

Berichte

Die Entwicklung der Euro-Geld- und Kapitalmärkte seit 1973*

I. Einleitung

Zu den empirischen Aspekten des internationalen Konjunkturzusammenhangs gehört auch die Finanzierung der Transaktionen im Leistungs- und Kapitalverkehr. Vor allem wegen der internationalen Zahlungsbilanzfinanzierung, die in hohem Maße über die Euro-Geld- und Kapitalmärkte abgewickelt wird, stellen sich hier jedoch in den letzten Jahren besondere Probleme.

Funktionsbedingungen und Aufgaben dieser internationalen Finanzmärkte haben sich seit 1973 grundlegend geändert:

1. Der Zusammenbruch des *Bretton-Woods*-Systems führte im März 1973 zur weltweiten Einführung flexibler Wechselkurse. Dies hatte zur Folge, daß — soweit es nicht zu einer Anpassung der Zahlungsbilanzen kam — die Zahlungsbilanzfinanzierung zum Teil „privatisiert“, also den internationalen Finanzmärkten überlassen wurde. Statt als Drehscheibe für spekulative Gelder zu dienen, sahen sie sich nun stärker vor der Aufgabe, den Leistungs- und Kapitalverkehr zu finanzieren;
2. im Sommer 1973 gingen viele Industrieländer wegen einer raschen Beschleunigung der Inflation und stark ausgelastetem Produktionspotential zu einer Restriktionspolitik über, die zu der nachfolgenden Weltrezession der Jahre 1974/75 beigetragen hat¹. Für die Euromärkte hatte dies zur Folge, ausgeprägte Schwankungen im Finanzierungs- und Zinsklima überstehen zu müssen;

* Referat vor dem Ausschuß für Außenwirtschaftstheorie und -politik der Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften (Verein für Socialpolitik). Das Manuskript wurde Ende April 1977 abgeschlossen und nur stellenweise ergänzt.

¹ Zur internationalen Konjunktorentwicklung berichtet ausführlich der 44. Jahresbericht der BIZ, Basel 1974, S. 8 ff. sowie der 47. Jahresbericht der BIZ, Basel 1977, S. 10 ff.

3. die Ölkrise Mitte Oktober 1973 brachte eine umfassende Verschiebung im Leistungsbilanzgefüge der Welt mit sich, was — sollten Handelsrestriktionen vermieden werden — die Finanzierungsaufgaben der Euromärkte vor völlig neue Dimensionen stellte. Anfängliche Erwartungen, die Leistungsbilanzstrukturen könnten sich schon auf mittlere Sicht wieder normalisieren, erfüllten sich ebensowenig wie Befürchtungen, die Finanzmärkte müßten alsbald zusammenbrechen. Inzwischen ist deutlicher, daß die weltweit gestörte Leistungsbilanzsituation von längerer Dauer sein wird, und die Dringlichkeit wächst, von der „privaten“ oder „offiziellen“ Finanzierung der Zahlungsbilanzen abzugehen und statt dessen eine verbesserte Anpassung anzustreben;
4. die Leistungsfähigkeit der Euro-Finanzmärkte ist durch den Anfang 1974 einsetzenden Abbau der Kapitalverkehrsbeschränkungen wichtiger Industrieländer (darunter der amerikanischen Interest Equalisation Tax) gestärkt worden².

Vor dem Hintergrund dieser völlig gewandelten Szene haben früher intensiv diskutierte Probleme — etwa die der Geldschöpfungskapazität oder einer administrativen Kontrolle der Euromärkte³ — an Aufmerksamkeit verloren. Statt dessen hat sich die Frage in den Vordergrund geschoben, wie durch eine zweckmäßige Kooperation zwischen den am Euromarkt tätigen Banken und den nationalen wie internationalen Währungsbehörden die Probleme bei der Finanzierung und Anpassung von Zahlungsbilanzen gelöst werden können.

II. Zur Statistik der Euro-Finanzmärkte

Die wachsende internationale Wirtschaftsverflechtung hat eine ständige Ausweitung der internationalen Finanzmärkte mit sich gebracht. So stieg das Volumen des Euro-Währungsmarktes (er umfaßt die Fremdwährungspositionen der Banken in acht europäischen Berichtsländern) von knapp 80 Mrd. Dollar Ende 1970 über 190 Mrd. Dollar Ende 1973 auf rund 305 Mrd. Dollar Ende 1976 (vgl. Tabelle). Dabei

² Einführung und Abbau von Devisenverkehrsbeschränkungen werden im einzelnen in Berichten des IWF geschildert; vgl. z. B.: „Twenty-Sixth Annual Report on Exchange Restrictions“, Washington D. C. 1975, S. 4, 12.

³ *Willms*, Manfred, „Money Creation in the Euro-Currency Market“ in: *WWA*, Bd. 112 (1976), S. 201 ff. und die dort angegebene Literatur. *Feder*, David, „Wie läßt sich der Euromarkt unter Kontrolle bringen?“, Zürich o. J. (1974), insbes. S. 59 ff.

Volumen der Euro-Geld- und Kapitalmärkte (Mrd. US-Dollar)

Jahr bzw. Jahresendstand	Euro-Geldmärkte			Euro- Kapital- markt ^{d)}
	Euro- Währungs- markt ^{a)}	Inter- nationaler Währungs- markt ^{b)}	Euro- Geldmarkt (Netto- volumen) ^{c)}	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
I. Beträge^{e)}				
1970	78,3	...	57	... *)
1971	100,1	...	71	...
1972	131,8	...	92	(105)
1973	187,6	...	132	(155)
1974	215,2	360,7	177	(210)
1975	258,1	442,4	205	(250)
1976	305,3	547,7	247	(300)
II. Veränderung in Mrd. \$^{e)}				
1971	+ 21,8	...	+ 14	...*)
1972	+ 31,7	...	+ 21	...
1973	+ 55,8	...	+ 40	(+ 50)
1974	+ 27,6	...	+ 45	(+ 55)
1975	+ 42,9	+ 81,7	+ 28	(+ 40)
1976	+ 47,2	+ 105,3	+ 42	(+ 50)
III. Veränderung in %^{e)}				
1971	+ 27,8	...	+ 24,6	...*)
1972	+ 31,7	...	+ 29,6	...
1973	+ 42,3	...	+ 43,5	(+ 47,6)
1974	+ 14,7	...	+ 34,0	(+ 35,5)
1975	+ 19,9	+ 22,7	+ 15,8	(+ 19,0)
1976	+ 18,3	+ 23,8	+ 20,5	(+ 20,0)

a) Fremdwährungspositionen der Banken in acht europäischen Berichtsländern (Forderungen). — b) Auslandspositionen der Banken in zehn Berichtsländern, den USA und der Auslandsniederlassungen der amerikanischen Banken in der Karibik und in Fernost (Forderungen). — c) Ausstehender Betrag der über die berichtenden europ. Banken laufenden Fremdwährungskredite (Schätzungen). — d) Mittelfristige Euro-Konsortialkredite sowie internat. Anleihemärkte (Euro-Anleihen, traditionelle Auslandsanleihen und Sonderemissionen). — e) Einschl. bewertungsbedingter Änderungen bei Nichtdollarwährungen.

*) Schätzung unter Einschuß der Fremdwährungsgeschäfte von Banken außerhalb des europäischen Berichtsgebietes.

Quelle: BIZ, OECD und Deutsche Bundesbank.

expandierten die Märkte seit 1974 bei weitem nicht mehr so rasch wie noch im System fester Wechselkurse anfangs der siebziger Jahre, weil es zu Vertrauenseinbußen kam (*Herstatt*-Krise Mitte 1974) oder der Finanzierungsbedarf konjunkturbedingt nachließ (1975). Unter Einrechnung der Auslandsforderungen (brutto) von Banken in Kanada, Japan, den USA, sowie von den Niederlassungen amerikanischer Banken in der Karibik und in Fernost — d. h. einschließlich des „Asien-Dollarmarktes“ — haben die internationalen Währungsmärkte Ende 1976 ein Volumen von rd. 550 Mrd. Dollar erreicht.

Das Nettovolumen der über die europäischen Banken an In- oder Ausländer ausgereichten Kredite in fremden Währungen ist freilich geringer; es machte Ende 1976 schätzungsweise 247 Mrd. Dollar aus, nahezu das Doppelte von Ende 1973 (132 Mrd. Dollar). Schließt man auch hier die Banken in den oben genannten Ländern ein, so weist der internationale Markt für Fremdwährungskredite Ende 1976 ein Volumen von rd. 300 Mrd. Dollar aus, was gegenüber Ende 1973 ebenfalls eine Verzwelfachung bedeutet.

Während die Euro-Geldmärkte im wesentlichen (zu rd. 75 %) Interbankmärkte sind, auf denen in Fristen bis zu einem Jahr, ausnahmsweise auch bis zu fünf Jahren, auf der Basis von Roll-over-Krediten und mit Hilfe der Konsortialtechnik große Summen aufgebracht werden können, herrschen am Euro-Kapitalmarkt die Beziehungen zwischen Banken und Nichtbanken und Summen in der Größenordnung von je rd. 100 Mio. Dollar vor. Auch das Volumen des Euro-Kapitalmarktes hat tendenziell zugenommen, von rd. 18 Mrd. Dollar im Jahre 1973 (ca. 20 % des gleichzeitigen Euro-Geldmarktvolumens) auf etwa 60 Mrd. Dollar im Jahre 1976. Die Fazilitäten des Euro-Kapitalmarktes dienen dabei sowohl der Zahlungsbilanzfinanzierung als auch der Abdeckung öffentlicher Haushaltsdefizite in vielen Industrieländern.

