

folgerungen? Werden sie gelassener? Gewinnen Fragen nach der Zukunft, nach den Entwicklungstrends, nach den Beziehungen zwischen Umwelt und Menschen an Bedeutung? Ansätze sind da. Partiiell hat es diese schon immer gegeben. Erkenntnisse zu notwendigen Schlußfolgerungen wurden aber oft durch Tagesereignisse oder -zwänge über den Haufen geworfen, oder zunächst zurückgestellt.

In der Regel wird noch immer die Tagespolitik zum Fetisch allen Handelns. Realisten und Taktiker sind daher gefragt. Nur: Realisten mangelt es oft an Visionen.

Vielleicht unbemerkt von ihnen hat sich in der »großen Politik« — schleichend — eine Wandlung vollzogen. Ideologische Auseinandersetzungen scheinen denen um die künftige Sicherstellung der Ressourcen unserer Welt zu weichen. Dies würde verstärkt

den Zwang nach sich ziehen, die Auswirkungen des sicher größer werdenden Outputs auf Mensch und Umgebung zu untersuchen.

Da den Menschen, erst recht in den Entwicklungsländern, kein generatives Verhalten vorgeschrieben werden kann, wird das rapide Wachstum der Weltbevölkerung den Druck auf die Umwelt und die Ressourcen verstärken. Die Belastung unserer Erde wird zunehmen. Ein Punkt, ab dem man nicht mehr sicher sein kann, daß unsere Umwelt künftig für mehr Menschen noch dieselbe Menge an Gütern und Dienstleistungen wie bisher bereitstellen kann, wäre denkbar.

Die Fortschreibung von Entwicklungstrends läßt vermuten, daß unsere Welt übervölkerter, verschmutzter, ökologisch noch weniger stabil und gegen Zerstörungen anfälliger wird, als wir sie heute erleben. Es wäre jedoch auch

denkbar, solchen Prognosen gegenüber den Vorwurf zu erheben, daß sie zu linear angelegt sind: Sie beleuchten nur jeweils einen Ausschnitt aus dem Gesamten, sie schreiben unter bestimmten Annahmen einfach fort, sie vernachlässigen jedoch das Zusammenspiel, vor allem die Rückkoppelungen im Gesamtsystem, in dem sich jede Einzelercheinung vollzieht. Dies hat seinen Grund wohl darin, daß dieses Zusammenspiel weder konzeptionell noch zahlenmäßig leicht zu erfassen ist. Müßte doch jede Folgewirkung auf eine Maßnahme ständig neu durchdacht und berechnet werden. Die Fähigkeit zur Gesamtschau und die Quantifizierbarkeit aller wichtigen Einflußfaktoren wären die Voraussetzungen dafür, unsere Risiken und Chancen auf dieser Erde und ihre weitere Entwicklung wirklich zu begreifen.

Bü.

## Beiträge

# Wie kräftig wächst die Kreditpyramide?

## Ein Beitrag zur Prognose des Euro-Marktes

Holger Benke

Nach Jahren des stürmischen Wachstums stellen sich alle Akteure am Euro-Markt die Frage, ob sich das Volumen des Marktes auch in den kommenden Jahren kontinuierlich erhöhen wird, oder ob nun eine Konsolidierungsphase mit deutlich sinkenden Wachstumsraten bevorsteht. Die meisten Prognosen gehen von der Erwartung hoher Leistungsbilanzüberschüsse der OPEC-Länder und der Aufgabe des Euro-Marktes als »Drehscheibe der Ölmilliarden« aus. Der vorliegende Beitrag untersucht auf der Grundlage einer kurzen Status-quo-Analyse die Möglichkeiten und Grenzen einer Prognose des Euro-Marktes. Dabei geht es vor allem um die Frage, ob von der Höhe der zu erwartenden OPEC-Überschüsse direkt auf das Wachstum und die Strukturen des Euro-Marktes geschlossen werden kann.

Dipl.-Ökonom Holger Benke ist Mitarbeiter der Volkswirtschaftlichen Abteilung der Norddeutschen Landesbank Girozentrale, Hannover.

