobonds mehr absetzten (1993: \$ 6,2 Mrd.), während ihr Nettoabsatz von Euronotes von \$ 14,1 Mrd. auf \$ 21,2 Mrd. stieg.

Keine Dämpfung des Geschäfts durch Mexiko-Krise

Im ersten Quartal 1995 führte die Verschärfung der Mexiko-Krise ab Februar zu einer gewissen Trübung des Marktklimas, einer Diversifizierung aus dem US-Dollar und einer Abkehr von Schuldner, deren Kreditrisiko als hoch eingeschätzt

wurde. Die Turbulenzen an den Devisen- und Anleihemärkten kurbelten überdies den Umsatz in Wertpapieren und Derivaten an. Anders als in früheren Zeiten der Wechselkursinstabilität und Zinsunsicherheit wandten sich die internationalen Anleger jedoch nicht in größerem Ausmaß von langfristigen Titeln ab. Der Nettoabsatz internationaler Wertpapiere blieb lebhaft; für das Quartal als Ganzes betrug er \$ 73,2 Mrd. und entsprach damit dem Quartalsdurchschnitt von 1994. Zwar erhöhte die Flucht in die Qualität die Nachfrage der Anleger nach Papieren in den traditionell starken europäischen Währungen, doch wurde die Aufteilung der Neuemissionen nach Währungen nicht in erster Linie von der grundlegenden Entwicklung der einzelnen Währungen bestimmt, sondern von anderen Einflußfaktoren. Insbesondere unterstützten günstige Swapgelegenheiten und die Nachfrage nach Eurowährungspapieren von privaten Anlegern im Ausgabeland der Emissionswährung das Geschäft in den Sektoren Euro-Lira und luxemburgischer Franc. Dagegen litt das Yen-Geschäft etwas unter einer Kombination von Währungsaufwertung und geringeren Käufen japanischer Anleger.

Strukturelle und aufsichtsrechtliche Entwicklungen

In mehreren Ländern wurden 1994 weitere Maßnahmen ergriffen, um die inländischen Anleihemärkte zu deregulieren und den Zugang der Gebietsansässigen zu Eurobond-Finanzierungen zu erleichtern. Die Maßnahmen, die die inländischen Märkte betrafen, zielten meist darauf ab, die Effizienz, die Liquidität sowie die Kosteneffizienz für die gebietsansässigen Emittenten zu verbessern und die Attraktivität der Märkte für ausländische Anleger zu erhöhen. In Italien wurde beispielsweise die Stempelsteuer im regulierten Handel mit Staatsanleihen aufgehoben. In Portugal wurde die Quellensteuer von 20%, die ausländische Inhaber von Staatsanleihen entrichten mußten, praktisch abgeschafft, und Gebietsfremde dürfen nun am Inlandsmarkt Emissionen auflegen, ohne daß sie eine behördliche Genehmigung einholen müssen. In der Schweiz wurde die Bewilligungspflicht für ausländische Emittenten im Februar 1995 aufgehoben, und in Japan wurden die Zulassungsstandards für unbesicherte in- und ausländische Unternehmensanleihen gelockert. Die Maßnahmen, die die eigentlichen Euromärkte betrafen, konzentrierten sich auf die Erleichterung des Zugangs für gebietsansässige Schuldner und Anleger und die Genehmigung der Verwendung der Landeswährung für Offshore-Emissionen. Die meisten Neuregelungen waren in Japan zu verzeichnen, u.a. die Abschaffung der 90tägigen Wartefrist für den Erwerb von Euro-Yen-Anleihen fremder Staaten und internationaler Organisationen durch inländische Anleger, die Lockerung der Zulassungskriterien für bestimmte Kategorien von Anleihen, die von gebietsansässigen Unternehmen an ausländischen Märkten begeben werden, und die Liberalisierung der Emission internationaler forderungsunterlegter Wertpapiere. Diese Maßnahmen werden sich auf den internationalen Anleihemarkt unterschiedlich auswirken. Einerseits werden die liberaleren Bedingungen der Emissionstätigkeit von Inländern und Ausländern an den Inlandsmärkten Auftrieb geben, wodurch sich möglicherweise der Absatz von Eurobonds verringern wird. Andererseits wird die Aufhebung von Beschränkungen bezüglich der Eurobonds das Geschäft fördern, wie dies am Euro-Yen-Markt schon geschehen ist.

Das Jahr war überdies geprägt von den anhaltenden Bestrebungen nationaler Behörden, die Vorschriften über Euromarktemissionen zu präzisieren oder zu

Weitere
Deregulierung der
Inlands- und
Eurobondmärkte

Präzisierung
der Vorschriften
für Euromarkt-
emissionen

bekräftigen. Das Ziel bestand im allgemeinen darin, die Transparenz des Offshore-Geschäfts, an dem Gebietsansässige und/oder die nationale Währung beteiligt sind, zu verbessern. Die Beweggründe für diese Maßnahmen waren unterschiedlich; angestrebt wurde z.B., die Konsortialführung bei Offshore-Emissionen im Inland zu verankern, die steuerliche Unsicherheit bezüglich des Titelerwerbs von Gebietsansässigen zu vermindern, eine klarere institutionelle Trennung zwischen Inlands- und Offshore-Geschäft zu erreichen und einheitliche Wettbewerbsbedingungen für Inlands- und Euromärkte zu schaffen. Beispielsweise präzisierten Frankreich und Belgien die Vorschriften, mit denen der multinationale Charakter der Emissionskonsortien und die tatsächliche Auslandsplatzierung von Euroemissionen gewährleistet werden sollen.

Der Markt für derivative Instrumente

Derivatgeschäft
durch Volatilität
gefördert

Die Volatilität an den Finanzmärkten bildete 1994 einen starken Anreiz, Geschäfte an den organisierten Märkten für derivative Instrumente zu tätigen. Die zahlenmäßige Zunahme der gehandelten Finanzkontrakte entfiel hauptsächlich auf die Zins- und Aktienindexinstrumente, während das Geschäft mit Währungsinstrumenten meist gedrückt blieb. Stimuliert wurde das Geschäft nach wie vor durch die Globalisierung der Anlageströme, die Eröffnung neuer Börsen, die Einführung neuer Produkte und eine Erweiterung des Benutzerkreises. Die Börsen führten zusätzliche Kontrakte ein, um mit außerbörslichen Instrumenten zu konkurrieren; gleichzeitig boten sie neue Dienstleistungen für außerbörsliche Produkte an und schufen weitere bilaterale Handelsverbindungen. An den außerbörslichen Märkten sollen sich mehrere in die Schlagzeilen geratene Verluste und die damit verbundenen Rechtsstreitigkeiten im zweiten Halbjahr dämpfend auf das Geschäft ausgewirkt haben, nachdem im ersten Halbjahr ein rasches Wachstum verzeichnet

Märkte für ausgewählte derivative Finanzinstrumente						
Instrument	Ausstehender Nominalbetrag					
	1989	1990	1991	1992	1993	1994
	Mrd. US-Dollar					
Börsengehandelte Instrumente	1 766,6	2 290,2	3 518,8	4 632,5	7 760,8	8 837,8
Zinsfutures	1 200,8	1 454,5	2 156,7	2 913,0	4 942,6	5 757,4
Zinsoptionen ¹	387,9	599,5	1 072,6	1 385,4	2 362,4	2 622,8
Währungsfutures	15,9	16,9	17,9	24,9	32,2	33,0
Währungsoptionen ¹	50,2	56,5	62,8	70,9	75,4	54,5
Aktienindexfutures	41,3	69,1	76,0	79,7	109,9	127,7
Aktienindexoptionen ¹	70,6	93,7	132,8	158,6	238,3	242,4
Außerbörsliche Instrumente ²	..	3 450,3	4 449,4	5 345,7	8 474,6	..
Zinsswaps	1 502,6	2 311,5	3 065,1	3 850,8	6 177,3	..
Währungsswaps ³	449,1	577,5	807,2	860,4	899,6	..
Sonstige swapbezogene Derivate ⁴	..	561,3	577,2	634,5	1 397,6	..

¹ Calls und Puts. ² Nur von der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) erhobene Daten; Kontrakte zwischen ISDA-Mitgliedern nur einmal gezählt. ³ Bereinigt um Meldungen beider Seiten; einschl. Zins-/Währungsswaps. ⁴ Caps, Collars, Floors, Swaptions.

Quellen: Futures Industry Association; verschiedene Futures- und Optionsbörsen; ISDA; eigene Berechnungen. Tabelle VIII.10

worden war. Diese Verluste sowie der Zusammenbruch von Baring Brothers Anfang 1995 heizten erneut die im öffentlichen und im privaten Sektor geführte Debatte über die Risiken der Derivatmärkte an. Der Standpunkt der verantwortlichen Behörden bleibt aber, daß die bestehenden Regulierungen, ergänzt durch weitere Bemühungen um eine Verbesserung der internen Kontrollen, der Transparenz nach außen und des Funktionierens der Märkte, ausreichen dürften, um das Systemrisiko in Grenzen zu halten.

Börsengehandelte Instrumente

Die Zahl der an organisierten Börsen gehandelten Finanzterminkontrakte und Optionen erhöhte sich 1994 um 45%. Der Anstieg erfolgte größtenteils im ersten Halbjahr; er wurde durch die zunehmende Volatilität der Anleihe- und Aktienmärkte ausgelöst, nachdem die Federal Reserve Anfang Februar die kurzfristigen US-Zinssätze angehoben hatte. Zwar ist es möglich, daß die Hebelwirkung der

Starker Anstieg
des Handels an den
Börsen ...

An organisierten Börsen gehandelte derivative Finanzinstrumente						
Instrument	Gehandelte Kontrakte					Nominal- betrag Ende 1994
	1990	1991	1992	1993	1994	
	Anzahl in Mio.					Mrd. US-Dollar
Zinsfutures	219,1	230,9	330,1	427,0	627,7	5 757,4
Auf kurzfristige Anlagen	76,0	87,3	144,9	180,0	281,3	5 401,8
<i>darunter: Dreimonats-Eurodollarsätze¹</i>	39,4	41,7	66,9	70,2	113,6	2 468,6
<i>Dreimonats-Euro-Yen-Sätze²</i>	15,2	16,2	17,4	26,9	44,2	1 467,4
<i>Dreimonats-Euro-DM-Sätze³</i>	3,1	4,8	12,2	21,4	29,5	425,7
Auf langfristige Anlagen	143,1	143,6	185,2	247,1	346,4	355,6
<i>darunter: Japanische Staatsanleihen⁴</i>	16,4	12,9	12,1	15,6	14,1	164,3
<i>Deutsche Staatsanleihen⁵</i>	9,6	12,4	18,9	27,7	51,5	41,7
<i>US-Staatsanleihen⁶</i>	78,2	69,9	71,7	80,7	101,5	36,1
<i>Französische Staatsanleihen⁷</i>	16,0	21,1	31,1	36,8	50,2	12,7
Zinsoptionen ⁸	52,0	50,8	64,8	82,9	114,5	2 622,8
Währungsfutures	29,7	30,0	31,3	39,0	69,7	33,0
Währungsoptionen ⁸	18,9	22,9	23,4	23,8	21,3	54,5
Aktienindexfutures	39,4	54,6	52,0	71,2	109,0	127,7
Aktienindexoptionen ⁸	119,1	121,4	133,9	144,1	197,9	242,4
Insgesamt	478,3	510,5	635,6	788,0	1 140,2	8 837,8
<i>darunter: In den USA</i>	310,9	301,5	340,1	380,3	509,5	4 754,9
<i>In Europa</i>	83,0	110,5	185,0	263,5	398,5	1 832,0
<i>In Japan</i>	60,6	66,2	51,7	57,8	70,5	1 498,2

¹ Gehandelt am Chicago Mercantile Exchange – International Monetary Market (CME-IMM), an der Singapore Mercantile Exchange (SIMEX), der London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE), der Tokyo International Financial Futures Exchange (TIFFE) und der Mid-America Commodity Exchange (MIDAM). ² Gehandelt an der TIFFE und der SIMEX. ³ Gehandelt am Marché à Terme International de France (MATIF), an der LIFFE, dem CME-IMM und der SIMEX. ⁴ Gehandelt an der Tokyo Stock Exchange (TSE), der LIFFE, dem Chicago Board of Trade (CBOT) und der SIMEX. ⁵ Gehandelt an der LIFFE und der Deutschen Terminbörse (DTB). ⁶ Gehandelt am CBOT, an der MIDAM, der LIFFE, der New York Futures Exchange (NYFE) und der TSE. ⁷ Gehandelt am MATIF. ⁸ Calls und Puts.

Quellen: Futures Industry Association; verschiedene Futures- und Optionsbörsen; eigene Berechnungen. Tabelle VIII.11

... insbesondere bei Zins- und Aktienindexinstrumenten ...

... nicht aber bei Währungsinstrumenten

Entwicklung neuer Märkte ...

... und Einführung neuer Produkte

Beschleunigung des Geschäfts auf den Swapmärkten ...

... aber offenbar größere Vorsicht

Derivate die Volatilität der Märkte zeitweise noch verstärkt hat, doch trugen die börsengehandelten Derivate offenbar auch dazu bei, den Märkten zusätzliche Liquidität zu verschaffen. Obwohl das Geschäft im zweiten Halbjahr zurückging, als sich die Märkte beruhigten, war der Umsatz dennoch um 29% höher als im gleichen Zeitraum 1993. Ein besonders rasches Wachstum verzeichneten die kurzfristigen Zinsinstrumente; beispielsweise verdrängte der an der Chicago Mercantile Exchange (CME) gehandelte Eurodollarkontrakt den Kontrakt des Chicago Board of Trade (CBOT) auf US-Schatzanleihen als meistgehandelten Finanzkontrakt der Welt. Auch der Handel mit Aktienindexfutures expandierte kräftig, was der zunehmenden Verwendung dieses Instruments in inländischen und internationalen Portfoliostrategien zuzuschreiben ist. Die relative Stabilität der Devisenmärkte im Jahr 1994 ließ das Volumen der börsengehandelten Währungsfutures und -optionen insgesamt zurückgehen; eine Ausnahme bildete das markante Wachstum der auf geringe Beträge lautenden Kontrakte auf die brasilianische Währung.

Der gesamte Handel an den etablierten wie an den rasch expandierenden neuen Börsen in Europa, Asien und Lateinamerika übertraf in zunehmendem Maße den Handel in den USA; 1994 wurden an diesen Börsen 630,7 Mio. Kontrakte gehandelt, verglichen mit 509,5 Mio. Kontrakten in den USA. Obwohl sich die meisten europäischen Börsen gut entwickelten, konnte die London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE) dank ihres breiten Angebots an inländischen und internationalen Kontrakten ihre führende Position in Europa halten und gegenüber den wichtigsten US-Börsen aufholen. Weltweit hielt die Innovation an; es wurden neue Kontrakte auf kurz- und langfristige Zinssätze, auf Aktien und auf Währungen eingeführt. Die Verwendung von „Flex“-Optionen, die einige der Vorteile maßgeschneiderter außerbörslicher Optionen mit der finanziellen Sicherheit und der Preistransparenz börsengehandelter Produkte kombinieren, wurde auf die Anleihe- und Devisenmärkte ausgedehnt. Flex-Optionen auf Aktien wurden 1993 mit Erfolg in den USA eingeführt, und auch in anderen Ländern wurden ähnliche Kontrakte auf den Markt gebracht oder in Erwägung gezogen. Darüber hinaus befinden sich Futures und Optionen auf das Renditegefälle zwischen verschiedenen Basisschuldinstrumenten in der Entwicklung.