In der Gläubiger/Schuldner-Struktur des Eurogeldmarktes hat sich, wie die nachstehende Tabelle zeigt, seit 1973 ein deutlicher Wandel vollzogen: Zu bedeutenden Geldgebern sind die ölexportierenden Länder geworden, die dem Markt Ende 1976 rd. 45 Mrd. Dollar zur Verfügung stellten, etwa ebensoviel wie alle Nichtbanken im europäischen Berichtsgebiet. Auf der Nehmerseite finden sich dagegen in stärkerem Maße als bisher die z. T. mit erheblichen Zahlungsbilanzdefiziten belasteten entwickelten Länder sowie die Ostblockstaaten. Per Saldo wird der Markt hauptsächlich von den Anlagen der ölexportierenden

Mittelherkunft und -verwendung am Euro-Geldmarkt

Position	Dez. 1973	Dez. 1976	Struktur (in %)	
			Dez. 1973	Dez. 1976
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
I. Mittelherkunft,				
gesamt	Mrd. US-Dollar			
1. Europ.Berichtsgebiet ..	132,0	247,0	100,0	100,0
darunter:				
2. Nichtbanken	50,8	87,6	38,5	35,5
3. USA	(27,5)	(44,7)	(20,8)	(18,1)
4. Kanada u. Japan	19,3	18,8	14,6	7,6
5. übrige entwickelte Länder	17,7	21,3	13,4	8,6
6. Osteuropa	3,7	6,4	2,8	2,6
7. off-shore-Finanzplätze	12,5	30,1	9,5	12,2
8. Öllexportierende Länder	24,6	45,2	18,6	18,3
9. Entwicklungsländer ...	21,3	21,3	8,6	8,6
II. Mittelverwendung,				
gesamt	132,0	247,0	100,0	100,0
1. Europ.Berichtsgebiet ..	49,0	75,2	37,1	30,4
darunter:				
2. Nichtbanken	(29,5)	(51,5)	(22,3)	(20,9)
3. USA	26,2	18,2	19,8	7,4
4. Kanada u. Japan	14,7	21,6	8,7	8,7
5. übrige entwickelte Länder	14,7	33,0	11,1	13,4
6. Osteuropa	7,4	20,8	5,6	8,4
7. off-shore-Finanzplätze	18,7	40,8	14,2	16,5
8. Öllexportierende Länder	14,3	9,6	10,8	3,9
9. Entwicklungsländer ...	24,7	24,7	10,8	10,0
III. Nettosition^{a)}				
1. Europ. Berichtsgebiet ..	—	—	—	—
darunter:				
2. Nichtbanken	— 1,8	— 12,4	...	...
3. USA	(+ 2,0)	(+ 6,8)	...	...
4. Kanada	+ 6,9	+ 0,6	...	...
5. übrige entwickelte Länder	+ 11,1	+ 11,1	...	...
6. Osteuropa	— 3,0	+ 11,7	...	...
7. off-shore-Finanzplätze	+ 3,7	+ 14,4	...	...
8. Öllexportierende Länder	+ 6,2	+ 10,7	...	...
9. Entwicklungsländer ...	— 10,3	— 35,6	...	...
		+ 3,4	...	...

a) Plusvorzeichen: Das betreffende Land oder Gebiet hat per Saldo Eurogeldmittel erhalten.

Quelle: BIZ-Eurogeldmarktstatistik.

Länder sowie der Banken des Berichtsgebietes gespeist. Den Nutzen als Nettoschuldner ziehen vornehmlich die osteuropäischen Länder, die off-shore-Finanzplätze, Kanada, Japan und die Nichtbanken im Berichtsgebiet; den ölexportierenden Entwicklungsländern fließen netto nur geringe Summen zu.

Was die währungsmäßige Zusammensetzung angeht, so ist sie, wie aus der Tabelle S. 546, Abschnitt II, ersichtlich, Ende 1976 gegenüber Ende 1974 kaum verändert: Auf US-Dollar lauten jeweils rd. 73 % der Forderungen. Die DM-Komponente bewegt sich jeweils bei rd. 16 %. Die teilweise massiven Außenwertverschiebungen einzelner Währungen scheinen mithin — auch wenn diese Änderungen im statistischen Dollar-Wert berücksichtigt sind — ohne sichtliche Wirkung auf ihre Stellung am Euromarkt gewesen zu sein.

Auf den internationalen Kredit- und Anleihemärkten (Tabelle S. 547), die im Unterschied zu nationalen Kapitalmärkten keinen kontinuierlichen Mittelzufluß kennen, aber zusätzlich der Wechselkursunsicherheit und auch der „Konkurrenz“ durch den Euro-Geldmarkt ausgesetzt sind⁴, waren 1976 Euro-Konsortialkredite, Euroanleihen und traditionelle Auslandsanleihen etwa gleichrangig vertreten. Auffällig ist jedoch, in welchem Ausmaß öffentliche Stellen den Euro-Kapitalmarkt beanspruchten (1975: schätzungsweise 20 Mrd. Dollar), teils wohl um normale Haushaltsdefizite abzudecken, teils aber aus Zahlungsbilanzgründen⁵. Als Emittenten treten zunehmend Entwicklungsländer auf, ob schon ihre wachsende Verschuldung hie und da zu Besorgnissen Anlaß gegeben und so den Marktzutritt erschwert hat. Bislang sind allerdings kaum Fälle notleidend gewordener Anleihen aufgetreten.

Die Zinsentwicklung an den internationalen Finanzmärkten spiegelt seit Ende 1973 zum Teil das konjunkturelle Klima wider, das sich bis Mitte 1975 verschlechterte. Überwiegend zeigt sich aber eine Reaktion auf den außerordentlich beschleunigten internationalen Inflationsprozeß, der die Zinsen vor allem 1974 auf bisher nicht gekannte Höhen trieb. Außerdem machte sich auch die Vertrauenskrise nach dem Zusammen-

⁴ Vgl.: 45. Jahresbericht der BIZ, Basel 1975, S. 152 ff. — Über Größe, Laufzeit und Verzinsung von Eurokrediten in neuerer Zeit vgl. auch IMF-Survey vom 4. April 1977, S. 97 und 103 ff. sowie IMF-Survey (Supplement on International Lending) v. 6. Juni 1977.

⁵ Vgl. auch *van den Adel, M.*, „Wandlungen auf dem Eurogeld- und Eurokapitalmarkt“, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 19/1976 (1. Okt.), S. 896 ff.

Euro-Geldmarkt: Entwicklung seit 1973 (Mrd. US-Dollar)

Position	Her- kunft und Ver- wendg.	darunter: OPEC-Länder		Veränderung in Mrd. \$ gegen Vorjahr		
		Her- kunft	Ver- wen- dung	Her- kunft + Ver- wendg.	OPEC-Länder	
					Her- kunft	Ver- wendg.
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
I. Herkunft u. Verwendung von Euro-Geldern^{s)}						
1973, Dezember	132	...	...	...	...	...
1974, Dezember	177	29,1	3,5	+ 45	...	...
1975, Dezember	205	34,6	5,3	+ 28	+ 5,5	+ 1,8
1976, März	211	34,4	6,0	+ 25	+ 2,6	+ 2,2
Juni	219	37,4	6,9	+ 27	+ 4,9	+ 2,6
September	230	41,1	8,1	+ 34	+ 8,8	+ 3,3
Dezember	247	45,2	9,6	+ 47	+ 10,6	+ 4,3
	Mrd. US-\$	Struk- tur (%)		<i>Nachrichtlich:</i>		
II. Währungsstruktur des Euro-Währungs- marktes				Stand von Ende Dezember 1974		
Forderungen; Stand Ende Dezember 1976						
... gesamt	305,3	100,0		100,0		
US-Dollar	224,0	73,4		72,6		
D-Mark	48,7	16,0		16,3		
Schweizer Franken	17,9	5,9		6,7		
Holl. Gulden	3,8	1,2		0,9		
Pfund-Sterling ...	2,2	0,7		1,0		
Franz. Francs	2,6	0,9		0,7		
Andere Währungen	6,1	2,0		1,9		
... gegenüber Nicht- banken	73,5	24,1		24,6		

s) Schätzung.

Quelle: BIZ-Euro-Geldmarktstatistik.

