

# **BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH**

## **SECHSUNDREISSIGSTER JAHRESBERICHT**

1. APRIL 1965 — 31. MÄRZ 1966

**BASEL**

13. Juni 1966

# INHALTSVERZEICHNIS

	Seite
<b>Einleitung.</b> . . . . .	1
 <b>Teil I – Wirtschaftliche Tendenzen und wirtschaftspolitische Entwicklung 1965–66</b> . . . . .	 3
Vereinigte Staaten (S. 3); Vereinigtes Königreich (S. 7); westlicher euro- päischer Kontinent (S. 11); Osteuropa (S. 21); multilaterale Überwachung (S. 24): <i>Italien</i> (S. 25), <i>Frankreich</i> (S. 26), <i>Vereinigtes Königreich</i> (S. 28), <i>Ver-            einigte Staaten</i> (S. 31); Gold: Angebot und Nachfrage (S. 33); die Ergänzung des Goldes (S. 39)	
 <b>Teil II – Analyse des monetären und wirtschaftlichen Geschehens</b> . .	 43
<b>I. Kreditentwicklung und Kreditpolitik</b> . . . . . 43 Zinssätze und Finanzierungsströme (S. 43); die selektive Lenkung des Ka- pitalverkehrs (S. 50); Kapitalmärkte und internationale Anleiheemissionen (S. 54); die Kreditentwicklung in den einzelnen Ländern (S. 58): <i>Vereinigte            Staaten</i> (S. 58), <i>Kanada</i> (S. 62), <i>Vereinigtes Königreich</i> (S. 63), <i>Bundesrepublik            Deutschland</i> (S. 69), <i>Schweiz</i> (S. 73), <i>Frankreich</i> (S. 75), <i>Italien</i> (S. 77), <i>Nieder-            lande</i> (S. 79), <i>Belgien</i> (S. 81), <i>Österreich</i> (S. 83), <i>Spanien</i> (S. 84), <i>Dänemark</i> (S. 86), <i>Norwegen</i> (S. 87), <i>Schweden</i> (S. 88), <i>Finnland</i> (S. 90), <i>Japan</i> (S. 91)	
<b>II. Der internationale Handels- und Zahlungsverkehr</b> . . 93 Welthandel (S. 93); Zahlungsbilanzen (S. 98): <i>Vereinigte Staaten</i> (S. 98), <i>Kanada</i> (S. 101), <i>westliche europäische Länder</i> (S. 104), <i>Vereinigtes Königreich</i> (S. 104), <i>Frankreich</i> (S. 108), <i>Bundesrepublik Deutschland</i> (S. 111), <i>Italien</i> (S. 114), <i>Belgien</i> (S. 115), <i>Niederlande</i> (S. 116), <i>Österreich</i> (S. 117), <i>Schweiz</i> (S. 118), <i>Dänemark</i> (S. 119), <i>Finnland</i> (S. 119), <i>Norwegen</i> (S. 120), <i>Schweden</i> (S. 120), <i>Spanien</i> (S. 121), <i>Griechenland</i> (S. 122), <i>Island</i> (S. 122), <i>Irland</i> (S. 123), <i>Türkei</i> (S. 123), <i>Japan</i> (S. 123); Außenhandelspolitik (S. 124)	
<b>III. Gold, Reserven und Devisen</b> . . . . . 127 Golderzeugung und Goldmärkte (S. 128); internationale Liquidität (S. 130); Internationaler Währungsfonds (S. 132); Goldreserven (S. 134); Devisen (S. 137); europäische Devisenbilanzen (S. 139): <i>Bundesrepublik Deutschland</i> (S. 142), <i>Schweiz</i> (S. 143), <i>Belgien</i> (S. 143), <i>Niederlande</i> (S. 144), <i>Spanien</i> (S. 144), <i>Österreich</i> (S. 145), <i>Portugal</i> (S. 145), <i>Norwegen</i> (S. 145), <i>Dänemark</i> (S. 145), <i>Schweden</i> (S. 145), <i>Finnland</i> (S. 146); sonstige Devisenbilanzen	