Tabelle 1  
Auslandsposition von Banken in 14 europäischen Ländern und den USA sowie bestimmter Offshore-Niederlassungen amerikanischer Banken\*

	1977	1978	1979	1980	1980
	in Mrd. US-\$				in %
<i>Verbindlichkeiten von Banken in . . .</i>					
Europa**	453,9	592,8	777,2	928,4	69,6
davon in fremder Währung	(396,2)	(510,8)	(665,8)	(800,5)	(86,2)
USA	78,8	92,0	130,0	138,2	10,4
Kanada	18,9	25,0	32,8	43,6	3,3
Japan	28,6	39,0	50,5	80,2	6,0
Offshore (US-Banken)	91,7	107,5	128,8	144,2	10,8
Σ	671,9	856,3	1 119,3	1 334,6	100,0
<i>Forderungen von Banken in . . .</i>					
Europa**	466,2	611,4	776,0	902,9	68,2
davon in fremder Währung	(384,8)	(502,0)	(639,7)	(751,2)	(83,2)
USA	92,6	119,2	136,0	176,9	13,4
Kanada	18,1	22,3	25,6	35,5	2,7
Japan	21,7	33,7	45,5	65,7	5,0
Offshore (US-Banken)	91,1	106,5	127,6	142,1	10,7
Σ (»Bruttovolumen des Euromarktes«)	689,7	893,1	1 110,7	1 323,1	100,0

\* »Euromarkt i. w. S.«; zusammengestellt nach Angaben der BIZ, Basel, IV. Quartalsbericht 1980

\*\* »Euromarkt i. e. S.«

## Entwicklung des Euro-Marktes 1980

Nach Angaben der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) erreichte das Bruttovolumen des Euro-Marktes<sup>1</sup> 1980 1323 Mrd. US-\$ und erhöhte sich damit um rd. 19 % gegenüber dem Vorjahr (vgl. Tabelle 1). Dabei ist jedoch zu beachten, daß sämtliche Fremdwährungspositionen zum Tageskurs in US-Dollar umgerechnet und wegen des starken Kursanstiegs der amerikanischen Währung erheblich abgewertet wurden. Bei Zugrundelegung eines konstanten Dollarkurses liegt der Anstieg beträchtlich höher.

Der »Euro-Markt im engeren Sinne« (Forderungen und Verbindlichkeiten von Banken in 14 europäischen Ländern) hatte 1980 ein Bruttovolumen von gut 900 Mill. US-\$, was einem Anteil von knapp 70 % des Gesamtvolumens entspricht. Sein Wachstum lag mit 16,4 % zwar zu aktuellen Dollarkursen niedriger als das Wachstum des Gesamtmarktes, bei Zugrundelegung eines konstanten Dollarkurses ergibt sich jedoch auch hier ein deutlich höheres Wachstum.

Die Währungszusammensetzung verschob sich weiter zugunsten des US-Dollar. Bei den Verbindlichkeiten erhöhte sich der Strukturanteil von 65,7 % (1979) auf 68,5 % (1980) und bei den Forderungen von 66,9 auf 69,0 %. An zweiter Stelle folgte die D-Mark (15,7 bzw. 16,4 %), die entsprechend an Boden verlor. Unter den übrigen Währungen dominierte der Schweizer Franken (6,4 bzw. 6,6 %).

## Brutto- und Nettovolumen

Während im Bruttovolumen des Euro-Marktes auch die Interbankforderungen und -verbindlichkeiten enthalten sind, versucht die BIZ in einer Netto-rechnung, die Mittelherkunft und -verwendung nach »ursprünglichen Anlegern« und »Letztverwendern« zu ermitteln. Die BIZ schätzte das Nettovolumen des »Euro-Marktes im engeren Sinne« Ende 1980 auf 575 Mill. US-Dollar (+ 17,4 %, vgl. Tabelle 2), wobei auch hier Verzerrungen aus dem Kursanstieg des Dollar zu beachten sind.

Der Bestand an Euro-Währungsverbindlichkeiten stammte 1980 zu 56,7 % aus den Industrieländern. Die OPEC-Länder stellten 19,1 % zur Verfügung und auf die Offshore-Bereiche (Bahamas, Cayman Islands, Panama u. a.) entfielen 11,8 %. Die Länder des Ostblocks hatten einen Anteil von 2,2 %.