Internationale Kredit- und Anleihemärkte (Mrd. US-Dollar)

Position	1973	1974	1975	1976p)
I. Mittelfristige Euro-Konsortialkredite^{a)}	20,9	28,5	20,6	27,4
1. Kreditnehmer:				
Öffentliche Stellen ^{b)}	(15,6)	(20,2)	(15,6)	(20,1)
Private Stellen	(5,3)	(8,3)	(5,0)	(7,3)
2. Länder:				
OECD-Länder	(11,6)	(17,4)	(5,5)	(9,2)
Entwicklungsländer	(7,1)	(7,7)	(11,2)	(13,9)
Staatshandelsländer ^{c)} ..	(0,7)	(0,9)	(2,4)	(2,2)
Sonstige (einschl. Internationale Organisationen)	(1,5)	(2,5)	(1,5)	(2,1)
II. Internationale Anleihemärkte	9,9	12,3	22,1	31,8
OECD-Länder (als Emittenten)	(5,4)	(5,8)	(15,1)	...
Euro-Anleihen ^{d)}	4,1	3,5	8,7	14,6
1. In D-Mark	1,0	0,6	2,9	3,0
2. Emittenten:				
Öffentliche Stellen	2,0	2,6	5,1	...
Private Stellen	2,1	0,8	3,6	...
Traditionelle Auslandsanleihen	4,4	5,2	11,2	16,4
darunter: in der Bundesrepublik Deutschland emittiert	0,4	—	0,4	0,7
Sonderemissionen ^{e)} f)	1,4	3,6	2,2	0,8
Insgesamt (I + II)	30,8	40,8	42,7	59,2

a) Öffentlich bekanntgewordene, von internationalen Bankenkonsortien eingeräumte, aber nicht notwendigerweise bereits in Anspruch genommene Kredite mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr, die ganz überwiegend auf Roll-over-Basis finanziert werden.

b) Einschl. öffentlicher Unternehmen und Finanzinstitute sowie internat. Organisationen.

c) Einschl. Comecon-Institutionen, jedoch ohne die Länder Kuba, Nordkorea und Vietnam, die in der Gruppe der Entwicklungsländer enthalten sind.

d) Von internationalen Bankenkonsortien begebene Anleihen.

e) Einschl. Sonderemissionen in D-Mark.

f) Privatplacierungen mit Währungsbehörden, Regierungen oder internationalen Organisationen bzw. im Mittleren Osten.

p) Vorläufig.

Quelle: OECD, Deutsche Bundesbank.

bruch des Bankhauses *Herstatt* bemerkbar. Ferner führte der schrittweise Abbau von Kapitalverkehrsbeschränkungen in den USA, der Bundesrepublik und vielen anderen Industrieländern (mit Ausnahme der Schweiz) zu einer Normalisierung des Zinsgefälles zwischen den Euro- und Inlandssätzen wichtiger Währungen⁶; ähnliches gilt für die Renditenabstände zwischen Inlands- und Euro-Anleihen in DM und in Dollar⁷. Schließlich stellte sich infolge der seit dem Herbst 1974 fallenden Eurogeldmarktzinsen auch eine „normale“ Zinsstruktur zwischen Geld- und Kapitalmärkten wieder her, was dem Eurokapitalmarkt beträchtliche Impulse bei Nachfrage und Angebot, teils zu Lasten der Geldmärkte verlieh. 1976 schmiegte sich die Zinstendenz auf den Eurogeldmärkten relativ eng an die Zinsverhältnisse der Binnenmärkte. Einige spekulative Attacken auf verschiedene Währungen (Francs, Gulden, Pfund) führten zu gelegentlichen ausgeprägten Zinssprüngen. Auf den Euro-Kapitalmärkten gaben die Zinsen trotz des höheren Marktvolumens nahezu kontinuierlich nach, worin sich vornehmlich das Nachlassen inflationärer Erwartungen niederschlug⁸.

III. Entwicklung seit 1973: Bestimmungsfaktoren und Probleme

1. Bestimmungsfaktoren

Die Entwicklung der Euro-Geld- und Kapitalmärkte seit 1973 war, wie eingangs erläutert, dadurch bestimmt, daß Wechselkursflexibilität, Ölkrise und Weltrezession völlig neuartige Aufgaben und Probleme schufen. Nach überwiegender Auffassung sind ihnen die Euro-Finanzmärkte auch durchaus gerecht geworden; wegen ihrer Beweglichkeit, Anpassungsfähigkeit und Flexibilität ging im eigentlichen Kernbereich, nämlich der Finanzierung der Zahlungsbilanzdefizite, die „... Rückschleusung der Devisenüberschüsse der OPEC-Länder besser als erwartet vonstatten . . .“⁹, und „die Tatsache, daß sich die Banken in den letzten Jahren in erheblichem Maße in das internationale Finanzierungs-

⁶ Die verschiedenen Eurowährungen verzinsen sich wegen der Effizienz der Märkte und des reibungslosen Kapitalflusses zwischen ihnen unter Einrechnung von Kurssicherungskosten (Swapsatz) praktisch gleich.

⁷ Vgl.: 46. Jahresbericht der BIZ, Basel 1976, S. 98.

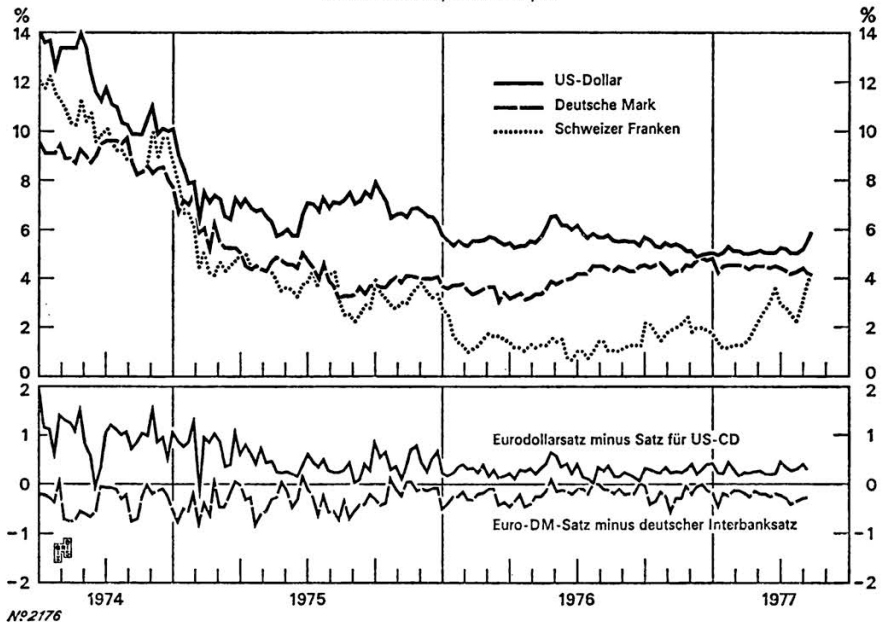
⁸ Vgl.: 47. Jahresbericht der BIZ, Basel 1977, S. 123, 124.

⁹ Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1974, S. 47. — Ähnlich: Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1976, S. 63, sowie: *Emminger*, Otmar, „Die internationalen Finanzmärkte und die Rückschleusung der Ölgelder“ in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln Nr. 15 v. 20. Februar 1975, S. 4.

geschäft ... eingeschaltet haben, hat sich per Saldo in der Weltwirtschaft als Stabilisierungsfaktor erwiesen“¹⁰.

Interbanksätze für Dreimonats-Eurogeldmarkteinlagen und Abstand
zu den Inlandszinsen

Mittwochswerte, in Prozent p. a.



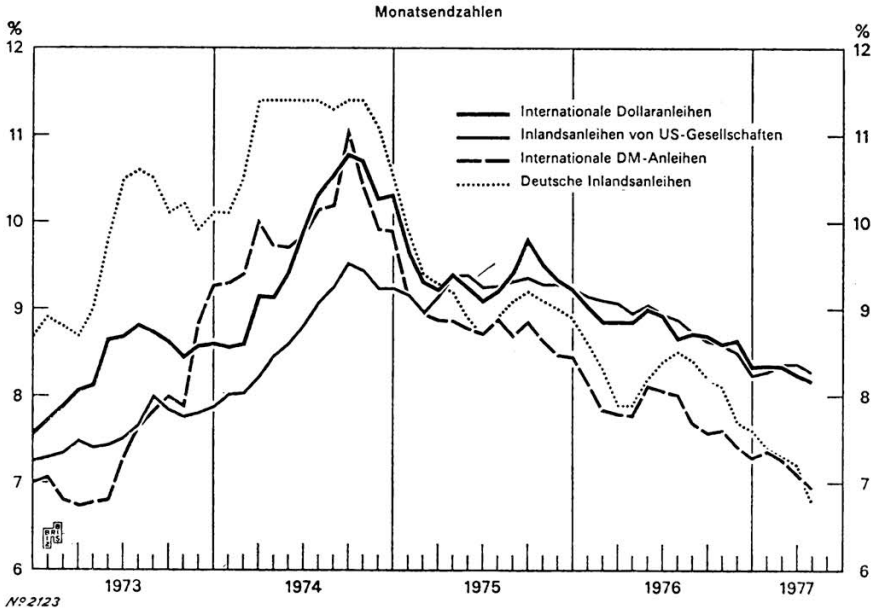
Jedoch war schon frühzeitig erkannt worden, daß wegen Dauer und Umfang der Leistungsbilanzungleichgewichte „... the Euro-Currency markets do not provide a complete answer to the problem of recycling oil revenues ...“¹¹, weil mit dem gewaltigen Umfang des „Recycling ... Probleme entstanden, die für die Zukunft eine relativ abnehmende Rolle des Eurobankensystems ... erwarten lassen“¹². Immerhin haben die veränderten Umstände auch zu einer anderen Einstellung mancher Währungsbehörden zu den internationalen Finanzmärkten geführt. An die Stelle des Versuchs ihrer Austrocknung oder mindestens administrativen Lenkung ist die Absicht getreten, kritische Zuspitzungen durch eine kooperative Haltung zu vermeiden¹³.