Außerbörsliche Märkte

Swaps und swapbezogenes Geschäft. Im ersten Halbjahr 1994, der letzten Periode, für die Zahlen zu neuen Kontrakten von der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) verfügbar sind, expandierte das Swapgeschäft kräftig. Die neuen Kontrakte erhöhten sich im Vergleich zum zweiten Halbjahr 1993 um 46% auf den Rekordbetrag von \$ 3 363,9 Mrd. Davon entfielen \$ 3 182,9 Mrd. auf Zinsswaps. Obwohl das mit Kapitalmarktemissionen verbundene Geschäft wegen der Turbulenzen an den Finanzmärkten im ersten Halbjahr 1994 zurückging, nahmen die Transaktionen durch die Umstrukturierung bestehender Engagements zu (was bei außerbörslichen Instrumenten in der Regel mit dem Abschluß neuer Kontrakte verbunden ist), nachdem die Marktteilnehmer ihre Zinserwartungen revidiert hatten. Im zweiten Halbjahr wurde jedoch berichtet, daß große Verluste, die einige Endverwender komplexer Swaps und anderer Derivate erlitten, die Nachfrage nach solchen Produkten dämpften.

Märkte für ausgewählte außerbörslich gehandelte derivative Instrumente ¹						
Instrument	Neu abgeschlossene Kontrakte					Aus- stehende Beträge Ende 1993
	1990	1991	1992	1993	1994 1. Hj.	
	Nominalbetrag in Mrd. US-Dollar					
Alle Instrumente	1 769,3	2 332,9	3 717,0	5 517,0	4 214,1	8 474,6
Zinsswaps	1 264,3	1 621,8	2 822,6	4 104,8	3 182,9	6 177,3
Währungsswaps ²	212,8	328,4	301,9	295,2	181,0	899,6
Andere swapbezogene Derivate ³	292,3	382,7	592,4	1 117,0	850,2	1 397,6

¹ Nur von der ISDA erhobene Daten; Kontrakte zwischen ISDA-Mitgliedern nur einmal gezählt; ohne Instrumente wie Zinsterminkontrakte (FRA), Währungsoptionen, Forward-Devisenkontrakte sowie aktien- und rohstoffbezogene Derivate. ² Bereinigt um Meldungen beider Seiten; einschl. Zins-/Währungsswaps. ³ Caps, Collars, Floors, Swaptions.

Quelle: ISDA. Tabelle VIII.12

Im Sektor der Zinsswaps bewirkte eine erhebliche Zunahme von Swaps in D-Mark, französischen Francs und Pfund Sterling im ersten Halbjahr 1994 einen weiteren Rückgang des Anteils des US-Dollars auf 34%, verglichen mit 76% im ersten Halbjahr 1987 (als die ISDA zum ersten Mal Daten veröffentlichte). Darüber hinaus erhöhte sich der Anteil der Transaktionen unter Händlern weiter auf 51%, verglichen mit einem Anteil von 32% im Jahr 1987. Darin zeigt sich der rege Gebrauch von Swaps unter Finanzinstituten beim Handel mit kurzfristigen Zinsrisikoengagements. Die Krise an den Finanzmärkten hatte jedoch keinen nennenswerten Einfluß auf die durchschnittliche Laufzeit der Transaktionen. Der kleine Sektor der Währungsswaps, der seit dem zweiten Halbjahr 1991 stagniert hatte bzw. rückläufig gewesen war, erholte sich dank einer kräftigen Zunahme der Kontrakte mit einem US-Dollar- und einem Yen-Teil. Währungsswaps sind mit einem Austausch von Kapitalbeträgen verbunden und bergen daher größere und volatilere Risiken als Zinsswaps. Dies dürfte die Erklärung dafür sein, daß das Geschäft mit diesen Instrumenten vor allem mit Wertpapierbegebungen verknüpft ist und nicht mit einem kurzfristigen Aktiva- und Passivmanagement. Das Geschäft mit den swapbezogenen Instrumenten wie Caps, Floors, Collars und Swaptions wuchs weiterhin rasch (um 40% gegenüber dem vorangegangenen Sechsmonatszeitraum), belebt durch die Umkehr der Zinsaussichten.

Unterschiedliche
Ergebnisse je nach
Sektor

Die von der ISDA erhobenen Daten bilden nur einen Teilindikator für das Geschäft an den außerbörslichen Märkten. Dieses Geschäft ist viel umfassender; dazu gehören vielfältige Forward-Instrumente und optionsähnliche Instrumente auf Währungen, festverzinsliche Wertpapiere und Aktien sowie eine breite Palette von produktübergreifenden Swaps und strukturierten Wertpapieren. Um das Datenmaterial über Umfang, Struktur und Verteilung der Risiken an den Derivatmärkten zu verbessern, führten die Zentralbanken und sonstigen Währungsbehörden von 26 Ländern im März und April dieses Jahres in Verbindung mit der alle drei Jahre stattfindenden Umfrage der Zentralbanken zum Devisenmarktgeschäft eine Erhebung über das Derivatgeschäft in den einzelnen Ländern durch. Mit der Veröffentlichung der Ergebnisse für die verschiedenen Länder wird für den Herbst dieses Jahres gerechnet, die Gesamtergebnisse dürften einige Zeit später zur Verfügung stehen.

Erhebung zum
Derivatgeschäft

Einführung vieler
neuer Options-
scheine ...

Andere außerbörsliche Instrumente. Das Geschäft mit Optionsscheinen blieb dynamisch und innovativ. Die Zahl der öffentlichen Begebungen neuer Optionsscheine auf Aktien, Währungen, Zinsinstrumente und Rohstoffe stieg laut Marktquellen von 1993 auf 1994 um 40%, mit fast 4 500 Neuemissionen im Nennwert von insgesamt rund \$ 75 Mrd. Optionsscheine auf Rohstoffe und auf die Aktienmärkte von Entwicklungsländern erwiesen sich als besonders beliebt. Im Verlauf des Jahres veränderte sich jedoch die Zusammensetzung der Emissionen, und es wurde mehr Gewicht auf einfachere Strukturen gelegt. Optionsschein-Emissionen haben in der Regel eine längere Laufzeit als die regulären außerbörslichen Optionen und werden von privaten und institutionellen Anlegern erworben, die ein auf sie zugeschnittenes Engagement an bestimmten Märkten oder in hochliquiden Aktiva eingehen wollen, für die keine gut entwickelten Derivatmärkte bestehen.

... sowie anderer
außerbörslicher
Instrumente

Wie die organisierten Börsen entwickelten auch die Marktteilnehmer der außerbörslichen Märkte wieder neue Instrumente und brachten sie auf den Markt. Zu nennen wäre das zunehmende Interesse an außerbörslichen Forward-Kontrakten, Optionsscheinen und strukturierten Notes, die mit Grundmetallen verknüpft sind. Die Derivativspezialisten vertrieben solche Produkte aktiv an institutionelle Anleger zur Verbesserung der Risiko-/Ertragsmerkmale von Finanzportefeuilles. Mehrere von Händlern entwickelte Rohstoffindizes wurden in vielfältige neue außerbörsliche Derivatgeschäfte einbezogen. Viele Händler versuchten auch, Kreditderivate auf den Markt zu bringen; diese ermöglichen die Abtrennung der Kreditmerkmale von Schuldinstrumenten und ihre Übertragung an Dritte zu einem bestimmten Preis. Eine Reihe von Marktteilnehmern führte ferner Instrumente ein, die große Ähnlichkeit mit den an den Derivatbörsen angebotenen Produkten aufweisen. Zum Beispiel wurden am britischen Markt „contracts for difference“ angeboten, d.h. Kontrakte, bei denen Zahlungsströme ausgetauscht werden, die auf der Wertentwicklung zugrundeliegender Aktienpositionen beruhen; diese Kontrakte können zur Umgehung aufsichtsrechtlicher Beschränkungen für Short-Verkäufe von Aktien dienen. In den USA kamen neue Kontrakte auf die Differenz zwischen der Verzinsung von US-Schatzpapieren und den Eurodollarsätzen auf den Markt.

Entwicklung der Marktstrukturen

Konvergenz
zwischen Börsen
und außerbörs-
lichen Märkten ...

Erneut war festzustellen, daß sich die Usancen an den Derivatmärkten einander annäherten, da die Börsen und die außerbörslichen Märkte wünschenswerte Merkmale voneinander übernahmen. Des weiteren bildeten Derivatbörsen neue Handelsallianzen. Die Börsen suchten ihre Wettbewerbsposition gegenüber den außerbörslichen Märkten zu verbessern oder an deren Expansion durch das Anbieten flexiblerer Produkte und Dienstleistungen teilzuhaben. Gleichzeitig wurden an den außerbörslichen Märkten vermehrt finanzielle Sicherheitsvorkehrungen eingeführt, die bei börsengehandelten Kontrakten zum Standard gehören. Die Handelsverbindungen zwischen den Börsen nahmen weiter zu, aber offenbar wurden vermehrt bilaterale Vereinbarungen zentralisierten globalen Einrichtungen vorgezogen.

Die zunehmende Annäherung zwischen börslichem und außerbörslichem Handel zeigt sich u.a. daran, daß die Börsen ein breites Spektrum zentral abgerechneter Währungsinstrumente einführten, die mit den außerbörslichen Produkten oder den Interbank-Devisenprodukten konkurrieren sollen, indem sie den

Benutzern eine große Auswahl an Währungspaaren, Kontraktbeträgen, Ausübungspreisen und Abrechnungsdaten bieten. Neben den schon beschriebenen Flex-Optionen gehören dazu Forward-Kontrakte und Kontrakte mit auf Dollar lautender Lieferung, bei denen der Austausch der Bruttowährungsbeträge durch eine Nettoabwicklung ersetzt wird. Ferner versuchten die Börsen, sich die Besorgnis über das Risiko des Ausfalls der Gegenpartei zunutze zu machen, indem sie Besicherungs- und Einschubfordernisse für außerbörsliche Produkte einführten. Zum Beispiel kündigte eine US-Börse ein zentralisiertes System für die Hinterlegung von Sicherheiten für Zinsswaps an, das eine tägliche Neubewertung der Abschlüsse („marking to market“) und die Verwaltung der Sicherheiten anbietet; damit wird kleineren oder bonitätsmäßig niedriger eingestuften Geschäftspartnern der Marktzugang erleichtert. Mehrere andere Börsen sind dabei, ähnliche Einrichtungen zu entwickeln.

An den außerbörslichen Märkten führten die Bestrebungen der Banken, den Eigenkapitalbedarf und die Kreditrisiken so niedrig wie möglich zu halten, dazu, daß in den Kontrakten immer häufiger finanzielle Sicherheitsmerkmale verwendet werden, die jenen an den Börsen sehr ähneln. Hierunter fallen z.B. das produktübergreifende bilaterale Netting sowie Besicherungsvorkehrungen und die Möglichkeit der periodischen Abrechnung von längerfristigen Kontrakten. Weitere Fortschritte wurden ferner bei der Standardisierung der rechtlichen Dokumentation für Swaps und andere derivative Instrumente erzielt, insbesondere für Rohstoffgeschäfte und Transaktionen an aufstrebenden Märkten. Mehrere Anbieter von Finanzinformationen und -dienstleistungen entwickelten die außerbörslichen Kassa- und Derivativhandelssysteme weiter, wodurch die Verbreitung von Preisinformationen sowie die Liquidität der klassischen Basissegmente der außerbörslichen Märkte verbessert werden dürften.

Aber obwohl sich die Marktpraktiken für außerbörsliche und börsengehandelte Derivate offensichtlich einander angleichen, haben beide Märkte nach wie vor ihre jeweils eigenen Aufgaben und Merkmale. Eine wesentliche Aufgabe der Märkte für börsengehandelte Derivate ist das Angebot von Liquidität. Dies wird erreicht durch ein erhebliches Handelsvolumen in standardisierten Kontrakten, Preistransparenz und die Zwischenschaltung eines Clearinghauses als zentrale Gegenpartei. Die außerbörslichen Märkte dagegen bieten den Benutzern Kontrakte an, deren Konditionen genau auf die individuellen Bedürfnisse abgestimmt werden können. Immer mehr wird erkannt, daß diese Eigenschaften – Liquidität bzw. maßgeschneidertes Angebot – einander ergänzen und daß die Expansion des einen Marktes jene des anderen unterstützt. Die Hindernisse für eine Integration der Märkte für börsengehandelte und für außerbörsliche Derivate dürften jedoch kaum verschwinden. Bemühungen, die Kontraktspezifikationen an den Börsen zu individualisieren, bergen in sich immer die Gefahr einer Fragmentierung der Liquidität, während eine übermäßige Standardisierung an den außerbörslichen Märkten die Fähigkeit der Händler beeinträchtigen könnte, den Bedürfnissen der Kunden entgegenzukommen, und ihre Gewinnmargen verringern würde.

Bei den Märkten für börsengehandelte Derivate bildeten europäische Börsen mit einander ergänzenden Produkten und Kundenkreisen weitere Handelsallianzen. Gleichzeitig veranlaßten der Wettbewerbsdruck und die wachsende Nachfrage nach über Zeitzonen hinweg gehandelten Kassainstrumenten und Derivaten

... und ihre Grenzen

Verbindungen zwischen Börsen

Börsen in unterschiedlichen Regionen, Handelsverbindungen zu schaffen und sich weiter in Richtung eines 24-Stunden-Handels zu entwickeln. Mehrere Vereinbarungen zwischen europäischen und asiatischen Börsen wurden angekündigt, um das Wachstum des Kassa- und Terminhandels mit europäischen Währungen in Asien und die Entwicklung von Märkten für Yen-Produkte in Europa auszunutzen. Verknüpfungen zwischen Nordamerika einerseits und Europa sowie Asien andererseits wurden ebenfalls erörtert. Solche Verknüpfungen könnten in Zeiten angespannter Märkte den Druck mildern und sich somit positiv auf das Funktionieren des weltweiten Marktes auswirken. Eine größere Einheitlichkeit der Usancen und eine bessere Zusammenarbeit zwischen den Börsen dürften das Systemrisiko ebenfalls vermindern.

Bilaterale Vereinbarungen werden zentralisierten Verbindungen vorgezogen

Die Frage, ob ein Derivativhandel rund um die Uhr besser mit bilateralen Handelsverbindungen zwischen Börsen oder mit einem globalen System zu verwirklichen ist, war nach wie vor Gegenstand lebhafter Debatten. Die große Zahl der in den letzten Jahren geschaffenen bilateralen Verknüpfungen dürfte jedoch die Frage zu deren Gunsten entschieden haben. Beispielsweise lehnten es sowohl CBOT als auch LIFFE ab, sich einer neuen Version des Globex-Systems anzuschließen, und zogen statt dessen die größere Flexibilität vor, die ihnen ihre vor kurzem eingeführten eigenen Systeme für den nachbörslichen Handel und die Schaffung unabhängiger Handelsverbindungen mit anderen Börsen bieten.