(S. 146); *Kanada* (S. 146), *Japan* (S. 146); Devisenmärkte (S. 146); *Pfund Sterling* (S. 147), *Schweizer Franken* (S. 149), *Deutsche Mark* (S. 150), *andere europäische Währungen* (S. 150); andere devisenwirtschaftliche Ereignisse (S. 150)

#### IV. Der Eurogeldmarkt . . . . . 153

Veränderungen in den Gesamtpositionen (S. 153); Veränderungen in den berichtenden Ländern (S. 157); Struktur und Umfang des Eurodollarmarktes (S. 160); Zinstendenzen (S. 165)

#### V. Das Europäische Währungsabkommen . . . . . 169

Weiterführung des Abkommens (S. 169); die Geschäfte im Rahmen des Abkommens (S. 170); *Europäischer Fonds* (S. 170), *Multilaterales System des Zahlungsausgleichs* (S. 172); die Verwaltung des Europäischen Währungsabkommens (S. 172)

### Teil III – Die Geschäfte der Bank . . . . . 175

Die Tätigkeit der Bankabteilung (S. 175); *Mittelaufkommen* (S. 176), *Mittelverwendung* (S. 179); die Aktiva und Passiva der Bank im Zusammenhang mit der Ausführung der Haager Vereinbarungen von 1930 (Young-Plan) (S. 183); die Bank als Treuhänder und Agent für internationale Staatsanleihen (S. 186); die Bank als Pfandhalter auf Grund des Pfandvertrages mit der Hohen Behörde der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl (S. 188); die Bank als Agent der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (Europäisches Währungsabkommen) (S. 189); Entwicklung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen (S. 189); die finanziellen Ergebnisse (S. 190); Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion (S. 190)

### Schlußbemerkungen . . . . . 192

\* \* \*

Bilanz vom 31. März 1966 und Gewinn- und Verlust-Rechnung für das am 31. März 1966 abgeschlossene Geschäftsjahr

## VERZEICHNIS DER TABELLEN UND DIAGRAMME

(♦: Diagramm)

Seite

### Teil I – Wirtschaftliche Tendenzen und wirtschaftspolitische Entwicklung 1965–66

Vereinigtes Königreich: Staatshaushalt . . . . .	10
Veränderungen im realen Bruttosozialprodukt . . . . .	14
Industrieproduktion ♦ . . . . .	16
Großhandels- und Verbraucherpreise und Industrielöhne ♦ . . . . .	18
Zentralgeplante Volkswirtschaften: Volkseinkommen, Industrieproduktion und Produktivität . . . . .	23
Italien: Erweiterte Devisenbilanz . . . . .	25
Frankreich: Erweiterte Devisenbilanz . . . . .	27
Vereinigtes Königreich: Erweiterte Devisenbilanz . . . . .	29
Vereinigte Staaten: Erweiterte Devisenbilanz . . . . .	32
Versorgung mit neuem Gold . . . . .	35
Goldversorgung und Goldverwendung . . . . .	37

### Teil II – Analyse des monetären und wirtschaftlichen Geschehens

#### I. Kreditentwicklung und Kreditpolitik

Zinssätze ♦ . . . . .	44
Änderungen der amtlichen Diskontsätze seit 1963 . . . . .	47
Bruttoersparnis und Bruttoinvestition der Volkswirtschaft . . . . .	48
Nettoinanspruchnahme des Kapitalmarktes . . . . .	55
Vereinigte Staaten:	
Nettokreditströme ♦ . . . . .	59
Die Vermögensbildung der Unternehmen und ihre Finanzierung . . . . .	61
Vereinigtes Königreich: Schwankungen der Investitionen und Zahlungs- bilanz ♦ . . . . .	64
Aktiva und Passiva des Bankensystems . . . . .	72

#### II. Der internationale Handels- und Zahlungsverkehr

Der Welthandel . . . . .	93
Der Außenhandel ausgewählter Industrieländer ♦ . . . . .	95
Weltzahlungsbilanz . . . . .	97