¹⁰ 47. Jahresbericht der BIZ, Basel 1977, S. 108.

¹¹ Witteveen, J., „Recycling the Oil Billions“ in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 26 vom 13. Mai 1974, S. 8.

¹² Emminger, O., a.a.O., S. 4/5.

Renditen internationaler und nationaler US-Dollar- und DM-Anleihen*



* US-Inlandsanleihen: Renditen bezogen auf die Gesamtlaufzeit; übrige Anleihen: Renditen bezogen auf die durchschnittliche Laufzeit.

a) System flexibler Wechselkurse seit März 1973

Mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen, der Bildung des Europäischen Wechselkursverbundes und dem sich anschließenden schrittweisen Abbau von Kapitalverkehrsbeschränkungen ging für die Euromärkte ein erhöhter Bedarf an marktmäßigen Kurssicherungsoperationen und eine „zunehmende Einschaltung von Banken in die Zahlungsbilanzfinanzierung“¹³ einher. Ihre stark erhöhten Risiken — Bonität und Liquidität der Marktpartner, Transformations- und Transferisiko — sind nicht immer rechtzeitig erkannt worden, so daß es im Sommer 1974 nach dem wegen einer „Schiefelage“ bei Devisengeschäften eingetretenen Zusammenbruch des Bankhauses *Herstatt* zu krisenhaften Erscheinungen an den Euro-Finanzmärkten kommen konnte. Die

¹³ So beispielsweise: Möller, Wolfgang, „Euro-Geldmarkt und Refinanzierung“ in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 7 v. 1. 4. 1977, S. 270, und Kirbyshire, J. A., „Should developments in the euro-markets be a source of concern to regulatory authorities?“ in: Bank of England, Quarterly Bulletin, März 1977, S. 45, sowie die in Fußnote 17 erwähnte Pressemitteilung der BIZ.

¹⁴ 46. Jahresbericht der BIZ, Basel 1976, S. 78.

währungspolitische Reaktion auf dieses Ereignis (und ähnliche, weniger spektakuläre im Ausland) bestand einmal darin, daß bankaufsichtliche Regelungen verschärft wurden, um weiteren Devisenverlusten vorzubeugen¹⁵. Außerdem wurde bewußter, wie sehr „... sich die Euromärkte von den nationalen Kreditmärkten (unterscheiden)“, weil „... formal kein ‚lender of last resort‘ vorhanden ist, der im Falle einer Liquiditätskrise einspringen könnte“¹⁶. Dieses Problem stellt sich zwar den am Euromarkt tätigen amerikanischen Banken wegen ihres Rückhalts bei den Mutterinstituten weniger; auch ließe sich argumentieren, bei freizügigem Geldverkehr fände jeder Marktpartner die notwendigen Mittel, vorausgesetzt er gilt als solvent. Jedoch kann bei massiven Abzügen zu Lasten einiger Banken oder bei Umtauschoperationen zwischen mehreren Währungen wegen der daraus drohenden Wechselkurskonsequenzen der Weg zur (und ein Eingreifen der) Notenbank unausweichlich werden.

Die Notenbankgouverneure der Zehnergruppenländer und der Schweiz sahen sich daher im September 1974 zu folgender Feststellung veranlaßt: „The Governors also had an exchange of views on the problem of the lender of last resort in the Euromarkets. They recognized that it would not be practical to lay down in advance detailed rules and procedures for the provision of temporary liquidity. But they were satisfied that means are available for that purpose and will be used if and when necessary“¹⁷.

b) Ölkrise und Rezession

Ölkrise und weltweite Rezession wirkten 1974 und 1975 in der Tendenz gegenläufig auf die Euro-Finanzmärkte. Während die Zahlungsbilanzeffekte des höheren Ölpreises schon Ende 1973, erst recht aber 1974, Angebot und Nachfrage in Eurogeldern vermehrten, führte die Mitte 1974 einsetzende Konjunkturabschwächung einerseits zu einer rückläufigen Kreditnachfrage der Unternehmen, andererseits zu einem erhöhten Angebot von Einlagen bei Banken, so daß die Zinsen allge-

¹⁵ In der Bundesrepublik beispielsweise durch Einführung eines neuen Grundsatzes gem. §§ 10 und 11 des KWG (Grundsatz 1 a), der die offenen Devisenpositionen begrenzte, durch erweiterte Meldepflichten und eine Novellierung des KWG; vgl.: Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1974, S. 68 ff.

¹⁶ Vgl. Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 42 vom 12. Juli 1974, S. 6.

¹⁷ Press Review der BIZ, Basel, vom 10. Sept. 1974.

mein deutlich nachgaben¹⁸. Als sich dann 1975 die Leistungsbilanzstrukturen auf eine größere Ausgewogenheit hinbewegten, im Herbst in wichtigen Industrieländern ein Wirtschaftsaufschwung einsetzte und die Inflationsraten sowie die Inflationserwartungen langsam zurückgingen, wirkte sich dies sowohl auf die Geld- als auch auf die Kapitalmärkte belebend aus. Diese Tendenzen — Zinssenkung und Zunahme des Marktvolumens — herrschten wegen des umfangreichen Finanzbedarfs für Zahlungsbilanzzwecke, der schwachen inländischen Kreditnachfrage und reichlichem Mittelangebot auch im Jahre 1976 vor¹⁹.

Daten zur weltwirtschaftlichen Entwicklung seit 1973

Position	Schlüssel	1973	1974	1975	1976p)
Welthandel (Volumen) ..	1	+ 12	+ 5	- 6	+ 11
<i>OECD-Länder:</i>					
— BSP (real)	1	+ 6,3	+ 0,3	- 1,2	+ 5
— Industrieproduktion..	1	...	+ 0,2	- 7,8	+ 8,5
— Preisniveau für die Lebenshaltung	1	+ 7,9	+ 13,4	+ 11,2	+ 8,1
— Arbeitslosenrate) ...	—	3,0	3,3	5,1	5,1
— Leistungsbilanzsaldo	2	+ 2,8	- 32,5	- 6,5	- 26,0
Volumen des Euro-Geldmarktes (Jahresendstand)	2	132	177	205	247

Schlüssel: 1 = Veränderungen in % gegen Vorjahr; 2 = Mrd. US-Dollar.

·) Repräsentiert rd. 90 % der OECD-Mitglieder.

p) Vorläufig oder geschätzt.

Quelle: BIZ, OECD, Deutsche Bundesbank.

Es besteht weitgehend Übereinstimmung, daß der Beitrag der Euromärkte zur Finanzierung der ölbedingten Zahlungsbilanzverwerfungen in einer weltwirtschaftlich kritischen Phase notwendig und angemessen war. Vor allem konnte verhindert werden, „daß immer mehr Importkontrollen den Welthandel bedrohten oder verzerrten“²⁰, „Welthandel und Währungssystem ...“ konnten so „... noch einigermaßen glimpf-

¹⁸ Vgl.: 45. Jahresbericht der BIZ, Basel 1975, S. 137 und 46. Jahresbericht der BIZ, Basel 1976, S. 78.

¹⁹ Vgl.: 47. Jahresbericht der BIZ, Basel 1977, S. 103.

²⁰ Gehrman, D., „Das Euro-Finanzsystem im Jahre 1974“, Hamburg 1975 (HWWA-Institut; Report Nr. 33), S. 12.

lich davonkommen“²¹; es wird sogar die Meinung vertreten, daß „... Floating ... in Verbindung mit umfassender internationaler Bankkreditgewährung dazu beigetragen (hat), die Welt vor einer schweren Depression zu bewahren“²². Diese positive Einschätzung der privaten Zahlungsbilanzfinanzierung über die Euromärkte darf freilich nicht darüber hinwegtäuschen, daß auf diese Weise nicht nur die Anpassung der Wechselkurse, sondern auch der Leistungsbilanzen selber weitgehend unterblieb. Denn „... das Fehlen strikter Verhaltensregeln bei gleichzeitiger umfangreicher internationaler Bankkreditgewährung ... (ist) dazu angetan, international stark unterschiedliche Verhaltensmuster zu fördern“²³. Nicht zuletzt deshalb scheinen auch im ölnabhängigen Bereich die Leistungsbilanzen zu größeren Ungleichgewichten zu neigen. Die Wiederherstellung eines angemessenen internationalen Leistungsbilanzgefüges bleibt mithin eine bislang ungelöste Aufgabe.

2. Probleme

Die Probleme, vor denen die internationalen Finanzmärkte und die internationale Währungsordnung derzeit stehen, lassen sich in vier Bereiche aufteilen

- (1) Handels- und Kapitalverkehrsrestriktionen;
- (2) „private“ Zahlungsbilanzfinanzierung;
- (3) „offizielle“ Zahlungsbilanzfinanzierung;
- (4) Zahlungsbilanzanpassung.