Derivate und die Frage der Aufsicht

Große Verluste im Derivativgeschäft ...

Wie schon zu Beginn dieses Kapitels erwähnt, könnten sich die Ereignisse der letzten zwölf Monate als ein Wendepunkt für die Derivativmärkte erweisen. Der Umschwung des Zinsklimas im ersten Halbjahr 1994 kam für zahlreiche Marktteilnehmer überraschend und führte zu beträchtlichen Verlusten sowohl bei Endverwendern als auch bei Händlern. Gleichzeitig veranlaßten negative Schlagzeilen sowie geringere Margen und eine erhöhte Volatilität der Erträge etliche große Händler, weniger Ressourcen für diese Aktivitäten einzusetzen. Wie schon früher, ließen sich die mit Derivaten erlittenen Verluste auf unzulängliche interne Kontrollen, einen unangemessenen oder falschen Gebrauch oder ein übermäßiges Eingehen von Risiken zurückführen. Sie illustrierten damit einmal mehr die in Zentralbank-, Aufsichts- und Marktkreisen geäußerte Besorgnis über die Gefahren in diesen Bereichen. Alles in allem überstanden die Finanzmärkte jedoch die Ereignisse einigermaßen gut. Ob dies bedeutet, daß frühere Sorgen über weiter verbreitete Risiken übertrieben waren oder daß die Marktteilnehmer auf die geäußerten Besorgnisse angemessen reagiert haben, ist nicht leicht zu beurteilen. Für das Finanzgewerbe und die Aufsichtsbehörden ist in einem sonst eher düsteren Jahr ein positiver Aspekt, daß diese Ereignisse das Risikobewußtsein deutlich geschärft und die Aufmerksamkeit auf die internen Kontrollen gelenkt haben. Mit der Zeit dürfte dies zu einem besseren Funktionieren der Märkte führen, und die Aussichten dürften steigen, daß nicht nur die Risiken der Derivativmärkte gesehen werden, sondern vermehrt auch ihre Vorzüge. Zwar wurde infolge der Verluste mancherorts der Ruf nach aufsichtsrechtlichen Maßnahmen zur Beschränkung des Derivativgeschäfts lauter, doch verfolgten die Maßnahmen der Aufsichtsinstanzen eher das Ziel, die möglichen Risiken im Rahmen zu halten, aber gleichzeitig die Vorteile dieser Märkte zu wahren. Die wichtigsten Bemühungen waren darauf gerichtet, die

... weisen auf unzulängliche interne Kontrollen hin ...

... helfen aber, Risikobewußtsein zu schärfen

Schutzmechanismen auf Institutsebene zu verstärken, die Funktionsweise und Disziplin der Märkte durch eine erhöhte Transparenz zu verbessern und die Marktinfrastruktur auszubauen. Die Marktteilnehmer und ihre Verbände haben zu diesen Bestrebungen einen erheblichen Beitrag geleistet.

Der Zusammenbruch von Baring Brothers zeigte in aller Deutlichkeit, daß solide Verfahren für das Risikomanagement der erste Schutzwall für die Begrenzung von Verlusten sein müssen. Um frühere Bestrebungen der Marktteilnehmer um eine Anhebung der Standards in diesem Bereich zu verstärken, gaben nationale und internationale Banken- und Wertpapieraufsichtsbehörden im vergangenen Jahr zusätzliche Richtlinien für das Risikomanagement heraus. Obwohl die Androhung von Sanktionen der Aufsichtsbehörde die Einhaltung dieser Richtlinien fördern könnte, kann das Aufsichtsverfahren kein Ersatz für die Verantwortung sein, die eigentlich bei der Geschäftsleitung liegt, nämlich sicherzustellen, daß bestmögliche Verfahrensweisen eingeführt und ständig angewandt werden. Jüngste Erhebungen zur Praxis des Risikomanagements ergaben, daß zwar Fortschritte erzielt worden sind, zahlreiche Marktteilnehmer jedoch die im Bericht der Group of Thirty von 1993 aufgestellten Grundsätze erst noch umsetzen müssen. Eine bessere Offenlegungspraxis der Risikomanagementverfahren und -ergebnisse könnte die Fortschritte noch beschleunigen (s. weiter unten).

Sollte das Risikomanagement versagen, kann die Gefahr begrenzt werden, daß andere Marktteilnehmer ebenfalls in Mitleidenschaft gezogen werden, wenn ausreichend Eigenmittel vorhanden sind, um Verluste zu absorbieren. Das Kreditrisiko der Banken im Derivatgeschäft unterliegt seit 1988 den Eigenkapitalanforderungen gemäß der Basler Eigenkapitalvereinbarung. Der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht erkannte im vergangenen Jahr das bilaterale Netting von Kreditengagements (sofern rechtlich durchsetzbar) für die Zwecke der Eigenkapitalberechnung an, und in diesem Jahr verfeinerte er die Methodik zur Bewertung des potentiellen Kreditrisikos in Derivattransaktionen. Um die Gefahr einer Kettenreaktion, die die Zahlungsunfähigkeit einer Bank auslösen kann, weiter zu reduzieren, arbeitet der Basler Ausschuß außerdem an einer Erweiterung der Eigenkapitalvereinbarung auf das Marktrisiko. Nach Auswertung der Stellungnahmen von Marktteilnehmern zu den im April 1993 herausgegebenen Vorschlägen veröffentlichte der Basler Ausschuß im April 1995 eine Reihe überarbeiteter Vorschläge. Danach soll es Banken, die die entsprechenden Voraussetzungen mitbringen, gestattet werden, ihre internen Risikomanagementsysteme als Grundlage für die Berechnung der Eigenkapitalunterlegung des Marktrisikos zu verwenden, wobei jedoch strenge Kriterien und Bedingungen zu erfüllen sind, die von den Aufsichtsbehörden festgelegt werden. Voraussichtlich wird diese Änderung der Eigenkapitalvereinbarung von 1988 nach angemessener Konsultierung des internationalen Bankgewerbes Ende 1997 in den Ländern der Zehnergruppe in Kraft treten.

Auch den internationalen Wertpapieraufsichtsbehörden war es ein Anliegen, Eigenkapitalkriterien für Derivate und andere Handelsaktivitäten zu entwickeln und zu verfeinern, aber die unterschiedlichen Interessen und Traditionen erschwerten den Abschluß einer allgemeingültigen Vereinbarung. Im März dieses Jahres schloß eine Gruppe bedeutender US-Wertpapierhäuser eine Rahmenvereinbarung über eine freiwillige Beobachtung und Überwachung des Handels mit außerbörslichen

Neue Aufsichtsrichtlinien ...

... sowie neue Vorschläge zur Unterlegung des Marktrisikos der Banken ...

Derivaten ab; darin enthalten ist auch eine Methodik für die Bewertung der Risiken im Verhältnis zum Eigenkapital. Der Schwerpunkt dieser Rahmenvereinbarung liegt zwar bei der freiwilligen Überwachung, doch bestehen gewisse Überlappungen mit den vom Basler Ausschuss vorgeschlagenen Verfahren zur Bewertung des Marktrisikoenagements bei Banken. Dadurch verstärken sich die Chancen einer zukünftigen Angleichung der internationalen Banken- und Wertpapierregulierungen in diesem Bereich. Große Wertpapierhäuser in Europa werden ab 1996 die Kapitaladäquanz-Richtlinie der Europäischen Union einhalten müssen.

... zur Erhöhung
der Transparenz ...

Ein zweiter Interessenschwerpunkt der Aufsichtsbehörden betraf die Verbesserung der Marktdisziplin und -funktionsweise durch vermehrte Transparenz. In den Bestrebungen, die Transparenz der Derivatmärkte zu verstärken, kommt die Meinung zum Ausdruck, daß Finanzmärkte dann am besten funktionieren dürften, wenn die Teilnehmer imstande sind, wohlinformierte Anlage- und Handelsentscheidungen zu treffen. Die Ereignisse des vergangenen Jahres zeigten, daß eine asymmetrische Informationsverteilung Marktreaktionen auslösen kann, die das Risiko umfassenderer Störungen verstärken, sei es wegen einer begrenzten Kenntnis des Ursprungs von Preisbewegungen, sei es infolge eines raschen, aber ungeRechtfertigten Rückzugs aus Geschäften mit Gegenparteien, deren Zahlungsfähigkeit in Frage gestellt wird. Eine größere Transparenz an den Derivatmärkten im allgemeinen und aussagekräftigere Informationen über die eingegangenen Risikoengagements im besonderen könnten nicht nur die Gefahr solcher Überreaktionen verringern, sondern auch verhindern, daß übermäßige Risikoengagements überhaupt eingegangen werden.

... und zur
verstärkten
Offenlegung ...

Es wird allgemein anerkannt, daß sich die Handels- und Risikomanagementaktivitäten in den letzten Jahren sehr viel schneller entwickelt haben als die Offenlegungspraxis der wichtigsten Finanzmarktteilnehmer. Trotz der Bemühungen von Rechnungslegungsgremien, Aufsichtsbehörden und Marktteilnehmern, die Offenlegungspraxis zu verbessern, standen die Schwierigkeit, finanzielle Risiken mit traditionellen Rechnungslegungssystemen zu erfassen, und der mangelnde Konsens unter den Marktteilnehmern über die Quantifizierung der eingegangenen Risiken Fortschritten im Weg. Im vergangenen Jahr wurden jedoch mehrere Vorschläge präsentiert, die – nach den neuesten Jahresberichten führender Marktteilnehmer zu urteilen – spürbare Fortschritte bewirkt haben. Das Institute of International Finance, eine Gruppierung von bedeutenden Banken und Wertpapierhäusern, veröffentlichte einen Rahmen für die Offenlegung der mit Derivatgeschäften verbundenen Kreditrisiken; darin werden schon früher von Marktteilnehmern und Rechnungslegungsgremien vorgeschlagene Offenlegungssysteme vereinfacht. Um die Offenlegung sowohl der Markt- als auch der Kreditrisiken im Handel zu verbessern und die Diskussion über Risikomeßverfahren und Offenlegungsmethoden ganz allgemein zu fördern, veröffentlichte eine von den Zentralbanken der Zehnergruppe eingesetzte Arbeitsgruppe ein Diskussionspapier, in dem dazu aufgerufen wurde, die internen Systeme der Risikomessung und der Performance-Beurteilung an die Publizitätserfordernisse anzupassen. Wenn führende Marktteilnehmer Elemente dieser Vorschläge übernehmen, so wird sich der Druck auf andere verstärken, es ihnen gleichzutun. Damit verbessern sich die Aussichten, daß mit der Zeit ein Konsens über Risikomeßverfahren und bessere Offenlegungspraktiken entsteht. In dieser Hinsicht löste der Entschluß zweier großer Banken, Elemente

... interner
Risikomessungen

ihrer Risikomeßsysteme öffentlich verfügbar zu machen, eine willkommene Debatte über Methoden der Bewertung des Marktrisikos aus, was sowohl der Markttransparenz als auch den aufsichtsrechtlichen Verfahren zugute kommen wird.

Unabhängig davon brachten die in letzter Zeit von Endverwendern erlittenen Verluste Projekte in Gang, mit denen die Transparenz der Handelsbeziehungen verbessert werden soll. Die Unterlagen, die in Gerichtsverfahren nach Verlusten von Endverwendern in den USA vorgelegt wurden, warfen berechtigte Fragen über die Transparenz und die Interessenkonflikte in Derivatgeschäften auf, in denen ein Finanzinstitut sowohl als Berater als auch als Eigenhändler gegenüber einem nicht dem Finanzgewerbe angehörenden Geschäftspartner auftritt. Es wurde daher angeregt, daß Finanzinstitute rechtlich verpflichtet sein sollten, zu ermitteln, ob ein vorgeschlagenes Derivatgeschäft für den betreffenden Geschäftspartner überhaupt geeignet ist. Eignungskriterien sind im Privatkundengeschäft nicht unüblich, im Großkundengeschäft könnten sie jedoch den Anreiz für die Teilnehmer vermindern, gebührende Sorgfalt anzuwenden. Die Haftung bei unterlassener Eignungsprüfung würde überdies tendenziell den Handel mit Derivaten einschränken und damit auch ihre Verwendung durch Endverwender, für die sie von Nutzen wären. Auch dürften Rechtsstreitigkeiten gefördert werden. Finanzinstitute in den USA und im Vereinigten Königreich einigten sich daher auf ein Dokument, in dem die wünschenswerten Merkmale der Beziehung zwischen Finanzinstituten und Kunden dargelegt sind und Richtlinien über die Art der Informationen enthalten sind, die die Finanzinstitute offenlegen sollten. Ein ähnlicher Verhaltenskodex wird von französischen und japanischen Marktteilnehmern für den Gebrauch an den Märkten in den jeweiligen Ländern erstellt.

Die Bemühungen, die Infrastruktur der Derivatmärkte zu verbessern, konzentrierten sich auf den Ausbau der Clearing-, Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme, die der Finanzmarktaktivität ganz allgemein zugrunde liegen, und auf die Klärung von Rechtsunsicherheiten bezüglich der Durchsetzbarkeit von Derivatkontrakten und Nettingvereinbarungen. Ferner waren laufend Bestrebungen im Gang, die Kommunikationskanäle und den Informationsaustausch zwischen den Finanzmarktaufsichtsbehörden auszubauen. Damit sollen die Widerstandsfähigkeit der Märkte und Institute verstärkt und bei Ausbruch einer Krise eine Ausbreitung der Störungen verhindert werden. Der Zusammenbruch von Baring Brothers zeigte eine Reihe weiterer Punkte auf, die in diesem Zusammenhang zu behandeln sind: Beispielsweise wurden im Bereich des internationalen Derivatgeschäfts Untersuchungen in Angriff genommen, wie die finanzielle Integrität von Börsen gestärkt werden kann und wie sicherzustellen ist, daß Unterschiede in nationalen Konkursverfahren nicht dazu führen, daß Kundengelder und -positionen bei zahlungsunfähigen Clearingmitgliedern blockiert werden.

Einfluß der Derivatmärkte auf Gesamtwirtschaft und Geldpolitik

Das Wachstum der Derivatmärkte hat zu umfassenden Untersuchungen über ihre potentiellen Risiken Anlaß gegeben, aber vergleichsweise wenig Aufmerksamkeit wurde der Frage gewidmet, wie sie sich auf die Entwicklung der Gesamtwirtschaft und auf die Umsetzung der Geldpolitik auswirken. Eine im vergangenen Jahr von den Zentralbanken der Zehnergruppe veröffentlichte Studie kam zu dem

Verluste von Endverwendern werfen Fragen der Eignung der Geschäfte auf ...