## Eurowährungsverbindlichkeiten nach Mittelherkunft und -verwendung\*

	1977	1978	1979	1980	1980
	in Mrd. US-\$				in %
<i>Mittelherkunft</i>					
Industrieländer	169,9	220,7	271,4	326,3	56,7
Entwicklungsländer					
— OPEC-Länder	54,5	54,7	81,0	109,8	19,1
— sonstige	29,6	39,8	47,8	46,6	8,1
Staatshandelsländer	7,0	8,8	13,0	12,8	2,2
Offshore (US-Banken)	33,4	45,4	52,8	68,0	11,8
Restposten	5,6	7,6	9,0	11,5	2,0
$\Sigma$	300,0	377,0	475,0	575,0	100,0
<i>Mittelverwendung</i>					
Industrieländer	181,2	223,4	281,5	353,3	61,4
Entwicklungsländer					
— OPEC-Länder	15,7	24,3	30,4	33,8	5,9
— sonstige	30,3	40,1	55,1	71,0	12,3
Staatshandelsländer	25,7	31,4	36,0	38,9	6,8
Offshore (US-Banken)	43,9	55,0	67,5	73,0	12,7
Restposten	3,2	2,8	4,5	5,0	0,9
$\Sigma$ (»Nettovolumen des Euromarktes«)	300,0	377,0	475,0	575,0	100,0
<i>Saldo aus Mittelherkunft und -verwendung</i>					
Industrieländer	— 11,3	— 2,7	— 10,1	— 27,0	
Entwicklungsländer					
— OPEC-Länder	38,8	30,4	50,6	76,0	
— sonstige	— 0,7	— 0,3	— 7,3	— 24,4	
Staatshandelsländer	— 18,7	— 22,6	— 23,0	— 26,1	
Offshore (US-Banken)	— 10,5	— 9,6	— 14,7	— 5,0	
Restposten	2,4	4,8	4,5	6,5	
$\Sigma$	0,0	0,0	0,0	0,0	

\* zusammengestellt nach Angaben der BIZ, Basel, IV. Quartalsbericht 1980

Auf der Verwendungsseite nahmen die Industrieländer mit 61,4 % mit Abstand den höchsten Anteil in Anspruch. Es folgten die Offshore-Banken (12,7 %), die »sonstigen Entwicklungsländer« (12,3 %) und der Ostblock (6,8 %). Die OPEC-Länder beanspruchten nur 5,9 % des Gesamtvolumens und erwiesen sich damit als der größte Nettogläubiger.

## Die »reale Umverteilungsleistung«

Aus der Saldierung von Mittelherkunft und -verwendung ergibt sich die Nettogläubiger- bzw. -schuldnerposition der einzelnen Ländergruppen (vgl. Tabelle 2). In diesen Salden kommt die »reale Umverteilungsleistung« des Euro-Marktes zum Ausdruck, die im Vergleich zum Bruttovolumen von 1323

Mrd. US-\$ recht bescheiden ist. Wenngleich natürlich auch Umverteilungen innerhalb der Ländergruppen — also etwa von einem Industrieland mit Leistungsbilanzüberschuß in die Defizitländer der gleichen Gruppe — über den Euro-Markt abgewickelt wurden, so überrascht doch der relativ geringe Transfer von der Gruppe der ölexportierenden Länder in die übrige Welt: Bei einem Leistungsbilanzüberschuß von reichlich 110 Mrd. US-\$ stellten diese dem Euro-Markt 1980 netto nur 25,4 Mrd. US-\$ zur Verfügung. An diesen Zahlen wird deutlich, daß die einfache Formel »OPEC-Überschüsse = Zuwachs des Euro-Marktes« noch nicht einmal als grobe Richtschnur ak-

<sup>1</sup> Zu den Definitionen und Funktionen des Euro-Marktes vgl. Simmert/Kleinheyer: Euromärkte, Funktion und Kontrolle, in: WISU, Hefte 3 u. 4/1981 sowie die dort angegebene weiterführende Literatur

zeptabel ist. Es ist vielmehr zu berücksichtigen, daß ein Großteil des Recycling-Prozesses über andere Kanäle außerhalb des Euro-Marktes abläuft. Abbildung 1 veranschaulicht die wichtigsten Kanäle des internationalen Recycling-Prozesses, wobei der kurzfristige Kapitalverkehr außer acht gelassen wurde. Die bestehenden Leistungsbilanzungleichgewichte werden zum Teil durch Direkt- und Portfolioinvestitionen sowie Entwicklungshilfeleistungen kompensiert. Die ölexportierenden Länder schleusen auf diesem Wege einen Teil ihrer Leistungsbilanzüberschüsse in die Defizitländer zurück. Während die Entwicklungshilfeleistungen der OPEC allerdings 1980 mit weniger als 1 Mrd. US-\$ relativ be-