	Seite
Vereinigte Staaten: Zahlungsbilanz . . . . .	100
Kanada: Zahlungsbilanz . . . . .	102
Die Zahlungsbilanzen der westlichen europäischen Länder . . . . .	105
Vereinigtes Königreich: Zahlungsbilanz . . . . .	106
Frankreich: Zahlungsbilanz . . . . .	109
Bundesrepublik Deutschland: Zahlungsbilanz . . . . .	112
Italien: Zahlungsbilanz . . . . .	114
Niederlande: Zahlungsbilanz . . . . .	117
Spanien: Zahlungsbilanz . . . . .	121
Japan: Zahlungsbilanz . . . . .	124

### III. Gold, Reserven und Devisen

Der Goldpreis am Londoner Markt ♦ . . . . .	130
Länderbestände an internationaler Liquidität . . . . .	131
IWF: Währungstransaktionen 1965 . . . . .	132
Bestände an ausgewählten Währungen von Mitgliedsländern . . . . .	134
Weltgoldreserven . . . . .	135
Veränderung der Länderbestände an Dollar 1965 . . . . .	138
Westliche europäische Länder: Devisenbilanz 1964 und 1965 . . . . .	139
Europäische Länder, Kanada und Japan: Währungsposition . . . . .	141
Sterling/Dollar-Wechselkurse ♦ . . . . .	147
Europäische Wechselkurse für den US-Dollar ♦ . . . . .	149

### IV. Der Eurogeldmarkt

Kurzfristige Verbindlichkeiten und Forderungen der Geschäftsbanken in bestimmten Fremdwährungen gegenüber Devisenausländern . . . . .	154
Kurzfristige Verbindlichkeiten und Forderungen der Geschäftsbanken in bestimmten Fremdwährungen gegenüber Devisenausländern, ohne die Positionen gegenüber dem Ausgabeland der jeweiligen Währung . . . . .	155
Kurzfristige Dollarpositionen der berichtenden Banken gegenüber Devisenausländern . . . . .	156
Dollarpositionen der berichtenden europäischen Banken gegenüber Devisenausländern außerhalb und innerhalb ihres eigenen Gebietes . . . . .	161
Geldbewegungen am Eurodollarmarkt . . . . .	162
Kurzfristige Forderungen und Verbindlichkeiten der Geschäftsbanken in bestimmten Fremdwährungen gegenüber Devisenausländern ♦ . . . . .	165
Dollarposition der berichtenden europäischen Banken außerhalb ihres eigenen Gebietes ♦ . . . . .	165
Zinssätze in London und New York ♦ . . . . .	166

### V. Das Europäische Währungsabkommen

Europäischer Fonds:	
Gewährte Kredite . . . . .	171
Inanspruchnahme der gewährten Kredite . . . . .	172
Zusammengefaßter Ausweis . . . . .	173

**Teil III – Die Geschäfte der Bank**

Bilanzsumme . . . . .	175
Pro-memoria-Konten b . . . . .	176
Passiva ♦ . . . . .	176
Passiva . . . . .	177
Herkunft der Fremdmittel . . . . .	178
Art und Laufzeit der Fremdmittel . . . . .	178
Barmittel und Anlagen . . . . .	179
Goldposition . . . . .	180
Aktiva ♦ . . . . .	180
Terminguthaben und Darlehen sowie Andere Wechsel und Wertpapiere . .	182
Ausführung der Haager Vereinbarungen von 1930 . . . . .	184
Internationale Bundesanleihe der Republik Österreich 1930 . . . . .	186
Deutsche Äußere Anleihe 1924 (Dawes-Anleihe) . . . . .	187
Internationale Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe) . . . .	187
Gesicherte Anleihen der Hohen Behörde der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl . . . . .	188

# SECHSUNDDREISSIGSTER JAHRESBERICHT

AN DIE ORDENTLICHE GENERALVERSAMMLUNG DER  
BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH

in Basel am 13. Juni 1966

Meine Herren,

hiermit beehre ich mich, den Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über das sechsunddreißigste Geschäftsjahr vom 1. April 1965 bis 31. März 1966 vorzulegen. Seine Ergebnisse im einzelnen und eine Analyse der Bilanz vom 31. März 1966 enthält der Teil III.