... und fördern Klärung der Beziehung zwischen Finanzinstitut und Endverwender

Integrität der Börsen

Derivate und Umsetzung der Geldpolitik

Schluß, daß die Derivatmärkte – die eine Übertragung von Preisrisiken an Wirtschaftsteilnehmer gestatten, von denen man annimmt, daß sie eher bereit und fähig sind, diese Risiken zu tragen – das Investitionswachstum fördern und die Widerstandsfähigkeit der Märkte und der Wirtschaft gegenüber Erschütterungen verstärken dürften, wenn sie angemessen eingesetzt werden. Auch wenn das weitverbreitete Absichern von Zins- und Währungsrisiken die Reaktion der Wirtschaft auf geldpolitisch induzierte Änderungen dieser Größen verändern könnte, so kann eine solche Wirkung doch nur vorübergehender Art sein, da die Derivate Nullsummentransaktionen beinhalten und bei Fälligkeit zu den jeweiligen Marktpreisen erneuert werden müssen. Eine Folge des Wachstums der Derivatmärkte ist eine schnellere Reaktion der Preise auf Erschütterungen, worin sich zeigt, daß die Transaktionskosten an diesen Märkten niedriger sind als an den Kassamärkten. Die Frage nach der Rolle der Derivate im Hinblick auf die Marktvolatilität bleibt jedoch ohne Antwort. Empirische Daten lassen darauf schließen, daß die Derivatmärkte die Volatilität der Preise von Vermögenswerten unter normalen Umständen nicht erhöhen, doch nehmen auch die Hinweise darauf zu, daß allgemein übliche Absicherungsstrategien die kurzfristige Marktdynamik verändern und Marktausschläge vorübergehend verstärken können. Die Studie stellte darüber hinaus die These auf, daß das Wachstum der Märkte für Währungsoptionen die Verteidigung eines Wechselkursziels erschweren kann und daß die Derivate, da sie die Substituierbarkeit verschiedener Vermögenswerte erhöhen, einige geringfügige Verzerrungen der traditionell definierten Geldmengen bewirken können. Sie kam jedoch zu dem Schluß, es sei wenig wahrscheinlich, daß das Wachstum der Derivatmärkte den Zentralbanken die Umsetzung der Geldpolitik in erheblichem Maße erschwert.

IX. Die Tätigkeit der Bank

1. Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen

Auch im vergangenen Jahr nahm die Bank wieder ihre traditionelle Aufgabe bei der Förderung der internationalen Währungszusammenarbeit wahr. Sie organisierte regelmäßige Zusammenkünfte von Zentralbankvertretern zu einem breiten Spektrum von Themen, wie z.B. den Turbulenzen an den Finanz- und Devisenmärkten, der Inflationsgefahr im derzeitigen Konjunkturaufschwung und den Auswirkungen der Struktur des Finanzsystems auf den geldpolitischen Transmissionsmechanismus. In speziellen Treffen wurden Grundsatzfragen, die sich den Zentralbanken in den Reformländern stellen, sowie das sich wandelnde Finanzgeschehen an den aufstrebenden Märkten erörtert. An den Sitzungen des Interimsausschusses des Gouverneursrats des Internationalen Währungsfonds sowie der Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe nahm die Bank als Beobachter teil. Ferner war sie an den Arbeiten der Stellvertreter der Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der Zehnergruppe beteiligt. Wie bisher stellte die Bank auch die Sekretariate für verschiedene Ausschüsse und Expertengruppen.

Der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht arbeitete im vergangenen Jahr schwerpunktmäßig daran, sicherzustellen, daß die Banken angemessene Standards zur Eigenkapitalunterlegung der Marktrisiken einhalten und die Überwachung und Kontrolle ihrer Handelstätigkeit verstärken. Das wesentliche Ergebnis dieser Arbeit war ein Konsultativpapier, das die Einbeziehung der Marktrisiken der Banken in die Basler Eigenkapitalvereinbarung von 1988 vorsieht. Es wurde im April 1995 veröffentlicht, und Stellungnahmen wurden bis Ende Juli 1995 erbeten. Mit diesem Vorschlag sollen die Schutzvorkehrungen der Banken gegen das Risiko von Verlusten infolge von negativen Entwicklungen der Wechselkurse, Zinssätze und sonstigen Marktpreise verstärkt werden. Den Banken würde, sofern die nationale Aufsichtsbehörde einverstanden ist, grundsätzlich die Wahl zwischen zwei Möglichkeiten gelassen. Entweder können diese Risiken mit einem Standardverfahren gemäß den Richtlinien des Basler Ausschusses gemessen werden, oder es stünde den Banken frei, ihre hauseigenen Modelle zur Messung der Marktrisiken – vorausgesetzt, sie erfüllen die strengen Anforderungen – auch für aufsichtsrechtliche Erfordernisse zu verwenden.

Der Basler Ausschuß hat ferner seit Mitte 1994 eine Reihe von Papieren zum Risikomanagement der Banken im Zusammenhang mit Derivaten herausgegeben. Das erste, das im Juli 1994 gleichzeitig mit ähnlichen Richtlinien der International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) für die Wertpapierhäuser veröffentlicht wurde, enthält Richtlinien für die Aufsicht und das Risikomanagement im Derivatgeschäft. Im Dezember 1994 gab der Ausschuß einen Bericht heraus, der

seine frühere und laufende Arbeit zum Derivatgeschäft der Banken zusammenfaßte, und im Mai 1995 veröffentlichte er – wiederum in Zusammenarbeit mit den in der IOSCO zusammengeschlossenen Wertpapieraufsichtsbehörden – Richtlinien für Meldungen über das Derivatgeschäft an die Aufsichtsbehörden. Darüber hinaus verfeinerte der Ausschuß die aufsichtsrechtliche Behandlung der Kreditrisiken von derivativen Produkten in der Eigenkapitalvereinbarung von 1988 in zwei Berichten, die im Juli 1994 bzw. im April 1995 veröffentlicht wurden. Im Oktober 1994 wurde in Wien die alle zwei Jahre stattfindende Internationale Konferenz der Bankenaufsichtsbehörden abgehalten. Der erste Tag war den Aufsichtsproblemen an den aufstrebenden Märkten gewidmet; den Schwerpunkt des zweiten Tages bildete die Arbeit des Basler Ausschusses über Risikomanagementsysteme.

Der Ständige Ausschuß für Euromarktangelegenheiten setzte seine Beobachtung der Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten fort und erörterte Fragen zu ihrer Funktionsweise und Stabilität. Der Ausschuß untersuchte insbesondere Veränderungen des Umfangs und der Richtung von Kapitalströmen in die aufstrebenden Märkte sowie Entwicklungen der Märkte für Staatsanleihen. Ferner schloß er eine Reihe von Studien über die Auswirkungen des Wachstums der Derivatmärkte auf das Finanz- und Währungssystem ab. Er kam dabei zu dem Schluß, daß die Derivate im allgemeinen eine effizientere Finanzintermediation erlauben und die Fähigkeit der einzelnen Finanzinstitute erhöhen, ihre Risiken zu steuern, und daß es im übrigen wenig wahrscheinlich ist, daß die Derivatmärkte die Umsetzung der Geldpolitik wesentlich erschweren. Nach dem Urteil des Ausschusses hängen die Probleme der volatilen Preise für Vermögenswerte und die damit verbundenen Verluste eher mit gesamtwirtschaftlicher Instabilität und dem allgemeinen Liberalisierungs- und Innovationsprozeß zusammen als mit der Zunahme der Derivate als solcher. Seiner Auffassung nach können daher Maßnahmen, die das Derivatgeschäft einschränken, das Systemrisiko nicht eliminieren; aufsichtliche Maßnahmen sollten vielmehr sorgfältig so gestaltet werden, daß sie die Vorteile der Derivatmärkte wahren und gleichzeitig das Risiko vermindern, daß einzelne Störfälle nachteilige Systemwirkungen haben.

Gestützt auf diese Schlußfolgerungen empfahl der Ausschuß, daß sich die Aufsichtsbehörden bemühen sollten, die Risikokontrollen innerhalb der einzelnen Institute zu stärken, die Marktdisziplin durch bessere Transparenz und Offenlegungspraktiken zu fördern und ganz generell die Infrastruktur der Finanzmärkte weiter auszubauen. Der Ausschuß veröffentlichte drei Berichte, die im Zusammenhang mit seinen Diskussionen verfaßt worden waren: im September 1994 *A Discussion Paper on the Public Disclosure of Market and Credit Risk by Financial Intermediaries*, im November 1994 *Macroeconomic and Monetary Policy Issues Raised by the Growth of Derivatives Markets* und im Februar 1995 *Issues Related to the Measurement of Market Size and Macprudential Risks in Derivatives Markets*. 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 hielt regelmäßig Sitzungen ab, um Entwicklungen in nationalen und internationalen Zahlungsverkehrs-, Netting- und Abwicklungssystemen in den Ländern der Zehnergruppe zu besprechen. Er schloß seine Analyse der Abwicklungssysteme für

grenzüberschreitende Wertpapiergeschäfte ab. Im März 1995 veröffentlichte die BIZ einen Bericht über die grenzüberschreitende Abwicklung von Wertpapiergeschäften. Dieser Bericht verfolgt zwei Ziele. Zum einen untersucht er die Wege, deren sich die Marktteilnehmer für den Abschluß von grenzüberschreitenden Wertpapiergeschäften bedienen, sowie die Risiken der verschiedenen Abwicklungssysteme. Zum anderen will er zu einem besseren Verständnis der Risiken in der Abwicklung von inländischen Wertpapiergeschäften beitragen. Der Ausschuß hat eine Lenkungsgruppe zum Abwicklungsrisiko bei Devisengeschäften eingesetzt; diese soll die Arbeit weiterführen, die der Ausschuß zu Zahlungsverkehrsdienstleistungen der Zentralbanken im Zusammenhang mit grenzüberschreitenden und mehrere Währungen einbeziehenden Transaktionen geleistet hat. Diese Lenkungsgruppe hat in allen Ländern der Zehnergruppe eine Erhebung über die Praxis der Banken bei der Abwicklung von Devisengeschäften durchgeführt und analysiert nun verschiedene Maßnahmen, die der private Sektor und die Zentralbanken zur Verminderung des Abwicklungsrisikos bei Transaktionen mit mehreren Währungen ergreifen könnten. Zu den weiteren Fragen, die der Ausschuß derzeit behandelt, gehören: Entwicklungen beim Einsatz von Sicherheiten in Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen, Betrieb von in Echtzeit arbeitenden Bruttoabwicklungssystemen (RTGS-Systemen), jüngste Trends in Massenzahlungsverkehrssystemen sowie Clearing- und Abwicklungseinrichtungen für börsengehandelte Derivate. Die BIZ gab eine Reihe von Veröffentlichungen über Zahlungsverkehrssysteme in Ländern außerhalb der Zehnergruppe (Juli 1994: Australien, Finnland; Mai 1995: Island, Norwegen) sowie im Dezember 1994 eine Aktualisierung der im sogenannten Roten Buch (*Zahlungsverkehrssysteme in den Ländern der Zehnergruppe*) enthaltenen Statistiken heraus. Der Ausschuß hat Initiativen ergriffen, um die Zusammenarbeit mit den Zentralbanken von Ländern außerhalb der Zehnergruppe und der Europäischen Union auszubauen, und er beabsichtigt, den geographischen Erfassungsbereich der Veröffentlichungen zu nationalen Zahlungsverkehrssystemen weiter auszudehnen.

Der Dienst „Osteuropäische Länder und internationale Organisationen“ half erneut bei der Koordinierung der technischen Hilfe und Schulung, die von einer beträchtlichen Anzahl von Zentralbanken für die Währungsbehörden der osteuropäischen Länder, der Staaten der ehemaligen Sowjetunion und der asiatischen Reformländer geleistet werden. Zu diesem Zweck pflegt der Dienst eine Datenbank über die technische Hilfe und Schulung, die diese Länder erhalten haben. Diese Informationen werden vierteljährlich aktualisiert; sie sind wichtig, um kostspielige Doppelarbeiten zu vermeiden.

Ferner nahm die Bank aktiv an der Arbeit des Joint Vienna Institute (JVI) teil, das zu dem Zweck gegründet wurde, Beamten aus Ländern im Übergang zur Marktwirtschaft Schulungen anzubieten. In den ersten zweieinhalb Jahren seines Bestehens wurden die Kurse des JVI von über 4 000 Teilnehmern besucht. Schwerpunktthemen der von der BIZ organisierten Kurse sind die Geldpolitik sowie die Reform des Bank- und Finanzwesens; ferner werden Spezialseminare zu Zentralbankthemen wie Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme, Bankenaufsicht und Reservenmanagement organisiert. 1995 hat die BIZ den Vorsitz des Vorstands des JVI inne.

Hauptthema der zweimal jährlich stattfindenden Sitzungen des Ausschusses

der EDV-Fachleute waren jüngste Entwicklungen der Informationstechnologie. Besondere Aufmerksamkeit widmete der Ausschuß dem allgemeinen Trend hin zu netzwerkgestützten EDV-Systemen, womit häufig die Einführung von Unix-Plattformen und von Kunde-Server-Technologie verbunden ist. Diese Systeme machen die Rolle deutlich, die interne Netze im Angebot von EDV-Dienstleistungen spielen. Der Ausschuß prüfte ferner die Konsequenzen von elektronischen Verknüpfungen mit erweiterten Computernetzen, die in den letzten Jahren immer mehr an Bedeutung gewonnen haben, nicht zuletzt als Folge der Benutzernachfrage nach einem Zugang zu externen Datenbanken. Die Arbeitsgruppe für Sicherheitsfragen ergänzte die Arbeit des Ausschusses der EDV-Fachleute durch Studien zu den Sicherheitsaspekten von netzwerkgestützten Systemen und prüfte Mittel und Wege zur Schaffung sicherer Internet-Anschlüsse. Ferner untersuchte sie die Rolle der Benutzer in der EDV-Sicherheit und die von den Mitgliedszentralbanken verfolgten Ansätze bei der Erstellung ihrer EDV-Sicherheitshandbücher.

Die Expertengruppe für Fragen monetärer und ökonomischer Datenbanken widmete ihre Aufmerksamkeit wiederum vorrangig den Datenbankdiensten der BIZ, vor allem im Zusammenhang mit den Bedürfnissen der Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe. Es wurden Möglichkeiten zur Verbesserung der Informationssicherheitsverfahren geprüft und Entwicklungen im Bereich der internationalen Datenaustauschstandards erörtert. Die Gruppe zeigte sich sehr interessiert an der Erweiterung des statistischen Erfassungsbereichs der Datenbank durch bilaterale Vereinbarungen zwischen der BIZ und Zentralbanken von nicht zur Zehnergruppe gehörenden Ländern.

2. Die Bank als Agent und Treuhänder

Im vergangenen Geschäftsjahr führte die Bank weiterhin verschiedene Aufgaben als Agent und Treuhänder im Zusammenhang mit internationalen Zahlungsausgleichsfunktionen aus.