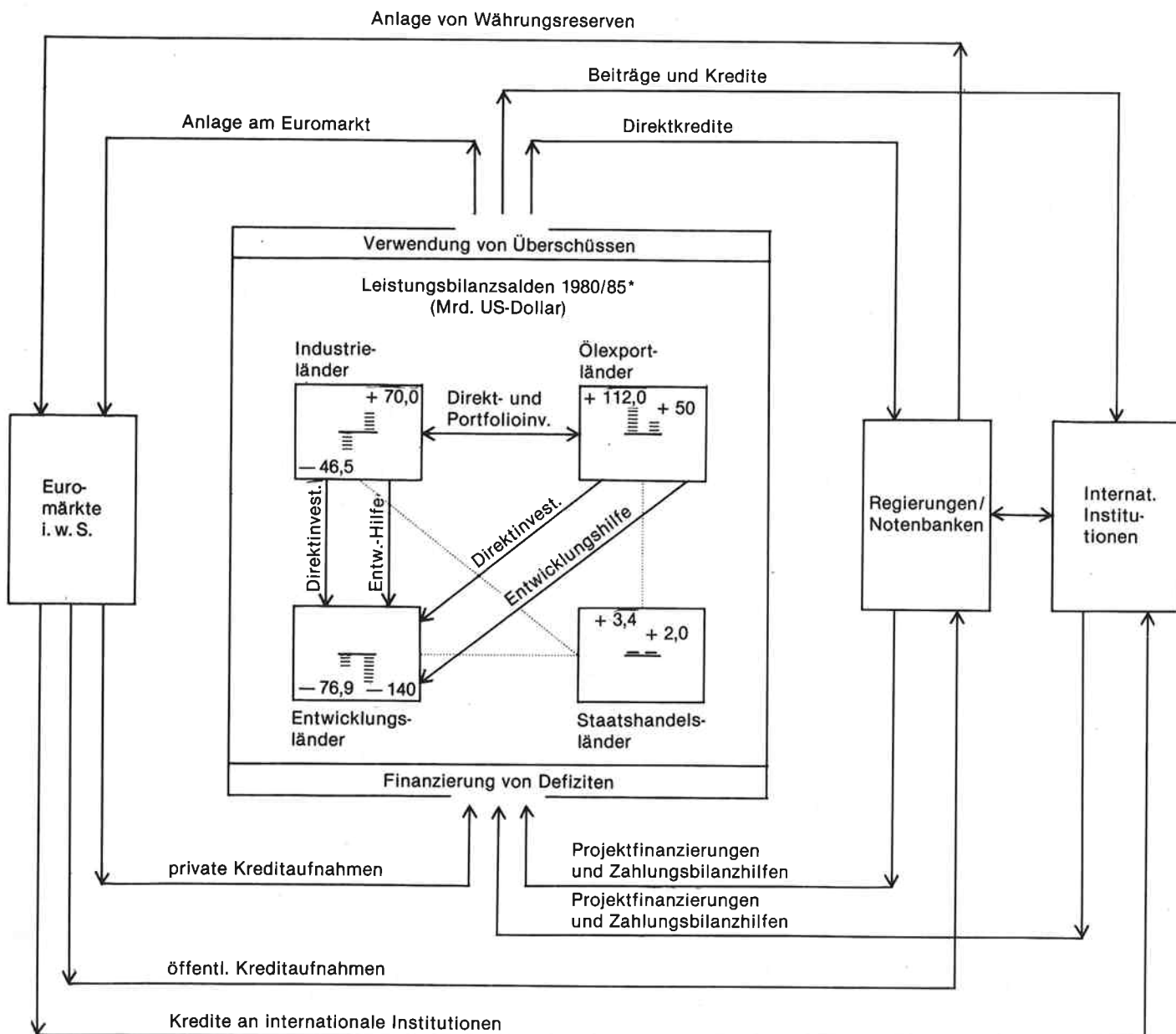
scheiden waren, erreichten die Direkt- und Portfolioinvestitionen beträchtliche Größenordnungen. Im vergangenen Jahr flossen allein in die Bundesrepublik rd. 1,2 Mrd. DM (netto). Ein weiterer Teil der Überschüsse gelangt über die internationalen Organisationen (z. B. IWF und Weltbank) sowie über Regierungen und Notenbanken in den Recycling-Prozeß. Sie finanzieren sich entweder auf den Euro-Märkten oder durch direkte Mittelaufnahmen bei den Überschußländern. Ein Beispiel dafür ist die Kreditaufnahme der Bundesrepublik Deutschland in einigen arabischen Ländern. Im Jahr 1980 wurde fast ein Drittel der gesamten Bruttokreditaufnahme des Bundes aus ausländischen Quellen finanziert.