Sie hängen folgendermaßen zusammen:

Auszugehen ist zunächst von dem seit der Ölkrise — aber nicht allein ihretwegen — erheblich gestörten internationalen Leistungsbilanzgefüge (Daten enthält die folgende Übersicht). Es ist in dreifacher Weise unausgewogen: einmal zwischen den ölexportierenden Ländern (hohe Leistungsbilanzüberschüsse) und den OECD-Ländern in ihrer Gesamtheit (Leistungsbilanzdefizite); zum anderen innerhalb der OECD-Länder selbst (Überschußgruppe, Defizitgruppe) und drittens zwischen den ölimportierenden Entwicklungsländern und der OPEC/OECD-Gruppe. Wegen dieser Verwerfungen war — vor allem angesichts der gleichzeitig einsetzenden Weltrezession — die Gefahr nicht von der

²¹ Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht für das Jahr 1974, S. 47.

²² 46. Jahresbericht der BIZ, Basel 1976, S. 140.

²³ 46. Jahresbericht der BIZ, Basel 1976, ebenda.

Hand zu weisen, Handels- und auch Kapitalverkehrsrestriktionen ergreifen oder gar Abwertungen anstreben zu müssen, um so die Zahlungsbilanzanpassung teilweise in Gang zu bringen.

Diese Gefahr ließ sich, in Erinnerung an die fatalen Wirkungen der Beggar-my-neighbour-policy in der Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre²⁴, teils dadurch vermeiden, daß man sich international auf einen entsprechenden Verhaltenskodex einigte²⁵ und die aus konjunkturellen Gründen notwendige Freizügigkeit der internationalen Transaktionen vereinbarte. Statt dessen richteten sich die Anstrengungen vielfach darauf, „... to facilitate inflows of capital through the banking system and to encourage foreign borrowing by nonbank firms“²⁶. Diese Art der „privaten Finanzierung brachte zwar einerseits den Vorteil mit sich, daß (die Eurogeldmärkte) als Drehscheibe imstande sind, die Gelder sehr flexibel an die verschiedensten Defizitländer weiterzuleiten. Andererseits ist eine übermäßige Konzentration der Ömilliarden auf den Eurogeldmärkten nicht unproblematisch²⁷.“ Die begrenzte Kapazität einer privaten Zahlungsbilanzfinanzierung ergibt sich nicht allein aus den Vorsichtsmotiven der beteiligten Banken (Bonitätsrisiko, Liquiditätsrisiko, Transformations- und Transferrisiko, Mißverhältnis zwischen Einlagen und Eigenkapital), sondern — währungspolitisch gesehen — daraus, daß damit die „offizielle“ Finanzierung durch Einschaltung nationaler und internationaler Institutionen abgedrängt und eine grundlegende Anpassung der Zahlungsbilanzen hinausgezögert wird.

Sobald sich die unausgewogene Leistungsbilanzstruktur als unerwartet dauerhaft erwies, gewann der Gedanke an Boden, von der überwiegend privaten Finanzierung auf Mischformen unter Teilnahme amtlicher Stellen („co-financing“, „parallel-financing“) und auf die Gewährung von Zahlungsbilanzkrediten mit wirtschaftspolitischen Auflagen durch internationale Organisationen überzugehen, letztlich aber doch eine Anpassung der Zahlungsbilanzen anzustreben.

²⁴ Vgl. Witteveen, J., a.a.O., S. 8.

²⁵ Z. B. in Ziff. 2 des Kommuniqués des Committee of Twenty vom 17./18. Jan. 1974, dessen Einhaltung zur Vorbedingung der Ziehungen im Rahmen der IWF-Ölfazilität gemacht wurde. Im Rahmen der OECD kam im Mai 1974 eine vergleichbare Einigung zustande und auch die „Outline of Reform“ (Juni 1974) sah im Teil II § 36 vor: „... to avoiding the escalation of restrictions on trade and payments for balance of payment purposes.“

²⁶ „Twenty-Seventh Annual Report on Exchange Restrictions“, Washington D. C. 1976, S. 5, sowie „Twenty-Sixth Annual Report on Exchange Restrictions“, Washington D. C. 1975, S. 4, 13.

²⁷ Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank f. d. Jahr 1973, S. 49.

Leistungsbilanzstrukturen (Mrd. US-Dollar)

Ländergruppe	1973	1974	1975	1976
OECD-Länder	+ 2,8	- 32,5	- 6,5	- 26,0
darunter:				
EG-Gruppenfloater	+ 8,3	+ 9,5	+ 1,2	- 2,5
BR Deutschland	(+ 4,4)	(+ 9,8)	(+ 3,9)	(+ 3,0)
USA	+ 0,0	- 3,6	+ 11,7	- 0,6
OPEC-Länder	+ 4,0	+ 62,0	+ 33,0	+ 45,0
Ölimportierende Entwicklungs- länder	- 2,5	- 23,0	- 34,0	- 25,0
Sonstige Länder (u. a. Staats- handelsländer) .....	...	- 6,5	- 14	- 12,5
<i>Nachrichtlich:</i>				
OECD-Länder				
— mit Überschüssen ^{a)}	+ 10,3	+ 12,7	+ 20,1	+ 12,4
— mit Defiziten	- 7,5	- 45,2	- 26,6	- 38,4

Quelle: Geschäftsberichte der Deutschen Bundesbank für die Jahre 1975 und 1976, Morgan Guaranty Trust Company, BIZ-Jahresberichte 1975/76, OECD-Economic Outlook sowie eigene Berechnungen.

a) 1973: BR Deutschland, Niederlande, Belgien-Luxemburg, Schweden, Schweiz, USA, Kanada, Australien/Neuseeland.

1974: BR Deutschland, Niederlande, Belgien-Luxemburg, Schweiz.

1975: BR Deutschland, Niederlande, Belgien-Luxemburg, Schweiz, USA.

1976: BR Deutschland, Niederlande, Schweiz, Japan.

a) Zahlungsbilanzfinanzierung und Recycling

Die Dimensionen des Recycling-Problems sind beachtlich, auch wenn sich anfängliche, auf Berechnungen der Weltbank gestützte Befürchtungen wohl nicht bewahrheiteten, die OPEC-Länder könnten bis 1980 einen kumulativen Überschuß in der Größenordnung von 650 Mrd. US-Dollar erzielen²⁸. Andererseits erweisen sich vermutlich solche Rechnungen als zu optimistisch, die zum Ergebnis hatten, bis 1985 seien die Leistungsbilanzüberschüsse aller OPEC-Länder (zu Preisen von 1974)

²⁸ *Fand*, David, J., „World Reserves and World Inflation“ in: Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, No. 115, Dez. 1975, S. 361; dort werden auch bereits die heute für realistisch gehaltenen Schätzungen eines kumulativen Überschusses der OPEC-Länder in der Größenordnung von 250 bis 300 Mrd. Dollar (bis 1985) genannt.

abgebaut²⁹. Immerhin haben die ölexportierenden Länder in den Jahren 1974 bis 1976 rd. 300 Mrd. Dollar aus Öllieferungen eingenommen.

Zur Anlagepolitik der Ölausfuhrländer (Mrd. US-Dollar)

Position	1974	1975	1976	1974 bis 1976	
				Be- trag	Struk- tur (in %)
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
I. Erlöse aus Ölexporten, ge- samt	89,8	96,8	113,2	299,8	100,0
in US-Dollar	70,8	84,8	...	...	...
in Pfund-Sterling	19,0	12,0	...	...	...
II. Aufteilung der anlagefähi- gen Überschüsse					
Neuanlagen, insgesamt..	57,0	35,7	35,3	128,0	100,0
A. Bankguthaben und Geld- marktanlagen	36,5	9,5	10,6	56,6	44,2
davon:					
Dollareinlagen in den USA	4,0	0,6	1,6	6,2	4,8
Sterlingeinlagen in Großbritannien	1,7	0,2	- 1,4	0,5	0,4
Einlagen und Kredite auf Fremdwährungs- märkten	22,8	9,1	12,6	44,5	34,8
Schatzwechsel in den USA und Großbri- tannien	8,0	- 0,4	- 2,2	5,4	4,2
B. Langfristige Anlagen	20,5	26,2	24,7	71,4	55,8
davon:					
Besondere bilaterale Abkommen ^{a)}	11,9	12,4	10,3	34,6	27,0
Kredite an internatio- nale Institutionen ..	3,5	4,0	2,0	9,5	7,4
Sonstige ^{b)}	5,1	9,8	12,4	27,3	21,3

a) Einschl. Darlehen an Entwicklungsländer. — b) Z. B. marktfähige Staatspapiere in den USA und Großbritannien.

Quelle: BIZ-Jahresberichte sowie Quarterly Bulletin der Bank of England.

²⁹ Vgl. „Medium-Term Outlook for Current Balances“ in OECD, Economic Outlook, No. 17, Juli 1975, S. 78 ff. sowie OECD, Economic Outlook, No. 20, Dez. 1976, S. 67.

Es verblieben ihnen rd. 130 Mrd. Dollar anlagefähige Überschüsse, die sie, wie die obige Tabelle zeigt, anfänglich (1974) vor allem kurzfristig, später aber zunehmend langfristig anlegten. Einlagen und Kredite auf Fremdwährungsmärkten, also die eigentliche Euro-Finanzierung, machten mit rd. 45 Mrd. Dollar nur etwa ein Drittel aus; die Bedeutung dieser Komponente ist eher rückläufig.