*a) Agent des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit (EFWZ)
– Agent für das Europäische Währungsinstitut (EWI)*

Von Juni 1973 bis Ende 1993 nahm die Bank die Aufgaben des Agenten des EFWZ wahr. Diese Funktionen standen einerseits im Zusammenhang mit der operativen Seite des EWS und bezogen sich andererseits auf die finanzielle Abwicklung der zur Stützung der Zahlungsbilanzen der EG-Länder durchgeführten Anleihe- und Darlehenstransaktionen der Gemeinschaft. Mit Wirkung vom 1. Januar 1994 wurde der EFWZ aufgelöst, und gemäß dem Vertrag über die Europäische Union wurden die bis dahin vom EFWZ wahrgenommenen Aufgaben vom EWI übernommen. Der Rat des EWI und der Verwaltungsrat der BIZ vereinbarten, daß die Bank die Aufgaben, die sie bis dahin für den EFWZ wahrgenommen hatte, weiterhin auf einer Übergangsbasis und zu den gleichen Bedingungen als Agent des EWI erfüllen sollte. Mitte Februar 1995 kündigte das EWI die Agentenvereinbarung zwischen der BIZ und dem EWI zum 15. Mai 1995.

Das vom EWI über Dreimonatsswaps mit jeder EU-Zentralbank, die das Abkommen vom 13. März 1979 unterzeichnet hat, und mit dem Institut Monétaire Luxembourgeois ausgegebene ECU-Volumen ging von ECU 58,0 Mrd. am 31. März

1994 auf ECU 57,8 Mrd. am 31. März 1995 zurück. Obwohl die von den EU-Zentralbanken eingebrachten US-Dollar-Reserven zunahmen und außerdem die Oesterreichische Nationalbank und die Suomen Pankki per 31. Dezember 1994 20% ihrer Goldbestände und US-Dollar-Reserven in das EWI einbrachten, kam es im Jahresverlauf zu dieser geringfügigen Abnahme. Ihre Hauptursache war das Sinken des Goldpreises in ECU und des Dollarkurses gegenüber der ECU.

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, so nahm der Agent im Berichtszeitraum weiterhin von den Schuldern Griechenland und Italien die fälligen Zahlungen für Zinsen, Provisionen und Auslagen entgegen und leitete sie an die Anleihegläubiger der Gemeinschaft weiter. Die nachstehende Tabelle gibt eine Übersicht über die per 31. März 1995 ausstehenden Gemeinschaftsdarlehen.

Ausstehende Gemeinschaftsdarlehen per 31. März 1995		
Schuldnerland	D-Mark	ECU
	Mio.	
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 Verrechnungs- und Saldenausgleichssystems für private ECU tätig; diese Tätigkeit ist durch sukzessive 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. Die Mitgliedsbanken der EBA können aufgrund der von der EBA erarbeiteten Kriterien den Status einer Clearingbank erhalten. Am 31. März 1995 gab es 45 Clearingbanken.

c) Treuhänder für internationale Staatsanleihen

Die Bank erfüllte wiederum bestimmte Aufgaben als Treuhänder im Zusammenhang mit den Fundierungsschuldverschreibungen 1990–2010 aus der Dawes- und der 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, den Aufgaben der Bank und der Ernennung der europäischen Umtausch- und Zahlungsagenten finden sich im 63. Jahresbericht, S. 225ff. Die Bundesschuldenverwaltung hat den Treuhänder informiert, daß die Deutsche Bank Securities Corporation, New York, 1994 als Umtausch- und Zahlungsagent für die neuen Schuldverschreibungen in den USA ernannt worden ist.

Die Deutsche Bundesbank als Zahlungsagent für sämtliche stückelosen Schuldverschreibungen aller Tranchen der Dawes- und der Young-Anleihe teilte der

Bank mit, daß sie am 3. April und 3. Oktober 1994 rund DM 7 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 und bekräftigt, daß sich diese auch auf die Fundierungsschuldverschreibungen 1990–2010 erstrecken. Den Umtausch-/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. 9 459) veröffentlicht hat.

d) Pfandhalter für brasilianische Anleihen

Wie im letzten Jahr erwähnt, übernahm die BIZ am 15. April 1994 neue Aufgaben im Zusammenhang mit der Umstrukturierung brasilianischer Auslandsschulden, der Brasilien im November 1993 zugestimmt hatte. Gemäß zweier Pfandbestellungsvereinbarungen 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 oder 30 Jahren und sind von Brasilien im Rahmen der Umschuldungsvereinbarungen ausgegeben worden.

3. Multilaterale Finanzhilfe für Zentralbanken

Im Rahmen des internationalen Finanzhilfeprogramms für Mexiko, das Anfang 1995 organisiert wurde, stellte die BIZ eine kurzfristige Kreditfazilität bis höchstens US-\$ 10 Mrd. zugunsten des Banco de México bereit. Diese Fazilität, für die eine Gruppe von Zentralbanken Garantie leistet, trat am 15. März 1995 in Kraft und steht für rund drei Monate zur Verfügung; eine Verlängerung für einen ähnlichen Zeitraum ist möglich.

4. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung der Bank, die beide in Goldfranken erstellt wurden, sind – mit dem Bestätigungsvermerk der Buchprüfer versehen – am Ende dieses Berichts abgedruckt. 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 Unze Feingold (entspricht GFr. 1 = US-\$ 1,941 49...) umgerechnet, alle anderen auf Währungen lautenden Bilanzposten zu den Marktkursen gegenüber dem US-Dollar.

Am Ende des Geschäftsjahres 1994/95, d.h. per 31. März 1995, betrug die Bilanzsumme GFr. 65 227 521 478 gegenüber einer Vorjahressumme von GFr. 64 975 713 443 Dies ergibt eine Zunahme von GFr. 251 808 035 oder etwa 0,4%, verglichen mit 8% im Vorjahr und 25% im Geschäftsjahr 1992/93.

Die im wesentlichen unveränderte Bilanzsumme verdeckt einen Rückgang der Währungseinlagen, der aber durch die Wechselkursentwicklung ausgedrückt in Goldfranken mehr als wettgemacht wurde. Diese betraf hauptsächlich in den letzten Monaten des Geschäftsjahres die auf andere Währungen als den US-Dollar lautenden Bilanzposten. Sie führte im Verlauf des Geschäftsjahres zu beträchtlichen Aufwertungen von Währungen wie dem Schweizer Franken (25%), der D-Mark (21%) und dem Yen (17%).

BIZ: Entwicklung der Bilanzsumme in den letzten fünf Geschäftsjahren			
Ende des Geschäfts- jahres am 31. März	Bilanzsumme	Veränderung gegen Vorjahr	
	Mio. Goldfranken		Prozent
1991	45 719	+ 4 428	+ 11
1992	47 961	+ 2 242	+ 5
1993	59 966	+ 12 005	+ 25
1994	64 976	+ 5 010	+ 8
1995	65 227	+ 251	–

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 1995 auf GFr. 1 575 Mio. belief, gegenüber GFr. 960 Mio. am 31. März 1994.

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
	Mio. Goldfranken			
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
1995	1 951	61 091	2 185	65 227

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

Der gesetzliche Reservefonds bleibt unverändert. Für alle übrigen Reservefonds werden Erhöhungen durch Zuführungen aus dem Reingewinn des Geschäftsjahres 1994/95 gemäß der folgenden Aufstellung vorgeschlagen.

Die Veränderungen der verschiedenen Reservefonds sind unter Ziffer I der am Schluß dieses Berichts enthaltenen Übersicht aufgeführt.

1. Gesetzlicher Reservefonds GFr. 30 070 313

Dieser Fonds hat bereits 1971 die in Artikel 51(1) der Statuten festgelegte Höchstgrenze von 10% des damals eingezahlten Kapitals erreicht und sich seither nicht mehr verändert.

2. Allgemeiner Reservefonds GFr. 764 916 157

Dieser Wert ergibt sich nach der vorgeschlagenen Zuführung von GFr. 32,7 Mio. aus dem Reingewinn (gemäß Artikel 51(3) der Statuten); am 31. März 1994 hatte dieser Fonds GFr. 732,2 Mio. enthalten.

3. Besonderer Dividenden-Reservefonds GFr. 53 530 055

Dieser Fonds soll durch eine Zuführung von GFr. 3 Mio. aus dem Reingewinn von GFr. 50,5 Mio. auf GFr. 53,5 Mio. erhöht werden.

4. Freier Reservefonds GFr. 806 966 872

Dieser Wert ergibt sich nach der vorgeschlagenen Erhöhung um GFr. 73,3 Mio.; im Vorjahr hatte dieser Fonds GFr. 733,7 Mio. betragen.

Am 31. März 1995 belaufen sich die Reserven der Bank somit insgesamt auf

GFr. 1 655 483 397

verglichen mit GFr. 1 546,5 Mio. am 31. März 1994; aus dem Reingewinn des Geschäftsjahres 1994/95 wird den Reserven ein Gesamtbetrag von GFr. 109 Mio. zugewiesen (Vorjahr: GFr. 97 Mio.).

B. Fremdmittel

In den beiden nachstehenden Tabellen sind die Fremdmittel der Bank nach Herkunft bzw. Sachkategorien und Restlaufzeit gegliedert.

Der Gesamtbetrag der Fremdmittel verringerte sich geringfügig infolge eines Rückgangs der Einlagen von Zentralbanken, der aber fast vollständig durch Einlagen

BIZ: Fremdmittel (Herkunft)			
Herkunft	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1994	1995	
	Mio. Goldfranken		
Einlagen von Zentralbanken	59 211	58 012	- 1 199
Einlagen von anderen Einlegern	2 015	3 079	+ 1 064
Zusammen	61 226	61 091	- 135

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
	1994	1995		1994	1995		1994	1995	
Mio. Goldfranken									
Auf Sicht	3 927	4 042	+ 115	1 233	1 471	+ 238	5 160	5 513	+ 353
Bis zu 3 Monaten	44	63	+ 19	53 951	54 565	+ 614	53 995	54 628	+ 633
Mehr als 3 Monate	90	52	- 38	1 981	898	-1 083	2 071	950	-1 121
Zusammen	4 061	4 157	+ 96	57 165	56 934	- 231	61 226	61 091	- 135

anderer Einleger – d.h. neue Einlagen einer Reihe internationaler Organisationen – wettgemacht wurde. Der Anteil der „Einlagen von Zentralbanken“ an den gesamten Fremdmitteln ging somit von 96,7% am 31. März 1994 auf 95% zurück. Dagegen erhöhte sich der Anteil anderer Einleger von 3,3% auf 5%.

Eine der wichtigsten Entwicklungen im Berichtsjahr war ein beträchtlicher Rückgang der US-Dollar-Einlagen, während die Einlagen in den meisten anderen Währungen zunahmen. Zu bedenken ist jedoch, daß die Effekte von Wechselkursänderungen, gemessen in Goldfranken, auf andere Währungen als den US-Dollar zu einem deutlichen Anstieg einiger Posten beitrugen. Was im übrigen die Zusammensetzung der Fremdmittel betrifft, so bleibt der US-Dollar die bedeutendste Einlagenwährung (61,1%), gefolgt von der D-Mark (22,2%).

Wie aus der vorstehenden Tabelle ersichtlich, erhöhte sich der Gesamtbetrag der Goldeinlagen (um 2,4%), während die Währungseinlagen geringfügig zurückgingen (um 0,4%). Der Anteil der Goldeinlagen an den gesamten Fremdmitteln betrug somit 6,8% (am 31. März 1994: 6,6%), der Anteil der Währungseinlagen 93,2% (Vorjahr: 93,4%). Bei näherer Betrachtung der Währungseinlagen erkennt man einen Anstieg der Sichteinlagen (19,3%) und der Einlagen von bis zu drei Monaten (1,1%); dagegen gingen die Einlagen mit längerer Laufzeit um mehr als die Hälfte zurück (54,7%).

Schlüsselt man die Einlagen nach Laufzeiten auf, so machten die Sichteinlagen 9% der gesamten Fremdmittel aus, die Einlagen mit Laufzeiten von bis zu drei Monaten 89,4% und die Einlagen mit Laufzeiten von mehr als drei Monaten 1,6%. Die entsprechenden Vorjahreswerte betragen 8,4%, 88,2% und 3,4%.

a) Goldeinlagen GFr. 4 156 970 218

verglichen mit GFr. 4 061 Mio. am 31. März 1994. Dieser Posten verzeichnete einen Anstieg, nachdem er in den beiden Vorjahren zurückgegangen war.

Dieser Anstieg um GFr. 96 Mio. ist auf die Zunahme der Sichteinlagen und der Einlagen mit Laufzeiten bis zu drei Monaten zurückzuführen, die durch eine Abnahme der Einlagen mit Laufzeiten von mehr als drei Monaten teilweise ausgeglichen wurde.

b) Währungseinlagen GFr. 56 934 458 058

verglichen mit GFr. 57 165 Mio. am 31. März 1994. Der Rückgang um GFr. 231 Mio.

war einer Abnahme der Einlagen mit einer Laufzeit von mehr als drei Monaten zuzuschreiben.

C. Sonstige Verbindlichkeiten

Die sonstigen Verbindlichkeiten beliefen sich insgesamt auf GFr. 2 184 906 680, verglichen mit GFr. 1 908 Mio. ein Jahr zuvor. In diesem Betrag enthalten sind die Posten „Vorsorgesystem des Personals“, „Verschiedenes“ und „Dividende, zahlbar am 1. Juli 1995“.

a) *Vorsorgesystem des Personals* GFr. 271 008 944

verglichen mit GFr. 200 Mio. am 31. März 1994. 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, und der Anstieg gegenüber dem Vorjahr ist vorwiegend dem Wertzuwachs dieser Währung gegenüber dem Goldfranken zuzuschreiben.

b) *Verschiedenes* GFr. 1 860 489 020

verglichen mit GFr. 1 666 Mio. im Vorjahr.

c) *Dividende, zahlbar am 1. Juli 1995* GFr. 53 408 716

Dies entspricht einer Dividende von sfr 250 je Aktie, gegenüber sfr 240 in den Jahren 1993 und 1994. Der Gegenwert in Goldfranken soll dem Reingewinn des Geschäftsjahres 1994/95 entnommen werden; im Vorjahr betrug diese Entnahme GFr. 41,1 Mio. Die Differenz von GFr. 12,3 Mio. ergibt sich teilweise aus der Erhöhung der Dividende je Aktie, vor allem aber aus dem Wertzuwachs des Schweizer Frankens gegenüber dem Goldfranken.

Der Reingewinn für das Geschäftsjahr 1994/95 beträgt vor Entnahme der Dividende GFr. 162,4 Mio. (Vorjahr: GFr. 138,1 Mio.). Der verbleibende Reingewinn von GFr. 109 Mio. soll gemäß Artikel 51 der Statuten verwendet werden; nähere Angaben dazu finden sich in Abschnitt 5 dieses Kapitels.

Aktiva (Mittelverwendung)

In der nachstehenden Tabelle sind die wichtigsten Aktiva nach Sachkategorien zusammengestellt.

Aus der Tabelle geht hervor, daß die Goldaktiva geringfügig ab- und die Währungsaktiva zunahmen.

a) *Kassenmittel in Gold* GFr. 4 373 392 132

verglichen mit GFr. 4 338 Mio. im Vorjahr. Der Anstieg dieses Postens um GFr. 35 Mio. ist dem Rückgang der am Markt getätigten Anlagen zuzuschreiben (s. Posten d).

b) *Kassenbestand und Sichtguthaben in Währungen* GFr. 9 758 370

verglichen mit GFr. 12 Mio. am 31. März 1994.