Die OPEC-Länder stellten rd. 12 Mrd. DM zur Verfügung. Die Anlagen am Euro-Markt verbleiben als Residualgröße, nachdem der größte Teil der Überschüsse bereits auf anderen Wegen an die Defizitländer zurückgeschleust wurde. Für die Überschußländer hat die Anlage am Euro-Markt den Vorteil, daß die aus dem Recycling entstehenden Investitions- bzw. Kreditrisiken auf die Banken am Euro-Markt abgewälzt werden.

### Prognose für den Euro-Markt

Eine Prognose des Euro-Marktvolumens hat sich zwar an der Entwicklung der Leistungsbilanzsalden zu orientie-

Abb. 1 Recycling der Ölmilliarden



\* vgl. »World Economic Outlook«, Document of IMF, April 1981

ren, es ist jedoch nicht möglich, aus der Entwicklung der Leistungsbilanzen direkt auf das Volumen des Euro-Marktes zu schließen. Dafür sind in erster Linie folgende Gründe zu nennen:

- Die Leistungsbilanzsalden schlagen sich nur zu einem relativ geringen Teil in den Veränderungen der Nettogläubiger- bzw. -schuldnerposition nieder.
- Das Bruttovolumen des Marktes wird durch jede Plazierung der Euro-Gelder von Bank zu Bank erhöht und es ist kaum abzuschätzen, ob ein für die Vergangenheit ermittelter Multiplikator zwischen Leistungsbilanzsalden und Bruttovolumen auch in den kommenden Jahren konstant bleibt.
- Die zu erwartenden heftigen Kurzbewegungen beim US-Dollar führen zu entsprechenden Verzerrungen der Volumina und der Wachstumsraten, so daß jede mittelfristige Prognose über das Volumenwachstum zum Scheitern verurteilt ist.

Die Prognose muß sich aus den genannten Gründen auf Tendenzangaben beschränken. Entsprechend der Leistungsbilanzprognose des IWF (vgl. Abb. 1) ist damit zu rechnen, daß die Industrieländer dem Euro-Markt auf mittlere Sicht mehr Mittel zur Verfügung stellen werden als sie selbst beanspruchen. Die OPEC-Länder bleiben zwar weiterhin Nettokapitalgeber, doch geht ihr Anteil an den gesamten Mittelbereitstellungen zurück. Demgegenüber dürften die »sonstigen Entwicklungsländer« in erheblichem Umfang neue Kredite aufnehmen.

Es zeichnet sich ab, daß die OPEC-Länder das Recycling der Ölgelder verstärkt über Direktkredite und die internationalen Organisationen — man denke an die Quotenerhöhung Saudi-Arabiens beim IWF — beeinflussen werden. Dieser Trend wird durch ein zunehmendes Risikobewußtsein der Banken am Euro-Markt gegenüber den hochverschuldeten Entwicklungsländern verstärkt.

In diesem Zusammenhang könnten zwei gegenläufige Effekte auftreten, die sich in ihrer Wirkung zum Teil kompensieren: Einerseits ist zu vermuten, daß sich die international tätigen Banken im Kreditgeschäft mit den hochverschuldeten Entwicklungsländern eine größere Zurückhaltung auferlegen, weil ihre internen Länderlimite ausgeschöpft sind und das Länderrisiko keine Aufstockung der Limite zuläßt. Immerhin waren 1980 bereits 26 Mitgliedsländer des IWF mit einem Betrag von rd. 6 Mrd. US-\$ in Zahlungsverzug (5 Jahre zuvor waren es 13 Länder mit rd. 800 Mill. US-\$). Dieser Betrag wäre noch höher, wenn nicht für einige Länder (z. B. Türkei, Zaire, Nicaragua)