Im Rahmen des internationalen Zahlungsbilanzgefüges ergeben sich folgende Daten für das Recycling-Problem³⁰:

Leistungsbilanzgefüge der Welt in den Jahren 1974 bis 1976
(Mrd. US-Dollar, kumulativ)

	Leistungsbilanz ...	
	... überschuß	... defizit
(1)	(2)	(3)
OPEC-Länder	+ 142	
USA, BR Deutschland, Japan..	+ 26	
Belgien/Luxemburg, Niederlande, Schweiz	+ 12	
Frankreich, Großbritannien, Italien, Kanada		- 50
Übrige OECD-Länder		- 50
Ölimportierende Entwicklungsländer		- 78

Quelle: Kirbyshire, J. A., „Should developments in the euro-markets be a source of concern to regulatory authorities?“ in: Bank of England, Quarterly Bulletin, März 1977, S. 43.

Die Weiterschleusung läuft nun darauf hinaus, eine Wiederanlage von Überschußgeldern — insbesondere der ölexportierenden Länder — gemäß den Erfordernissen der internationalen Zahlungsbilanzstruktur zu ermöglichen. Dieses Problem tritt deshalb auf, weil „... keineswegs ... sicher ... (ist), daß die Anlagewünsche der Ölländer sich immer mit den Finanzierungsbedürfnissen der Defizitländer decken oder durch zwischengeschaltete Weiterleitungsstellen ohne weiteres zur Deckung bringen lassen“³¹. Eine Recycling-Lösung geht dabei implizit von der

³⁰ Ähnliches Zahlenmaterial im 47. Jahresbericht der BIZ, Basel 1977, S. 99 ff.

³¹ Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1975, S. 49.

Annahme aus, eine kurzfristige Leistungsbilanzanpassung sei nicht wünschbar oder möglich, folglich müsse sich die Kapitalbilanz — soweit eine Finanzierung durch Einsatz von Währungsreserven nicht in Betracht kommt — der Leistungsbilanz anpassen.

Ein Weiterschleusen von Überschußgeldern wirft — gleich über welche Kanäle — eine Reihe von Fragen auf. Zunächst ist festzustellen, daß global von einem Recycling-Problem nicht gesprochen werden kann: Da überschüssige Gelder ungeachtet ihres Umfangs irgendwo angelegt werden müssen, stehen auch immer genügend Mittel bereit, um das Recycling abzuwickeln: Die Überschußgelder der Ölexporture fließen insgesamt also zwangsläufig in die ölimportierenden Länder zurück³². Global gesehen läßt sich das Recycling aus der Sicht der Anlageländer mithin als eine Frage des optimalen Portfolio-Management nach Währungen, Fristen und Renditen interpretieren.

Die wesentlichen Probleme des Recycling liegen auf zwei — verbundenen — Ebenen: Einmal sind die währungs-, wechselkurs- und geldmengenpolitischen Folgen einer (privaten oder offiziellen) Zahlungsbilanzfinanzierung zu beachten. Dabei ist nicht allein der Aspekt wichtig, daß die Überschußgelder nicht in jene Länder (oder Währungen) fließen, wo sie „gebraucht“ werden, sondern auch, daß die Überschußgelder in Länder (oder Währungen) fließen, wo sie nicht „gebraucht“ werden. Außerdem muß das Volumen dieser Gelder und das Urteil über die Dauerhaftigkeit der Ströme in die währungspolitische Bewertung eingehen. Die zweite Ebene resultiert aus der Beteiligung privater Banken und privater internationaler Finanzmärkte an der Zahlungsbilanzfinanzierung.

Was zunächst die Folgen für die am Recycling beteiligten Banken angeht, so ist es mit einer ganzen Reihe von bankmäßigen Risiken verbunden. Das Liquiditätsrisiko ist ebenso zu beachten wie die Bonität des Schuldners. Außerdem muß, mit steigendem Recycling-Volumen um so mehr, das spezifische Länderrisiko (Transferrisiko hochverschuldeter Staaten) berücksichtigt werden, und schließlich darf die Transformationsfunktion des Bankwesens nicht überfordert werden. Gelegentlich kann es wohl auch zu einseitigen Abhängigkeiten von Großeinlegern kommen, und an das Verhältnis zwischen Einlagen und Eigenkapital werden bestimmte bankaufsichtliche Anforderungen gestellt, de-

³² Vgl. *Emminger, O.*, „Die internationalen Finanzmärkte ...“, a.a.O., S. 2.

ren Erfüllung schwieriger wird. Es besteht daher weitgehend Übereinstimmung — auch unter den Banken selbst —, daß sie nur in begrenztem Maße Weiterschleusungsaufgaben übernehmen können³³.

Aus dieser Situation zeigen sich insofern bereits Konsequenzen, als kürzlich die Einrichtung einer Evidenzzentrale für das internationale Kreditgeschäft bei der BIZ beschlossen wurde. Ihr melden Kreditinstitute aus 14 Ländern (darunter der Bundesrepublik) Kredite mit einer ursprünglichen Laufzeit von mehr als einem Jahr, gegliedert nach Restlaufzeiten und — im deutschen Falle — mit Beträgen ab 2 Mio. DM. Dabei wird allerdings nur die Verschuldung der nichtmeldenden Staaten erfaßt, um wenigstens einen besseren Überblick über den Verschuldungsgrad von Entwicklungs- und Staatshandelsländern zu gewinnen und das Länderrisiko einzugrenzen³⁴.

Es sprechen jedoch auch währungspolitische Überlegungen gegen eine übermäßige bankseitige Zahlungsbilanzfinanzierung. Sie bestehen vor allem darin, daß mit der Recycling-Operation die monetären und güterwirtschaftlichen Auswirkungen im Erstanlage-Land nicht ungeschehen gemacht werden können. Beispielsweise ändert die Weiterleitung von Ölgeldern „an den mit Devisenzuflüssen verbundenen Währungsproblemen — Aufblähung der inneren Liquidität und/oder Aufwertungsdruck auf die eigene Währung — (nichts)“³⁵. Außerdem tut sich mit der bankmäßigen Zahlungsbilanzfinanzierung eine neue Quelle unkontrollierter (und vielleicht auch unkontrollierbarer) Schaffung internationaler Liquidität auf: „Seit einigen Jahren werden Reserven überwiegend dadurch geschaffen, daß Defizitländer auf den internationalen Geld- und Kapitalmärkten Kredite für Zahlungsbilanzzwecke aufnehmen. An sich gibt es natürliche Grenzen für solche Kredite; aber man macht sich auch Gedanken, wie man auftretende Schwierigkeiten recht-

³³ Vgl. *Emminger, O.*, „Die internationalen Finanzmärkte . . .“, a.a.O., S. 3/4. *Guth, W.*, „Eurodollarmarkt — unkontrolliertes Wachstum führte zu ersten Problemen“ in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 66 v. 15. 10. 1974, S. 7; *Kirbyshire, J. A.*, „Should developments . . .“, a.a.O., S. 43/44; *Möller, W.*, „Euro-Geldmarkt . . .“, a.a.O., S. 270; *Witteveen, J.*, „Recycling . . .“, a.a.O., S. 9; Schweizerische Nationalbank, 67. Geschäftsbericht (1974), S. 17; 44. Jahresbericht der BIZ, Basel 1974, S. 205; 46. Jahresbericht der BIZ, Basel 1976, S. 80; 47. Jahresbericht der BIZ, Basel 1977, S. 108; Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank f. d. Jahr 1976, S. 64.

³⁴ Vgl. Börsen-Zeitung vom 5. April 1977, S. 1. Pläne der EG-Kommission, auch einzelne Schuldner zu erfassen, haben sich einstweilen nicht verwirklichen lassen.

³⁵ Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank f. d. Jahr 1974, S. 50.

zeitig und vorbeugend erkennen kann ...“³⁶. Ein dritter Grund liegt darin, daß sich eine private Recycling-Finanzierung an der kommerziellen Kreditwürdigkeit orientiert — d. h. die Gelder nicht ohne weiteres dahin schleust, wo sie am dringendsten gebraucht werden. Zu bedenken ist außerdem, daß sie ohne wirtschaftspolitische Auflagen für die geldnehmenden Länder erfolgt: „Borrowing countries have been prepared to pay a higher price for bank finance in order to escape the discipline associated with official medium-term adjustment finance ...“³⁷. Schließlich ist in Rechnung zu stellen, daß die überwiegend liquide Anlage von Ölgeldern die Gefahr von Umtauschoperationen in andere Währungen mit der Folge erratischer Wechselkursbewegungen mit sich bringt.

Obschon damit zu rechnen ist, daß die private Zahlungsbilanzfinanzierung anhalten wird, liegt es nahe, offizielle Stellen wie den IWF und die Weltbank in die Recycling-Finanzierung einzuschalten³⁸. Dies ist teils dadurch geschehen, daß über den IWF zwei Ölfazilitäten zur Verfügung gestellt wurden, in deren Rahmen insgesamt rd. 8,3 Mrd. US-Dollar gezogen worden sind (vgl. Tabelle S. 561). Auch die EG-Gemeinschaftsanleihe (3 Mrd. Dollar), die bislang mit 1,3 Mrd. Dollar beansprucht ist, diente der Zahlungsbilanzfinanzierung Italiens und Irlands mit wirtschaftspolitischen Auflagen. Der sog. „Kissinger-Fonds“ von 20 Mrd. SZR war von vornherein nur als äußerste Notlösung zur Finanzierung ölbedingter Zahlungsbilanzdefizite gedacht³⁹.