BIZ: Aktiva (Sachkategorien)						
Aktiva	Ende des Geschäftsjahres am 31. März				Veränderung	
	1994		1995			
Mio. Goldfranken						
Kassenmittel						
Gold	4 338		4 373		+ 35	
Währungen	12	4 350	10	4 383	- 2	+ 33
Schatzwechsel		3 511		5 520		+ 2 009
Terminguthaben und Kredite						
Gold	580		542		- 38	
Währungen	41 370	41 950	42 479	43 021	+ 1 109	+ 1 071
Staats- und andere Wertpapiere		15 088		12 284		- 2 804
Verschiedenes		77		19		- 58
Zusammen						
Gold	4 918		4 915		- 3	
Währungen	60 058	64 976	60 312	65 227	+ 254	+ 251

c) *Schatzwechsel*

GFr. 5 520 274 016

gegenüber GFr. 3 511 Mio. ein Jahr zuvor. Umfang und Zusammensetzung dieses Portfolios können erheblich schwanken. Schatzwechsel werden an verschiedenen Märkten erworben.

d) *Terminguthaben und Kredite*

GFr. 43 020 540 883

Am 31. März 1994 hatte dieser Posten, der die Gold- und die Währungsgeschäfte zusammenfaßt, GFr. 41 950 Mio. betragen, so daß sich ein Zuwachs von GFr. 1 071 Mio. ergibt.

– In Gold

GFr. 541 851 346

verglichen mit GFr. 580 Mio. im Vorjahr.

– In Währungen

GFr. 42 478 689 537

verglichen mit GFr. 41 370 Mio. im Vorjahr.

e) *Staats- und andere Wertpapiere*

GFr. 12 284 320 336

verglichen mit GFr. 15 088 Mio. im Vorjahr. Der Wert dieses Portfolios schwankte im Verlauf des Geschäftsjahres erheblich. Es besteht hauptsächlich aus Schatzpapieren, die auf verschiedenen Märkten erworben wurden.

Parallel zur Entwicklung der Passiva verzeichneten die Aktiva in US-Dollar einen deutlichen Rückgang, bilden aber nach wie vor den größten Währungsposten, gefolgt von der D-Mark. Erheblich kleinere Beträge entfallen auf den Yen, den kanadischen Dollar, die ECU, das Pfund Sterling und den Schweizer Franken.

Die Aktiva in Gold nahmen um GFr. 3 Mio. ab, die Passiva um GFr. 96 Mio. zu. Die Differenz von GFr. 99 Mio. entspricht dem Rückgang der Goldtermingeschäfte, die weiter unten erwähnt werden.

BIZ: „Terminguthaben und Kredite“ sowie „Staats- und andere Wertpapiere“ nach Restlaufzeit			
Restlaufzeit	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1994	1995	
Mio. Goldfranken			
Bis zu 3 Monaten	43 704	42 357	-1 347
Mehr als 3 Monate	13 334	12 948	- 386
Zusammen	57 038	55 305	-1 733

In der vorstehenden Tabelle sind die Aktiva „Terminguthaben und Kredite“ (in Gold und Währungen) und „Staats- und andere Wertpapiere“ nach der Restlaufzeit zusammengestellt.

Die Wertpapieranlagen nahmen insgesamt um GFr. 1 733 Mio. oder 3% ab.

Ein Vergleich der jeweiligen Anteile am Gesamtbetrag ergibt, daß die Anlagen mit Laufzeiten bis zu drei Monaten 76,6% ausmachten, jene über mehr als drei Monate 23,4%. In dieser Hinsicht bleibt die Aufteilung der Anlagen gegenüber dem Vorjahr unverändert.

f) *Verschiedenes* GFr. 19 235 741

verglichen mit GFr. 76,6 Mio. am 31. März 1994.

Goldtermingeschäfte

Diese Geschäfte erscheinen in der Bilanz in Anmerkung 2. Sie ergaben einen negativen Saldo von GFr. 96 391 648

verglichen mit einem ebenfalls negativen Saldo von GFr. 195 Mio. im Vorjahr. Diese Geschäfte verzeichneten somit einen deutlichen Rückgang.

5. Der Reingewinn und seine Verwendung

Das am 31. März 1995 abgelaufene 65. Geschäftsjahr schloß mit einem Geschäftsüberschuß von GFr. 170 539 274 (Vorjahr: GFr. 145 227 801). Im Anstieg des Geschäftsüberschusses zeigt sich vor allem die höhere Bilanzsumme der Bank während fast des ganzen Berichtsjahres. Darüber hinaus bewirkte der Zinsanstieg in den wichtigsten Währungen während des Geschäftsjahres 1994/95 erhöhte Erträge der in Währungen gehaltenen Eigenmittel der Bank; ferner erzielte sie aus diesem Grund bessere Handelsspannen aus den Geschäften mit Fremdmitteln.

Der Geschäftsüberschuß ergibt sich nach Abzug von GFr. 58 739 784 für Verwaltungskosten; gegenüber dem Vorjahresbetrag von GFr. 50 450 402 entspricht dies einem Zuwachs von 16,4%. Der Anstieg wäre ohne den Einfluß von Wechselkursänderungen, insbesondere des während des Geschäftsjahres erfolgten beträchtlichen Wertzuwachses des Schweizer Frankens gegenüber dem Goldfranken, viel kleiner gewesen. In Schweizer Franken – der Währung, in der die meisten Ausgaben der Bank anfallen – betrug der Zuwachs der Kosten rund 3%.

Der Verwaltungsrat hat beschlossen, GFr. 3 389 388 der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und GFr. 4 741 170 der Rückstellung für die

Gebäudemodernisierung und die Erneuerung der Geschäftsausstattung zuzuweisen; Zweck der letzteren ist die Deckung der Kosten für den Unterhalt der Bankgebäude und die Finanzierung der laufenden Investitionsvorhaben. Nach diesen Zuweisungen beträgt der Reingewinn GFr. 162 408 716, verglichen mit GFr. 138 085 797 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. 162 408 716 wie folgt zu verwenden:

- GFr. 53 408 716 zur Zahlung einer Dividende von sfr 250 je Aktie;
- GFr. 32 700 000 zur Erhöhung des Allgemeinen Reservefonds;
- GFr. 3 000 000 zur Erhöhung des Besonderen Dividenden-Reservefonds;
- GFr. 73 300 000, 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 1995 an die Aktionäre gezahlt, die am 20. Juni 1995 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 1995 und ihres Gewinns für das an diesem Tag endende Geschäftsjahr geben. Der Bestätigungsvermerk steht am Ende der Bilanz.

6. Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion

Lamberto Dini gab am 31. Mai 1994 seinen Sitz im Verwaltungsrat und damit auch sein Amt als Stellvertretender Vorsitzender ab. In seiner Sitzung vom 12. Juli 1994 wählte der Verwaltungsrat Carlo Azeglio Ciampi, der von Antonio Fazio mit Wirkung vom 1. Juli 1994 in den Verwaltungsrat berufen worden war, für die Dauer von drei Jahren zum Stellvertretenden Vorsitzenden des Verwaltungsrats.

In seiner Sitzung vom 12. Juli 1994 nahm der Verwaltungsrat erfreut die Absicht des Federal Reserve System der USA zur Kenntnis, die beiden Sitze im Verwaltungsrat zu besetzen, auf die die Zentralbank der USA seit 1930 ein Anrecht hat. Eine außerordentliche Generalversammlung wurde für den 13. September 1994 einberufen, um eine geringfügige Änderung der Statuten der Bank zu billigen, mit der der Entwicklung des Federal Reserve System zu seiner jetzigen Struktur Rechnung getragen wurde. Alan Greenspan, Vorsitzender des Board of Governors des Federal Reserve System, wurde am 13. September 1994 Ex-officio-Mitglied des Verwaltungsrats und berief William J. McDonough, den Präsidenten der Federal Reserve Bank of New York, mit Wirkung vom 13. September 1994 für die Dauer von drei Jahren als Mitglied in den Verwaltungsrat. Ferner wurde beschlossen, mit Wirkung vom 13. September 1994 Gordon G. Thiessen, den Gouverneur der Bank of Canada, und Yasushi Mieno, den Gouverneur der Bank of Japan, für drei Jahre in

den Verwaltungsrat zu wählen. In der Sitzung des Verwaltungsrats vom 13. März 1995 wurde Markus Lusser, der Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, für weitere drei Jahre bis zum 31. März 1998 als Mitglied des Verwaltungsrats wiedergewählt.

Die Amtszeit Bernard Clappiers lief am 27. November 1994 ab, und er schied aus dem Verwaltungsrat aus. Jean-Claude Trichet, Gouverneur der Banque de France, ernannte an seiner Stelle Hervé Hannoun mit Wirkung vom 28. November 1994 für die Dauer von drei Jahren.

In seiner Sitzung vom 12. Dezember 1994 wählte der Verwaltungsrat Yasuo Matsushita als Mitglied mit Wirkung vom 17. Dezember 1994, um den Sitz wieder zu besetzen, der durch den Rücktritt von Yasushi Mieno von seinem Amt als Gouverneur der Bank of Japan frei geworden war.

Im Juli 1994 ernannte Edward A.J. George, Gouverneur der Bank of England, T.R. Smeeton zu seinem Stellvertreter in Abwesenheit von Alastair Clark, und im November 1994 ernannte er Ian Plenderleith zu seinem Stellvertreter als Nachfolger von Alastair Clark. Im September 1994 ernannte Hans Tietmeyer, Präsident der Deutschen Bundesbank, Bernd Goos zu seinem Stellvertreter in Abwesenheit von Helmut Schieber. Alan Greenspan ernannte Alan S. Blinder zu seinem Stellvertreter und Edwin M. Truman zum Stellvertreter in dessen Abwesenheit. Im Dezember 1994 ernannte Jean-Claude Trichet André Robert zu seinem Stellvertreter und Armand Pujal zum Stellvertreter in dessen Abwesenheit.

Was die Direktion der Bank anbelangt, so gab Giampietro Morelli Ende August 1994 sein Amt als Generalsekretär ab. Sein Nachfolger ist Gunter D. Baer. Malcolm Gill wurde mit Wirkung vom 1. April 1995 zum Chef der Bankabteilung ernannt. Horst Bockelmann trat Ende April 1995 in den Ruhestand, und William R. White übernahm seine Aufgaben als Volkswirtschaftlicher Berater und Chef der Währungs- und Wirtschaftsabteilung. André Icard wurde mit Wirkung vom August 1995 zum Direktor ernannt. Jean Vallet, Stellvertretender Generalsekretär und Stellvertretender Direktor, trat im Januar 1995 in den Ruhestand. Günter Pleines wurde im April 1995 zum Stellvertretenden Direktor befördert, und Zenta Nakajima wurde mit Wirkung vom Juni 1995 zum Stellvertretenden Direktor ernannt.

Die Bank erfuhr mit tiefem Bedauern vom Tod von Per Åsbrink am 17. Juni 1994 und von Walter Schwegler am 17. November 1994. Beide waren Mitglieder des Verwaltungsrats gewesen, Per Åsbrink als Gouverneur der Sveriges Riksbank von Dezember 1955 bis Oktober 1973, Walter Schwegler als Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank von Juni 1956 bis August 1966. Ferner nahm die Bank mit tiefem Bedauern Kenntnis vom Ableben von Henri Guisan am 7. Juli 1994, der von 1955 bis zu seiner Pensionierung 1974 ihr Rechtsberater gewesen war, und von Alberto Ferrari am 12. September 1994, ihrem Generalsekretär von 1951 bis 1961.

Schlußbemerkungen

Sollten noch irgendwelche Zweifel an der Reichweite und dem tiefgreifenden Einfluß der internationalen Finanzmärkte bestanden haben, so dürften sie von den Ereignissen des vergangenen Jahres zerstreut worden sein. Die großen Kursaus schläge an den Anleihe- und Devisenmärkten der Industrieländer, die Mexiko-Krise und einige in die Schlagzeilen geratene Handelsverluste strahlten auf die Kapitalmärkte in aller Welt aus. Diese Entwicklungen sind vor dem Hintergrund zu sehen, daß die Märkte begonnen haben, längerfristige Überlegungen stärker in den Mittelpunkt zu rücken und die einzelnen Schuldner anhand dieser Fundamentaldaten unterschiedlich zu bewerten. Das ist zu begrüßen, solange sie dabei – wie meistens – zu einem fundierten Urteil gelangen. Leider haben die jüngsten Ereignisse aber gezeigt, daß es nicht immer so sein muß.

Die langfristigen Zinssätze stiegen 1994 teilweise deshalb, weil der Markt richtig vorhersah, daß sich der Wirtschaftsaufschwung in den Industrieländern fortsetzen würde. In letzter Zeit sind die Zinsen wieder zurückgegangen, weil sich die Wirtschaftsindikatoren abzuschwächen begannen. In ähnlicher Weise waren auch die Wechselkursänderungen zumindest zum Teil eine Reaktion auf die Zunahme der Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten Japans bzw. der USA. Mexiko geriet letztlich in Schwierigkeiten, weil seine Auslandsverschuldung wuchs und sich gleichzeitig seine internationale Wettbewerbsfähigkeit verschlechterte. Außerdem verlangte der Markt aus Vorsichtsgründen höhere Risikoprämien für Kredite an private und staatliche Schuldner, deren Bonität geringer eingeschätzt wurde.

Es gab im Berichtszeitraum jedoch auch Anzeichen dafür, daß die Märkte manchmal zu langsam auf die Fundamentaldaten reagieren und es dann zu plötzlichen Korrekturbewegungen kommen kann, die mit entsprechenden Risiken verbunden sind. 1993, also in dem Jahr vor dem steilen Anstieg der Anleiherenditen, waren die Realzinssätze (ex post) auf ein ungewöhnlich niedriges Niveau gefallen, insbesondere in Europa. Gleichfalls ungewöhnlich sind Tempo und Zeitpunkt der Veränderungen des bilateralen Wechselkurses des US-Dollars gegenüber dem Yen bzw. der D-Mark in den ersten Monaten 1995. Was Mexiko betrifft, so schenken die Marktteilnehmer den sich verschlechternden Außenwirtschaftsdaten lange Zeit kaum Beachtung, bis sie sich dann abrupt vom Markt zurückzogen, was nicht nur für Mexiko Konsequenzen hatte, sondern auch für zahlreiche andere Entwicklungsländer. Daß es viele Wochen dauerte, bis sich die übrigen Märkte beruhigt und sich der mexikanische Peso und die mexikanischen Wertpapierkurse etwas von ihren Tiefständen erholt hatten, beweist ebenfalls, daß die Finanzmärkte Zeit brauchen dürften, um sich auf die jeweils angemessenen Werte einzupendeln.