erfolgreiche Umschuldungsverhandlungen mit langfristigen Tilgungsplänen vereinbart worden wären. Auf der anderen Seite könnte das Kreditgeschäft mit den übrigen Defizitländern, deren Verschuldung noch keine als kritisch erachtete Grenze erreicht hat, überdurchschnittlich expandieren. Diese Länderengagements würden erst nach und nach in die internen Limite hineinwachsen, bis auch hier die Verschuldungsgrenzen erreicht werden. Per Saldo könnte sich also eine bloße Umstrukturierung der Auslandsengagements bei weiterhin relativ hohen Wachstumsraten ergeben.

Die Befürchtung, daß ein verstärktes Engagement der Internationalen Organisationen zu Wachstumseinbußen am Euro-Markt führen wird, ist sicherlich zum Teil berechtigt, sofern die Überschußländer ihre überschüssigen Mittel auf direktem Wege an diese Institutionen weiterleiten. Denkbar wäre aber auch eine mittelbare Rückschleusung der Überschüsse unter Einschaltung der Euro-Märkte (vgl. Abb. 1). Auch könnte das Instrumentarium der öffentlichen Kreditgeber dahingehend erweitert werden, daß sie gegenüber den Euro-Banken in verstärktem Maße Garantien für die Rückzahlung von Zahlungsbilanzkrediten übernehmen, statt selber als Kreditgeber aufzutreten.

Während die gestiegenen Länderrisiken und die verstärkte Aktivität der internationalen Organisationen durchaus als limitierende Faktoren für das Wachstum der Euro-Märkte angesehen werden können, dürfte die z. Z. viel diskutierte Einführung von Kontrollinstanzen bzw. -instrumenten auf mittlere Sicht kaum zu einer Beeinträchtigung des Marktwachstums führen. Dazu wäre eine Art von »weltweitem Konsens« über die Modalitäten der Kontrolle erforderlich, der auf mittlere Sicht kaum zu realisieren ist. Angesichts der hohen Flexibilität und Mobilität der beteiligten Banken hätten Einzelmaßnahmen kaum Aussicht auf Erfolg. Im übrigen dürften die sich mehrenden Insolvenzfälle und die anhaltende öffentliche Diskussion über das Thema der Euro-Markt-Kontrollen bereits ausreichen, um die Phase des quantitativen Wachstums in eine Phase des qualitativen Wachstums überzuleiten.

### Die Zusammensetzung nach Währungen

Was schließlich die Währungszusammensetzung am Euro-Markt angeht, so wird diese entscheidend von den Präferenzen der Marktteilnehmer beein-

flußt. Geht man von der Annahme aus, daß der US-Dollar zur Zeit erheblich überbewertet ist und sich auf mittlere Sicht wieder abwerten wird, so sollte es zu einer Normalisierung in dem Sinne kommen, daß die D-Mark zu Lasten des Dollar verlorenes Terrain zurückgewinnt. Es ist zu vermuten, daß neben der D-Mark auch der Schweizer Franken von der mittelfristig zu erwartenden Dollarschwäche profitieren wird. Der Strukturanteil des Französischen Franc lag 1980 unter 2 %. Es ist kaum anzunehmen, daß sich dieser geringe Anteil infolge einer möglichen Franc-Schwäche noch weiter zurückbilden würde. Wie bei den übrigen Währungen dürfte es sich hier um einen »kursunelastischen« Sockelbetrag handeln.

### Resümee

Als Ergebnis ist festzuhalten, daß sich jede Prognose der Euro-Märkte auf Tendenzangaben beschränken muß. Es ist weder möglich, aus der Höhe der Leistungsbilanzungleichgewichte direkt auf das Wachstum der Euro-Märkte zu schließen, noch sind die sich abzeichnenden Wandlungen in der Rollenverteilung zwischen öffentlichen und privaten Kreditgebern in ihren Auswirkungen auf die Strukturen und die Volumina der Märkte vollständig zu überblicken. Es bleibt zu hoffen, daß die marktwirtschaftlichen Gesetze von Angebot und Nachfrage trotz eines verstärkten Auftretens der öffentlichen Kreditgeber und möglicher administrativer Kontrollen die Entwicklung der Märkte prägen werden.