Darüber hinaus können besondere Finanzierungsfonds beim IWF (kompensatorische Finanzierung von Ausfuhrerlösschwankungen, Treuhandfonds) sowie die Weltbank und regionale Entwicklungsbanken einen Teil der Recycling-Aufgaben übernehmen. In diesem Zusammenhang ist auch die Absicht zu sehen, das Darlehenspotential des IWF beträchtlich auszuweiten und eine „Sonderfazilität für die Anpassungsfinanzierung“ in der Größenordnung von 16 Mrd. Dollar (14 Mrd. SZR) vorzusehen, die hälftig von zahlungsbilanzstarken Industrie- und den

³⁶ *Emminger*, O., in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 59 vom 10. Sept. 1976, S. 2; 46. Jahresbericht der BIZ, Basel 1976, S. 140.

³⁷ *Kirbyshire*, J., „Should developments ...“, a.a.O., S. 44; *Witteveen*, J., „Recycling ...“, a.a.O., S. 9.

³⁸ Vgl. auch: 47. Jahresbericht der BIZ, Basel 1977, S. 151 ff.

³⁹ In der Bundesrepublik ist das „Übereinkommen vom 9. April 1975 über einen „Finanziellen Beistandsfonds der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung“ (BGBl. II 1976, S. 505 ff.) förmlich ratifiziert worden. Da dem Abkommen bislang noch nicht Mitgliedstaaten mit 90 % der Quoten zugestimmt haben, ist es auch noch nicht in Kraft.

Ziehungen im Rahmen der Ölfazilität des IWF (in Mrd SZR)^{a)}

Ländergruppe/Land	1974	1975	1976	1974 bis 1976
Alle Länder	1 716	3 043	2 143	6 902
darunter:				
Industrieländer	675	780	1 000	2 455
darunter:				
Italien	675	780	—	1 455
Großbritannien	—	—	1 000	1 000
Spanien	—	496	76	572
Jugoslawien	139	16	186	341
Neuseeland	86	106	47	239
Entwicklungsländer ..	765	1 274	500	2 539
darunter:				
Chile	42	157	45	244
Israel	—	143	—	143
Bangladesch	40	37	15	92
Indien	200	201	—	401
Korea	90	107	55	252
Pakistan	98	103	35	236

a) Die Ölfazilitäten des IWF boten in der Zeit vom Sommer 1974 bis zum Frühjahr 1976 IWF-Mitgliedsländern spezielle Ziehungsmöglichkeiten, um überbedingte Zahlungsbilanzbelastungen besser bewältigen zu können. Die Ziehungsmöglichkeiten eines Landes richteten sich nach seiner Quote und seinen Öleinfuhren; die Kredite waren zu marktnahen Sätzen zu verzinsen und vom vierten Jahr an in Raten bis Ablauf des siebten Jahres zurückzuzahlen. Die Mittel stammten 1974 fast gänzlich von den Ölexportländern, 1975 auch von anderen zahlungsbilanzstarken Ländern, u. a. der Bundesrepublik Deutschland (1,65 Mrd. DM).

Quelle: IWF (IFS).

OPEC-Ländern aufzubringen wäre. So wurde auf der letzten Sitzung des Interims-Ausschusses die Frage einer Ausweitung der IWF-Fazilitäten durch eine spürbare Aufstockung der Quoten, eine weitere SZR-Zuteilung und die Errichtung dieser neuen Kreditlinie besprochen⁴⁰. Es erscheint auch sinnvoll, private und offizielle Finanzierung so miteinander zu verbinden („Co-financing“, „parallel financing“), daß Ban-

⁴⁰ Vgl. IMF-Survey v. 18. April 1977, S. 113. Ende August 1977 hat das Exekutivdirektorium des IWF die Errichtung einer zusätzlichen Finanzierungsvorkehrung (Supplementary Financing Facility) beschlossen. Es lagen Kreditzusagen aus 14 Ländern — darunter 7 Ölländer — über insgesamt 10 Mrd. US-Dollar (8,6 Mrd. SZR) vor; die Bundesrepublik ist mit 1,05 Mrd. SZR beteiligt.

ken weitere Finanzhilfen nur in Anlehnung an IWF-Kredite sowie deren wirtschafts- und währungspolitische Bedingungen geben⁴¹.

Selbst wenn es gelingen könnte, die Recycling-Finanzierung stärker als bisher unter Einschaltung internationaler Organisationen und unter Beachtung wirtschaftspolitischer Auflagen durchzuführen, bleibt das eigentliche Grundproblem ungelöst, die Zahlungsbilanzanpassung: „We could find that adjustments that oil-importing countries should be making will be postponed if access to credit becomes easy and automatic“⁴².

b) Zahlungsbilanzanpassung

Nach dem Gesagten erscheint es zweckmäßig, von der Finanzierung vorhandener Zahlungsbilanzungleichgewichte auf deren Beseitigung umzuschalten. Da sich die weltweite Wirtschaftslage gebessert hat, stehen einer solchen Strategie auch weniger grundlegende Bedenken entgegen. Von der Periode der „Finanzierung“ zur Periode der „Anpassung“⁴³ überzugehen — oder: „... mehr Zahlungsbilanzanpassung an Stelle von Zahlungsbilanzfinanzierung ... ist das Gebot der Stunde“⁴⁴ — kann natürlich nur dann zur „Entlastung“ der privaten Finanzmärkte wie der offiziellen Institutionen führen, wenn ein solcher Weg erfolgversprechend ist.

Es gibt indessen deutliche Anzeichen dafür, daß lehrbuchhafte Vorstellungen vom Anpassungsprozeß der Leistungsbilanzen — sei es über Wechselkursänderungen, sei es über eine zahlungsbilanzgerechte innere Wirtschaftspolitik — nicht wirklichkeitsgetreu sind. Vieles deutet darauf hin, daß deshalb ein auch nur globales Gleichgewicht der Leistungsbilanzen von Ölproduzenten- und Ölverbraucherländern in absehbarer Zeit unerreichbar bleibt. Der strukturelle Charakter des neuen Zahlungsbilanzgefüges ist in der Tat rasch erkannt worden⁴⁵. Erschwerend

⁴¹ Kirbyshire, J. A., „Should developments ...“, a.a.O., S. 45; Emminger, O., „Die internationalen Finanzmärkte ...“, a.a.O., S. 5, sowie in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 9 vom 11. Febr. 1977, S. 3.

⁴² Wallich, H. C., in: „Recycling of Petro-Dollars“, Hearing before the Permanent Subcommittee on Investigations of the Committee on Government Operations, US-Senate, 93. Kongress, 2. Session, Washington 1974, S. 32.

⁴³ Emminger, O., in London am 31. 1. 1977; Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 9 vom 11. Febr. 1977, S. 3; ähnlich schon: ders., „Die internationalen Finanzmärkte ...“, a.a.O., S. 5.

⁴⁴ Klasen, K., in der Börsen-Zeitung vom 3. Febr. 1977; vgl.: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 8 vom 9. Febr. 1977, S. 2; in gleicher Weise äußert sich Kirbyshire, J. A., a.a.O., S. 43.

kommt hinzu, daß auch zwischen den Industrieländern zählbare Ungleichgewichte bestehen. Konzentriert sich die Anpassung auf Defizitländer, so müßte dies ihre Beschäftigungslage beeinträchtigen, konzentriert sie sich auf Überschußländer, so lebte hier die Inflationsgefahr wieder stärker auf. Mithin erscheint die Anpassung über eine zahlungsbilanzorientierte innere Wirtschaftspolitik der Industrieländer nur unter Schwierigkeiten realisierbar⁴⁶.

Auch die Wechselkurse als Anpassungsinstrument können — wenigstens kurzfristig — einerseits wegen der geringen Nachfrageelastizität nach Öl und der fehlenden Substitutionsenergie in den Verbraucherländern, andererseits wegen der geringen Importneigung der bedeutendsten Ölproduzenten („low absorbers“) an den bestehenden Divergenzen nicht viel ändern⁴⁷. Außerdem werden Defizitländer eine Abwertung wegen ihrer inflatorischen Wirkungen bremsen wollen, die Überschußländer dagegen eine Aufwertung, um international konkurrenzfähig zu bleiben.

Obschon also die konjunkturellen Bedingungen für einen Übergang von „Finanzierung“ zu „Anpassung“ momentan günstiger sind als noch vor zwei Jahren — der Welthandel wächst, die Fehlbeträge der ölimportierenden Entwicklungsländer gehen zurück — und mit flexiblen Kursen durchaus auch ein Instrument der Anpassung bereitstünde, zeigt sich, prüft man die Möglichkeiten im einzelnen, mit denen der Anpassungsprozeß in geraumer Zeit verbessert werden könnte, folgendes:

1. *OPEC-Länder*: Die Anpassungsmöglichkeiten der OPEC-Länder insgesamt liegen einmal auf ihrer Erlösseite, indem sie beispielsweise auf Ölpreissteigerungen künftig ganz oder teilweise verzichten. Bei der gegebenen starken Marktposition ist allerdings mit einer solchen Entwicklung kaum zu rechnen. Von erhöhten Ausgaben in Form größerer Importe kann man sich nur bei Ländern mit hoher Importneigung, also etwa Bahrain, dem Iran, Irak, Libyen und Oman einen Abbau ihrer Leistungsbilanzüberschüsse versprechen, die für 1976 ohnehin auf lediglich rd. 7,5 Mrd. Dollar geschätzt werden⁴⁸. Bei Ländern mit niedriger Importneigung (z. B. Kuwait, Qatar, Saudi-Arabien und Vereinigte Arabische Emirate), die 1976

⁴⁵ Witteveen, J., „Recycling ...“, a.a.O., S. 8, sowie Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1974, S. 50.