Der beherrschende Einfluß der Finanzmärkte – wie man ihn auch beurteilen mag – wird sich kaum wieder verringern. Vielmehr sieht es ganz danach aus, daß die Märkte weiter an Bedeutung gewinnen werden, zumal mit dem technologischen Fortschritt immer mehr Marktteilnehmer eine zunehmend breitere Palette von Instrumenten an einer größeren Zahl von Finanzplätzen handeln können. Solche

Märkte sind auch nicht einfach zu regulieren, wenn man bedenkt, wie leicht die Marktteilnehmer zwischen Plätzen verschiedener Rechtshoheit hin- und herwechseln können, und vielfach wird außerdem befürchtet, daß eine strengere Regulierung womöglich mehr Kosten als Nutzen mit sich bringen würde. Die eigentliche Herausforderung für die verantwortlichen Entscheidungsträger besteht darin, ihren Einfluß so einzusetzen, daß die disziplinierenden Kräfte der Märkte so weit wie möglich gestärkt und überzogene Ausschläge möglichst vermieden werden. In diesem Zusammenhang sind verschiedene Lehren zu ziehen hinsichtlich der Gestaltung und Durchführung der Wirtschaftspolitik, der Begrenzung der Systemrisiken in einem globalisierten Finanzumfeld und der Verstärkung der internationalen Zusammenarbeit im Finanzbereich.

Wirtschaftspolitik

Die jüngsten Ereignisse zeigen, daß die Märkte letzten Endes durchaus auf die Fundamentaldaten reagieren, die für Risiko und Rendite von Bedeutung sind, daß dies dann aber möglicherweise auf abrupte und nachteilige Weise geschieht. Besser wäre es, wenn die Verantwortlichen unvermeidbare Anpassungen bereits frühzeitig erkennen und vorausschauend einleiten würden. Daß die Wirtschaftspolitik in jüngster Zeit mittelfristige Ziele, nämlich die Senkung der Inflation und die Konsolidierung der Staatshaushalte, in den Vordergrund stellte, wurde positiv aufgenommen. Aber die Märkte sind ganz offensichtlich der Ansicht, daß noch wirksamere und rechtzeitigere Maßnahmen notwendig sind. Insbesondere müssen die wachsenden Ungleichgewichte stärker beachtet werden, vor allem im Bereich der Staatsverschuldung und des damit verbundenen Schuldendienstes. Bei einem hohen Schuldenstand kann ein Zinsanstieg den Schuldendienst schlagartig vergrößern, und die Glaubwürdigkeit selbst der konsequentesten Währungsbehörde kann ins Wanken geraten. Die Sorge, daß die Schulden monetisiert werden könnten, kann schließlich zu einer sich beschleunigenden Spirale von höheren Risikoprämien, sich ausweitenden Schuldendienstverpflichtungen, weiter steigenden Risikoprämien und zunehmenden Beschränkungen sogar bei absolut unverzichtbaren Staatsausgaben führen. Es versteht sich von selbst, daß es besser wäre, Probleme einer wachsenden Verschuldung zu lösen, bevor sich die Entwicklung so zuspitzt.

In gleicher Weise, wie übermäßige Haushaltsdefizite eine solide Geldpolitik untergraben können, kann eine unzureichende Ersparnisbildung des privaten Sektors die Stabilitätseffekte einer soliden Haushaltsslage aushöhlen. Der Fall Mexiko beweist, daß ein Leistungsbilanzdefizit auch dann gravierende Probleme verursachen kann, wenn es seinen Ursprung im privaten Sektor hat. Diese Gefahr ist um so größer, wenn es nicht entsprechende Investitionen zur Grundlage hat, sondern mit einem relativ hohen Konsumniveau verbunden ist. Gezeigt hat sich hierbei auch, daß die Deregulierung des inländischen Finanzsystems – zusammen mit einem durch Reformfolge gestärkten binnen- und außenwirtschaftlichen Vertrauen – zu dieser Entwicklung beitragen kann, indem sie Kapitalzuflüsse fördert und die Vergabe beträchtlicher neuer Verbraucherkredite begünstigt. Im Gegensatz zu Mexiko und zahlreichen anderen lateinamerikanischen Ländern hatten Chile sowie die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften in Südostasien zumindest in den letzten Jahren keine Probleme dieser Art, was vor allem darauf zurückzuführen

war, daß sie – bedingt durch landesspezifische Gegebenheiten oder wirtschaftspolitische Anreize – eine hohe inländische Sparquote aufrechterhielten, die den hohen Investitionen mehr oder weniger entsprach.

In der Entwicklung des bilateralen Wechselkurses zwischen den USA und Japan in den letzten 16 Monaten scheinen sich ebenfalls die wachsenden Auslandsverbindlichkeiten bzw. -forderungen widerzuspiegeln. Der eigentliche Grund für die Wechselkursveränderungen ist weniger die Situation im Staatshaushalt an sich, auch wenn das US-Defizit nach wie vor zu groß ist, sondern vielmehr die Tatsache, daß die gesamtwirtschaftliche Sparquote im Vergleich zu den übrigen Industrieländern in Japan sehr hoch und in den USA sehr niedrig ist. In Japan dürften Deregulierungsmaßnahmen notwendig sein, um die Ausgaben – insbesondere für Wohnbau- und Infrastrukturinvestitionen, die von längerfristigem Nutzen sind – zu fördern. In den USA dürften weitere Sparmaßnahmen im Haushalt erforderlich sein, und andere wirtschaftspolitische Regelungen, die sich nachteilig auf die private Ersparnis auswirken, sollten ebenfalls überprüft werden. Mit Hilfe von Anpassungen der inländischen Wirtschaftspolitik könnte vermieden werden, daß die Ungleichgewichte auf den Druck der Märkte hin allein mit dem wenig differenzierenden Instrument des Wechselkurses bekämpft werden. Hohe und hartnäckige Haushaltsdefizite sowie eine wachsende Staatsverschuldung drückten auch eine Reihe europäischer Währungen. Eine wichtige Ausnahme ist Deutschland, das erhebliche Korrekturmaßnahmen ergriffen und damit vermutlich zur Befestigung der D-Mark beigetragen hat.

Aus den jüngsten Ereignissen lassen sich außerdem Lehren hinsichtlich der Transparenz und der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik ableiten. Wenn die Märkte effizient beurteilen sollen, ob die Geldpolitik fundiert und solide ist, ohne daß es zu unerwarteten und abrupten Reaktionen kommt, müssen sie nicht nur über die aktuellen Entwicklungen, sondern auch über das eigentliche Ziel, die Zwischenziele und die Instrumente der Geldpolitik angemessen informiert werden. Gibt der institutionelle Rahmen der Währungsbehörde gleichzeitig auch die Befugnisse, ihr erklärtes Ziel zu verfolgen, so kann diese Transparenz viel zur Stabilität und Glaubwürdigkeit beitragen. Transparenz in diesem Sinne erleichtert es den Märkten zudem, die jeweilige Situation mit größerer Genauigkeit zu beurteilen, was sich wiederum in angemesseneren Marktsignalen (z.B. hinsichtlich der erwarteten Inflationsraten, die in den Anleiherenditen zum Ausdruck kommen) äußern und so die geldpolitische Entscheidungsfindung unterstützen kann. In vielen Industrieländern und in immer mehr aufstrebenden Volkswirtschaften legen die Währungsbehörden ihre währungspolitischen Ziele und Instrumente zunehmend offen und erläutern beispielsweise auch ihre Gründe für Veränderungen der Notenbankzinssätze und den Einsatz anderer Instrumente. Je mehr Länder diesen Weg einschlagen, um so größer wird die Vorbildwirkung für andere Länder sein. Auch das sollte begrüßt werden.

Freilich kann dies nicht die Glaubwürdigkeit ersetzen, die sich aus einem angemessenen haushaltspolitischen Kurs und einer seit langem bewährten Stabilitätspolitik herleitet. Als die Anleihezinsen 1994 im Zuge der Erwartung einer rascheren weltweiten Konjunkturerholung anstiegen, machte die Veränderung der Renditenabstände zwischen den einzelnen Ländern deutlich, welches Gewicht der Markt diesen Faktoren beimißt. Die Industrieländer mit dem höchsten Zinsanstieg

hatten in beiderlei Hinsicht wenig Positives aufzuweisen. Überdies hatten viele von ihnen mit politischen Unsicherheiten zu kämpfen, die erforderliche wirtschaftspolitische Änderungen möglicherweise schwer durchsetzbar machten. Diejenigen aufstrebenden Volkswirtschaften, die erst seit sehr kurzer Zeit Liberalisierungs- und Stabilisierungsmaßnahmen durchführen, haben es hier ebenfalls besonders schwer. Die Märkte dürften ihnen noch für einige Jahre wenig Spielraum lassen, und die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger wären gut beraten, wenn sie dies berücksichtigen würden.

Darüber hinaus werfen die jüngsten Ereignisse eine Reihe von Fragen hinsichtlich des Managements starker Wechselkursbewegungen auf. Insbesondere das Tempo und das Ausmaß der bilateralen Wechselkursschwankungen zwischen dem US-Dollar, dem Yen und der D-Mark haben Forderungen nach koordinierten Zinsanpassungen zur Stabilisierung der Märkte laut werden lassen. Zuviel darf von solchen Maßnahmen nicht erwartet werden, wenn man bedenkt, daß sich die Abstände zwischen den kurzfristigen Zinssätzen 1993 und 1994 stetig, aber offensichtlich ohne nennenswerte Wirkung zugunsten der US-Währung entwickelten. Vor allem dürfen derartige Zinsanpassungen nicht unter Vernachlässigung des Ziels der Preisstabilität im Inland vorgenommen werden. Soweit der Wechselkurs für die inländische Preisentwicklung von Bedeutung ist, sollten die Verantwortlichen das Wechselkursniveau natürlich in ihre Entscheidungen über Zinsänderungen einbeziehen, um die Preisstabilität im Inland zu gewährleisten.

Wenn die Rolle des Wechselkurses innerhalb des geldpolitischen Rahmens im Inland anerkannt wird, könnten auch Devisenmarktinterventionen an Wirksamkeit gewinnen. Inzwischen wird allgemein eingeräumt, daß Interventionen nicht allein über Veränderungen des relativen Angebots von Vermögenswerten in unterschiedlichen Währungen funktionieren. Wichtiger noch ist ihre Signalfunktion hinsichtlich der Bereitschaft der Währungsbehörden, auch durch andere währungspolitische Maßnahmen Einfluß auf den Wert der Währung zu nehmen. Von diesem Standpunkt aus betrachtet, ist die Wirksamkeit von Interventionen auch abhängig von der Haltung der Entscheidungsträger, die für die anderen wirtschaftspolitischen Instrumente verantwortlich sind, und sie dürften erfolgreicher sein, wenn sie wohl-dosiert und im Rahmen eines klar erkennbaren makroökonomischen „policy mix“ vorgenommen werden.

Die Wechselkursspannungen beschränkten sich natürlich nicht auf die wichtigsten Paritäten. Auf die wiederkehrenden Unruhen im EWS-Wechselkursmechanismus reagierten die einzelnen Länder in unterschiedlicher Weise. Einige nahmen eine Abwertung ihrer Währung hin. Andere konnten den Druck der Märkte durch eine ausgewogene Kombination aus Interventionen und Änderungen der kurzfristigen Zinssätze abwehren, und ihre Währung dürfte mit der Zeit stabiler werden, wenn sie durch die Wirtschaftspolitik im Inland ausreichend unterstützt wird. Eine wiederholte erfolgreiche Verteidigung einer Währung dürfte für Glaubwürdigkeit sorgen und Spekulanten abschrecken. Es kann allerdings auch sein, daß sich Unterschiede in den Kostenstrukturen von Ländern, die durch einen festen Wechselkurs miteinander verbunden sind, mit der Zeit ausweiten. Mittelfristig kann die Wechselkursstabilität durch eine Erhöhung der Arbeitsmarktflexibilität gefördert werden. Entschlossenere Schritte zur Verbesserung der Effizienz der Arbeitsmärkte würden außerdem helfen, das gravierende Problem der hohen

Arbeitslosigkeit in Europa anzugehen, das unter wirtschaftlichen wie auch sozialen Gesichtspunkten weiterhin großen Anlaß zur Sorge gibt.

Auch in etlichen aufstrebenden Volkswirtschaften spielte die Wechselkursentwicklung eine zentrale Rolle. Die vielleicht wichtigste Lehre aus den Erfahrungen mehrerer lateinamerikanischer Länder ist, daß die Inflationsbekämpfung mit Hilfe des nominalen Wechselkurses als Anker zwar Vorteile mit sich bringt, aber auch ihre Grenzen hat und mit gewissen Risiken verbunden ist. Der daraus resultierende Anstieg des realen Wechselkurses kann dazu führen, daß die nominale Bindung schließlich nicht mehr aufrechterhalten werden kann, sofern sie nicht durch andere wirtschaftspolitische Maßnahmen im Inland hinreichend gestützt wird. Diese Gefahr verstärkt sich noch, wenn die Kapitalzuflüsse kurzfristig und im wesentlichen spekulativer Natur sowie leicht umkehrbar sind. Darum sollten die aufstrebenden Länder der Entstehung außenwirtschaftlicher Defizite vielleicht mit größerer Vorsicht begegnen und bei der Deregulierung der kurzfristigen Kapitalzuflüsse behutsamer vorgehen. Bemerkenswert ist, daß die meisten Länder in Südostasien, in denen die Kapitalverkehrskontrollen langsamer abgebaut wurden und ausländische Direktinvestitionen größeres Gewicht hatten, bessere Erfahrungen gemacht haben als zahlreiche Länder in Lateinamerika. Allerdings spielen dabei auch die weiter oben angesprochenen, eher fundamentalen Unterschiede eine Rolle.

Begrenzung der Risiken auf den Finanzmärkten

Angesichts der Größe, Komplexität und wechselseitigen Verflechtung der weltweiten Finanzmärkte ist die Sorge verständlich, daß heute auch Ereignisse, die im wesentlichen lokaler Natur sind, Störungen im gesamten internationalen Finanzsystem verursachen können. Hochvolatile Kurs- und Preisschwankungen, der Zusammenbruch eines großen Instituts, die Illiquidität eines wichtigen Marktes oder Probleme im Zusammenhang mit den rechtlichen Rahmenbedingungen oder den Zahlungsverkehrssystemen, die das Grundgerüst der Finanzmärkte bilden – all dies sind Faktoren, die zu Problemen im Finanzsystem führen können. Auch wenn die Schocks, die die Finanzmarktentwicklung im Berichtszeitraum prägten, keine weitreichenderen Folgen hatten, trugen sie doch dazu bei, den Ursprung solcher Befürchtungen festzustellen und vorbeugende Maßnahmen aufzuzeigen.

Die Kurs- bzw. Preisvolatilität an vielen Finanzmärkten stieg Anfang 1994 drastisch an und blieb eine Zeitlang außergewöhnlich hoch, insbesondere in Europa. Ein typisches Risiko bei großen Preisausschlägen besteht darin, daß sich die Volatilität über Stop-Loss-Aufträge und dynamische Absicherungsstrategien noch weiter verstärken kann. Auf unruhigen Märkten, die bereits in eine bestimmte Richtung tendieren, kann sich die von den Händlern bereitgestellte Marktliquidität durch solche Verkäufe im Zusammenhang mit Absicherungsgeschäften zumindest vorübergehend verknappen. Es gibt Hinweise darauf, daß dies teilweise auch den Kurseinbruch an den europäischen Anleihenmärkten im Frühjahr 1994 ebenso wie die starken und bisweilen turbulenten Wechselkursschwankungen in diesem Jahr erklären könnte. Solche Ereignisse können die Möglichkeiten der Marktmacher beeinträchtigen und dadurch die Widerstandsfähigkeit der Märkte mit der Zeit verringern. Bedenklich ist in Phasen starker Preis- und Kursausschläge außerdem, daß Risikomanagementstrategien, die auf der beobachteten Stabilität der Kova-

rianzen der Preise für Vermögenswerte aufbauen, möglicherweise die Parallelentwicklung der Preise an unterschiedlichen Märkten in einer Krise unterschätzen, so daß die Finanzinstitute letztlich höhere Risikopositionen eingehen als eigentlich beabsichtigt. Die sich anbietenden Lösungsmöglichkeiten haben eine makroökonomische und eine mikroökonomische Komponente. Eine glaubwürdige makroökonomische Politik mit einer mittelfristigen Ausrichtung würde dazu beitragen, die Markterwartungen zu stabilisieren, und könnte die Wahrscheinlichkeit ausgeprägter Preisausschläge vermindern. Auf mikroökonomischer Ebene müssen die Institute verstärkt darauf achten, inwieweit sie in der Lage sind, mit außergewöhnlich großen und möglicherweise korrelierten Preisschwankungen an unterschiedlichen Märkten fertig zu werden.

Durch den Zusammenbruch von Baring Brothers und das Bekanntwerden weiterer erheblicher Verluste im Handelsgeschäft wurden alte Fragen wieder belebt und einige neue aufgeworfen. Höchst anschaulich hat sich bestätigt, wie wichtig geeignete interne Kontroll- und Risikomanagementverfahren sind, und die Vergütungsregelungen für Händler und Portfoliomanager sind zum Diskussionsgegenstand geworden. Wer nämlich erfolgreich Risiken eingeht, wird oftmals sofort und reichlich belohnt, während etwaige Verluste vom Institut getragen werden. Natürlich müssen Anreize geschaffen werden, damit Gewinne erwirtschaftet werden, aber das Streben danach wird fragwürdig, wenn es ein ganzes Institut oder sogar einen ganzen Finanzkonzern in Gefahr bringen kann. Die Aufsichtsbehörden müssen dafür sorgen – auch das haben die Verluste noch deutlicher gemacht –, daß die Institute über eine angemessene Eigenkapitalausstattung zur Unterlegung der Marktrisiken aus dem Handelsgeschäft verfügen. In diesem Zusammenhang dürften sich die Initiativen, die der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht im Anschluß an eine Konsultationsperiode im April 1995 angekündigt hat, als sehr nützlich erweisen.

Mit dem weiteren Wachstum der Finanzmärkte und der zunehmenden Komplexität der Instrumente wird die Marktdisziplin als Ergänzung der aufsichtsrechtlichen Regelungen immer mehr an Bedeutung gewinnen. Mit Rücksicht darauf, daß angemessene Informationen notwendig sind, damit die Marktdisziplin wirken kann, fordern die verantwortlichen Behörden in jüngster Zeit die Finanzinstitute auf, sowohl ihre Risikobereitschaft als auch ihre Erfolge im Risikomanagement offenzulegen. Wenn die Zusage einiger Finanzinstitute, entsprechende Informationen zu veröffentlichen, vom Markt als Zeichen der Stärke verstanden wird, wird die erste Auswirkung der Marktdisziplin sein, daß andere Institute ebenfalls zur Offenlegung gezwungen werden. Wenn dies wiederum bedeutet, daß Institute, die bisher nicht über geeignete Risikobeurteilungssysteme verfügten, diese entwickeln müssen, ist auch das ein Schritt nach vorn.

Schließlich hat eine Reihe von Ereignissen in jüngster Zeit auch gezeigt, daß die Kommunikation zwischen den Zentralbanken und anderen Aufsichtsbehörden in der ganzen Welt verbessert werden muß und daß Aufsichtslücken und Unterschiede in der Aufsicht zwischen den einzelnen Märkten vermieden werden sollten. Mit der Verstärkung des globalen Wettbewerbs im Bereich der Finanzdienstleistungen und der Weiterentwicklung der Finanzmarktstrukturen wird sich auch der Aufsichtsapparat entsprechend anpassen müssen. Die zunehmende Überlappung der Geschäftstätigkeit von Banken, Wertpapierhäusern und Versicherungsunternehmen ist in dieser Hinsicht von besonderer Bedeutung.

Verstärkung der internationalen Zusammenarbeit im Finanzbereich

Aufgrund der zunehmenden weltweiten Integration auf allen Ebenen der Wirtschaft müssen die verantwortlichen Entscheidungsträger auch weiterhin den gegenseitigen Gedankenaustausch suchen und sich um einen Konsens über Fragen bemühen, die für das gemeinsame Wohl ihrer Länder eine Rolle spielen. Eine solche Zusammenarbeit wirkt hauptsächlich auf dem Wege, daß sich Vertreter der einzelnen Länder auf Problemlösungen einigen und darauf vertrauen, daß die Einigung respektiert wird und in ihrem Sinne die notwendigen Änderungen der Maßnahmen, Gesetze und Vorschriften auf nationaler Ebene vorgenommen werden. Dieses kooperative Vorgehen mag bisweilen langsam und aufwendig erscheinen, aber die jüngsten Erfahrungen zeigen, daß es von Erfolg sein kann und die Mühe lohnt.

Der internationale Dialog über makroökonomische Fragen ist auch dann wünschenswert, wenn die Geldpolitik der einzelnen Länder allein an binnenwirtschaftlichen Zielen ausgerichtet ist. Angesichts der stark miteinander verflochtenen Kapitalmärkte können geldpolitische Änderungen im Inland auf die Wechselkurse durchschlagen, die ihrerseits das Preisniveau in anderen Ländern beeinflussen können. Daß die Devisenmärkte bei Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Eckdaten bisweilen überzogen oder auch überhaupt nicht reagieren, sollte ebenfalls Anlaß zu Besorgnis auf internationaler Ebene geben, und es sollte die Frage gestellt werden, wie eventuelle Wechselkursanspannungen durch finanz- und strukturpolitische Änderungen gemildert werden könnten. Im Hinblick darauf, daß es gelegentlich zu Fehlentwicklungen auf den Märkten kommen kann, könnten sich außerdem gewisse international vereinbarte Standards für die Verschuldung und für andere makroökonomische Größen als nützlich erweisen, damit die Länder gar nicht erst in Schwierigkeiten geraten.

Die jüngsten Ereignisse haben gezeigt, daß alle Beteiligten – in den etablierten Industrieländern ebenso wie in den aufstrebenden Volkswirtschaften – zusammenarbeiten müssen, um die Widerstandsfähigkeit der internationalen Finanzmärkte zu stärken. Die Zentralbanken können dies zwar nicht selbst sicherstellen, sie sind aber in vielen Ländern eng an der Überwachung und Analyse der Marktentwicklung beteiligt, und sie verwenden in zunehmendem Maße Marktinstrumente, um ihre Politik umzusetzen. Das Bestreben, auf internationaler Ebene gleiche Wettbewerbsbedingungen für die Finanzinstitute zu schaffen und für gut funktionierende Schnittstellen zwischen den nationalen Zahlungsverkehrssystemen zu sorgen, erfordert auch eine Zusammenarbeit in den traditionellen Aufgabenbereichen der Zentralbanken. Die Zentralbanken sind daher aufgerufen, weiterhin mit dafür Sorge zu tragen, daß die Märkte und die Infrastruktur im Finanzbereich auch in Zukunft so funktionieren, wie es der Stabilität im internationalen Währungs- und Finanzsystem zuträglich ist. Dieser Gedanke bewegte, wie man nicht vergessen sollte, auch diejenigen, die vor 65 Jahren das Mandat unserer Institution aufstellten.

Basel, 24. Mai 1995

ANDREW CROCKETT
Generaldirektor

Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung

vom 31. März 1995

Bilanz vom 31. März 1995

(in Goldfranken – siehe Anmerkung 1)

Aktiva		
Gold		4 373 392 132
Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken		9 758 370
Schatzwechsel		5 520 274 016
Terminguthaben und Kredite		
Gold		
bis zu 3 Monaten	282 781 538	
von mehr als 3 Monaten	259 069 808	
Währungen		
bis zu 3 Monaten	36 127 056 275	
von mehr als 3 Monaten	<u>6 351 633 262</u>	
		43 020 540 883
Staats- und andere Wertpapiere		
bis zu 3 Monaten	5 947 524 799	
von mehr als 3 Monaten	<u>6 336 795 537</u>	
		12 284 320 336
Verschiedenes		19 235 740
Land, Gebäude und Geschäftsausstattung		<u>1</u>
		<u>65 227 521 478</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 1995: 96 391 648 Goldfranken.

		Vor	Nach
		Verwendung des Reingewinns	
Passiva			
Stammkapital			
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		295 703 125	295 703 125
Reserven			
Gesetzlicher Reservefonds	30 070 313		30 070 313
Allgemeiner Reservefonds	732 216 157		764 916 157
Besonderer Dividenden-Reservefonds	50 530 055		53 530 055
Freier Reservefonds	733 666 872		806 966 872
		1 546 483 397	1 655 483 397
Einlagen (Gold)			
Zentralbanken			
auf Sicht	4 042 312 303		
bis zu 3 Monaten	63 254 613		
von mehr als 3 Monaten	51 403 302		
		4 156 970 218	4 156 970 218
Einlagen (Währungen)			
Zentralbanken			
auf Sicht	1 401 930 963		
bis zu 3 Monaten	51 969 341 951		
von mehr als 3 Monaten	484 017 087		
Andere Einleger			
auf Sicht	69 270 690		
bis zu 3 Monaten	2 595 772 768		
von mehr als 3 Monaten	414 124 599		
		56 934 458 058	56 934 458 058
Vorsorgesystem des Personals		271 008 944	271 008 944
Verschiedenes		1 860 489 020	1 860 489 020
Gewinn- und Verlustrechnung		162 408 716	—
Dividende, zahlbar am 1. Juli 1995		—	53 408 716
		<u>65 227 521 478</u>	<u>65 227 521 478</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 1995 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, 27. April 1995

PRICE WATERHOUSE

Gewinn- und Verlustrechnung

für das am 31. März 1995 abgeschlossene Geschäftsjahr
(in Goldfranken)

Nettozinsen und sonstige Geschäftseinnahmen		229 279 058
Abzüglich: Verwaltungskosten		
Verwaltungsrat	1 167 611	
Direktion und Personal	40 207 740	
Geschäfts- und Bürokosten	17 364 433	58 739 784
Geschäftsertrag		170 539 274
Abzüglich: Zuweisungen an		
Rückstellung für außerordentliche		
Verwaltungskosten	3 389 388	
Rückstellung für die Gebäudemodernisierung und		
die Erneuerung der Geschäftsausstattung	4 741 170	8 130 558
Reingewinn für das am 31. März 1995		
abgeschlossene Geschäftsjahr		162 408 716
Der Verwaltungsrat empfiehlt der ordentlichen Generalversammlung,		
den Reingewinn in Übereinstimmung mit Artikel 51 der Statuten wie		
folgt zu verwenden:		
Dividende: 250 Schweizer Franken auf 473 125 Aktien		53 408 716
		109 000 000
Zuweisung an den Allgemeinen Reservefonds		32 700 000
		76 300 000
Zuweisung an den Besonderen Dividenden-Reservefonds		3 000 000
		73 300 000
Zuweisung an den Freien Reservefonds		73 300 000
		—

Veränderung der Reserven der Bank

während des am 31. März 1995 abgelaufenen Geschäftsjahres
(in Goldfranken)

I. Zusammensetzung der Reserven nach Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1994/95

	Gesetzlicher Reservefonds	Allgemeiner Reservefonds	Besonderer Dividenden- Reservefonds	Freier Reservefonds
Stand am 1. April 1994 nach Verwendung des Reingewinns für das Geschäftsjahr 1993/94	30 070 313	732 216 157	50 530 055	733 666 872
Zuzüglich: Zuweisungen in bezug auf das Geschäftsjahr 1994/95	—	32 700 000	3 000 000	73 300 000
Stand am 31. März 1995 laut Bilanz	30 070 313	764 916 157	53 530 055	806 966 872

II. Dem eingezahlten Kapital und den Reservefonds per 31. März 1995 (nach Gewinnverwendung) standen gegenüber:

	Eingezahltes Kapital	Reserven	Zusammen
Nettoaktiva in			
Gold	295 703 125	366 178 487	661 881 612
Währungen	—	1 289 304 910	1 289 304 910
	295 703 125	1 655 483 397	1 951 186 522

Verwaltungsrat

W.F. Duisenberg, Amsterdam
Vorsitzender des Verwaltungsrats,
Präsident der Bank

Carlo Azeglio Ciampi, Rom
Stellvertretender Vorsitzender

Urban Bäckström, Stockholm
Antonio Fazio, Rom
Edward A.J. George, London
Alan Greenspan, Washington
Hervé Hannoun, Paris
Lord Kingsdown, London
Markus Lusser, Zürich
William J. McDonough, New York
Yasuo Matsushita, Tokio
Helmut Schlesinger, Frankfurt a.M.
Gordon G. Thiessen, Ottawa
Hans Tietmeyer, Frankfurt a.M.
Jean-Claude Trichet, Paris
Alfons Verplaetse, Brüssel
Philippe Wilmès, Brüssel

Stellvertreter

Alan S. Blinder oder
Edwin M. Truman, Washington
Ian Plenderleith oder
T.R. Smeeton, London
Jean-Jacques Rey, Brüssel
André Robert oder
Armand Pujal, Paris
Carlo Santini oder
Stefano Lo Faso, Rom
Helmut Schieber oder
Bernd Goos, Frankfurt a.M.

Direktion

Andrew Crockett	Generaldirektor
Rémi Gros	Beigeordneter Generaldirektor
Gunter D. Baer	Generalsekretär, Abteilungschef
Malcolm Gill	Chef der Bankabteilung, Direktor
William R. White	Volkswirtschaftlicher Berater, Chef der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Marten de Boer	Direktor, Interne Revision, Buchhaltung und Finanzkontrolle
Renato Filosa	Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Mario Giovanoli	Rechtsberater, Direktor
Guy Noppen	Direktor, Generalsekretariat
André Bascoul	Stellvertretender Direktor, Generalsekretariat
Joseph R. Bisignano	Stellvertretender Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Zenta Nakajima	Stellvertretender Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung (ab 1. Juni 1995)
Günter Pleines	Stellvertretender Direktor, Bankabteilung
Jean-Marc Andreoli	Beigeordneter Direktor, Generalsekretariat
John A. Bispham	Beigeordneter Direktor, Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Paul C. Bridge	Beigeordneter Direktor, Bankabteilung
Jean-Claude Dagassan	Beigeordneter Direktor, ECU-Clearing-Agent
Yukio Iura	Beigeordneter Direktor, Bankabteilung
Daniel Lefort	Beigeordneter Direktor, Rechtsdienst
Alexander Radzyner	Beigeordneter Direktor, Generalsekretariat
Claude Sivy	Beigeordneter Direktor, Interne Revision
Frederik C. Musch	Generalsekretär des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht, Währungs- und Wirtschaftsabteilung