⁴⁶ Vgl. 47. Jahresbericht der BIZ, Basel 1977, S. 101, 102.

⁴⁷ Vgl.: IWF-Jahresbericht 1974, S. 30 ff.

⁴⁸ Vgl.: OECD, Economic Outlook, Juli 1975, S. 79.

immerhin Überschüsse von rd. 40 Mrd. Dollar erzielen, ist eine solche Entwicklung kaum zu erwarten. Die OPEC-Länder könnten außerdem ihre Entwicklungshilfe steigern⁴⁹ oder durch Ausweichen in langfristige Kapitalanlagen wie Direktinvestitionen und Immobilien die Anpassung erleichtern.

2. *Ölexportierende Entwicklungsländer*: Die Anpassungsmöglichkeiten dieser Ländergruppe sind ebenfalls gering einzuschätzen. In ihren Exporterlösen sind diese Staaten in hohem Maße von den Schwankungen der Rohstoffpreise und dem Konjunkturverlauf in den westlichen Industrieländern abhängig. Um ihre Entwicklung voranzutreiben, können sie auf industrielle Importe kaum verzichten; auch hier scheint eine erhöhte Entwicklungshilfe seitens der OPEC-Länder ein gangbarer Weg zu sein.
3. *Industrieländer mit Leistungsbilanzdefiziten*: In diesen Ländern ließe sich der Absorptionsüberschuß verringern, indem durch Wechselkurspolitische Maßnahmen, durch zahlungsbilanzorientierte interne Wirtschaftspolitik oder durch Energieeinsparungen Exporte angeregt und/oder Importe gedämpft werden. Die Beispiele Großbritanniens und Italiens zeigen aber zur Genüge, daß die Anpassung ein langwieriger Prozeß mit unsicherem Ausgang ist.
4. *Industrieländer mit Leistungsbilanzüberschüssen*: In diesen Ländern, deren Überschüsse den globalen Anpassungsprozeß zusätzlich belasten, ließe sich das Absorptionsdefizit durch Aufwertung oder durch expansive interne Maßnahmen abbauen. In dieser Richtung wird beispielsweise die Bundesrepublik bedrängt⁵⁰. Dem ist jedoch entgegenzuhalten, daß damit die Gefahr einer erneuten inflatorischen Beschleunigung heraufbeschworen wird; übermäßige Aufwertungen verbieten sich, weil sie die Wettbewerbsfähigkeit auf den internationalen Märkten stören könnten, auch aus Beschäftigungsüberlegungen.

Es zeichnet sich mithin ab, daß die Umstrukturierung des Leistungsbilanzgefüges der Welt allenfalls mittelfristig (bis 1985?) und auch nur

⁴⁹ 1975: Zusagen von rd. 4,7 Mrd. \$ und Ausgaben von rd. 2,7 Mrd. \$; vgl. Ifo-Schnelldienst Nr. 9/77 v. 31. 3. 1977, S. 10.

⁵⁰ Die bemerkenswerte Entwicklung der deutschen Leistungsbilanz gegenüber den OPEC-Ländern macht deutlich, daß eine (bilaterale) Anpassung durchaus im Zusammenwirken von Preisen und Konjunkturtendenzen sowie strukturellen Einflüssen möglich ist; vgl. Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Juli 1977, S. 12 ff.

dann erreichbar ist, wenn sich Wechselkursanpassungen ungehinderter vollziehen können, die zudem — eine entscheidende Voraussetzung — von einer entsprechenden internen Politik zu unterstützen wären⁵¹. Auf jeden Fall erscheint es verfrüht, schon jetzt „... auch grundlegende Verbesserungen“⁵² der Leistungsbilanzen feststellen zu wollen. Realistischer sieht es die BIZ: „Es besteht Übereinstimmung, daß die Zahlungsströme ... dringend einer grundlegenden Anpassung bedürfen, doch wegen der vielfachen Verzweigungen des Problems und der bestehenden Interessenkonflikte gelang bisher noch keine Einigung auf eine wirksame politische Linie im nationalen wie im internationalen Bereich“⁵³.

Friedhelm Teusch, Frankfurt/M.

Zusammenfassung

Die Entwicklung der Euro-Geld- und Kapitalmärkte seit 1973

Die Entwicklung der Euro-Geld- und Kapitalmärkte ist seit 1973 von der weltweiten Einführung flexibler Wechselkurse (März 1973), der weltwirtschaftlichen Rezession der Jahre 1974/75, dem Abbau von Kapitalverkehrsbeschränkungen, vor allem aber der Ölkrise und ihren Folgen für das internationale Zahlungsbilanzgefüge bestimmt worden. Das Volumen der Euro-Märkte stieg seitdem unablässig, wenn auch nicht mehr so rasch wie anfangs der 70er Jahre, und hat 1976 eine Größenordnung von rd. 300 Mrd. Dollar (Geldmärkte) bzw. rd. 60 Mrd. Dollar (Kapitalmarkt) erreicht.

Das Hauptproblem ist gegenwärtig darin zu sehen, ob die „private“ Zahlungsbilanzfinanzierung über die Euromärkte in dem bisherigen Umfange aufrechterhalten werden kann, auch wenn dies zunächst als ein Stabilisierungsfaktor in der Weltwirtschaft gewertet wurde. Das Leistungsbilanzgefüge wird nämlich — so ist zu vermuten — noch auf längere Sicht zu großen Unausgewogenheiten zwischen OPEC- und OECD-Ländern, innerhalb der OECD-Länder und gegenüber ölexportierenden Entwicklungsländern neigen. Die „private“ Zahlungsbilanzfinanzierung sollte daher, weil ohne wirtschaftspolitische Auflagen gewährt, abgelöst werden durch Finanzierungen von internationalen Organisationen (IWF). Wünschenswert erscheint eine bessere Anpassung der Leistungsbilanzen selber, der freilich erhebliche Schwierigkeiten entgegenstehen.

⁵¹ Hinsichtlich der begrenzten Wirksamkeit von Wechselkursanpassungen vgl.: Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank f. d. Jahr 1974, S. 58 sowie 46. Jahresbericht der BIZ, Basel 1976, S. 104 ff.

⁵² Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1975, S. 59.

⁵³ 45. Jahresbericht der BIZ, Basel 1975, S. 174.

Summary

The Development of the Euro Money and Capital Markets since 1973

The development of the Euro money and capital markets since 1973 has been determined by the worldwide introduction of flexible exchange rates (March 1973), the world economic recession in 1974/75, the reduction of restrictions on capital movements and, above all, the oil crisis and its consequences for the international balance-of-payments situation. In the meanwhile, the volume of the Euro-markets has increased incessantly, though not so rapidly as at the beginning of the seventies, and in 1976 reached an order of magnitude of about 300,000 mill. dollars (money markets) and 60,000 mill. dollars (capital market) respectively.

The chief problem at present is whether "private" financing of balances of payments via the Euromarkets can be sustained at the current level, even though this was initially regarded as a stabilizing factor in the world economy. For the structure of payments on current account will tend — presumably — for a long time to come towards substantial imbalances between OPEC and OECD countries, among OECD countries and vis-à-vis oil-importing developing countries. "Private" balance-of-payments financing should therefore be replaced, because it is granted without imposing economic policy obligations, by financing through international organizations (IMF). Better mutual adjustment of current accounts seems desirable, though substantial difficulties would, of course, have to be overcome.

Résumé

Le développement des euro-marchés monétaires et financiers depuis 1973

Le développement des euro-marchés monétaires et financiers est déterminé depuis 1973 par l'introduction à l'échelle mondiale de taux de changes flexibles (mars 1973), par la récession économique mondiale des années 1974/75, par le démantèlement de restrictions aux mouvements de capitaux, et surtout par la crise du pétrole et ses effets sur la structure des balances internationales de paiements. Depuis lors, les euro-marchés n'ont cessé de croître, même si ce fut à un rythme moins rapide qu'au début des années soixante-dix; en 1976, ils atteignaient des ordres de grandeur de 300 milliards de dollars (marchés monétaires) et de 60 milliards de dollars (marché des capitaux).

Le problème essentiel consiste aujourd'hui à savoir si le financement « privé » des balances de paiements par les euro-marchés pourra conserver son volume actuel, même si l'on a considéré ce financement comme un facteur des stabilités de l'économie mondiale. La structure des balances des opérations courantes tendra encore longtemps — on le suppose en tout cas — à demeurer très déséquilibrée entre les pays de l'OCDE et de l'OPEP, entre les pays de l'OCDE eux-mêmes et à l'égard des pays en voie de développement importateurs de pétrole.

Le financement « privé » des balances de paiements devrait, parce qu'il est octroyé sans contraintes économiques, céder le pas aux financements d'organisations internationales (FMI). Il serait souhaitable de mieux ajuster les balances des opérations courantes mais de nombreuses difficultés semblent s'y opposer.