Das sechsunddreißigste Geschäftsjahr endete mit einem Überschuß von 38 578 751 Goldfranken (im Vorjahr: 34 519 144 Goldfranken). Nach Zuweisung von 1 000 000 Goldfranken an die Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und von 15 000 000 Goldfranken an die Rückstellung für Unvorhergesehenes verbleibt ein Reingewinn von 22 578 751 Goldfranken (im Vorjahr: 22 519 144 Goldfranken).

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, wie im Vorjahr eine Dividende von 37,50 Goldfranken je Aktie zu verteilen. Er schlägt ferner vor, als außergewöhnliche Leistung den Betrag der nichterklärten kumulativen Dividende wiederum durch Bereitstellung einer Pauschalsumme zu verringern. Hierfür sind 15 000 000 Goldfranken angesetzt worden, die eine außerordentliche Ausschüttung von 75 Goldfranken je Aktie erlauben. Somit werden in diesem Jahr insgesamt 112,50 Goldfranken je Aktie ausgeschüttet, die mit 160,75 Schweizer Franken zahlbar sind.

Teil I des vorliegenden Berichts behandelt die wirtschaftlichen Tendenzen und die wirtschaftspolitische Entwicklung in Europa und den Vereinigten Staaten von Amerika im Jahre 1965 und in den ersten Monaten des Jahres 1966. Teil II enthält Einzelanalysen des Geschehens im Bereich des Kredits, der internationalen Zahlungen und Reserven, der Devisenmärkte und des Eurogeldmarktes; ferner

enthält er einen Überblick über die Geschäfte im Rahmen des Europäischen Währungsabkommens. Teil III ist der Tätigkeit der Bank und den Funktionen gewidmet, welche die Bank für die Hohe Behörde der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl sowie als Treuhänder und Agent internationaler Anleihen ausübt. In ihm kommen auch die Rolle, welche die Bank bei der Förderung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken spielt, sowie die Beziehungen der Bank zu anderen internationalen Institutionen zur Sprache.

## TEIL I

### WIRTSCHAFTLICHE TENDENZEN UND WIRTSCHAFTSPOLITISCHE ENTWICKLUNG 1965-66

In den meisten Industrieländern des westlichen Europa und in den Vereinigten Staaten ist die wirtschaftliche Lage derzeit durch Übernachfrage und Auftriebstendenzen bei den Preisen gekennzeichnet. Dementsprechend liegt das Schwergewicht der wirtschaftspolitischen Maßnahmen bei der Restriktion — wobei diese aber nicht stark genug ist, um eine Rückkehr zur monetären Stabilität zu gewährleisten. Charakteristisch ist auch, daß die Übernachfrage viel mehr mit den Mitteln der Währungspolitik als durch die Finanzpolitik der öffentlichen Haushalte bekämpft wird, so daß die Zinssätze erheblich gestiegen sind. Die bemerkenswerten Ausnahmen von diesem Entwicklungsmuster sind Frankreich und Italien, die beide den Boom schon früher dämpften und jetzt eine Expansion auf einer gesünderen Basis haben.

Sowohl die Restriktion wie die Inflation waren im vergangenen Jahr bestimmend dafür, daß sich das Realprodukt im allgemeinen nur noch verlangsamt erhöhte. In vielen europäischen Ländern war der Preisanstieg in den letzten zwölf Monaten sogar stärker als die Produktionszunahme — was kaum die richtige Methode ist, die Überlastung der Produktivkräfte zu mildern. Dagegen weitete sich in den Vereinigten Staaten die Erzeugung wiederum rasch aus, allerdings bei geringer werdendem Arbeitskräfte- und Kapazitätsspielraum.

Im internationalen Zahlungsverkehr hat sich im vergangenen Jahr die Lage vieler kontinentaler Länder verschlechtert. Auch hier waren Frankreich und Italien die Ausnahmen; die Überschüsse dieser Länder erreichten einen ziemlich extremen Umfang. Verbessert war die Gesamtsituation insofern, als die Defizite der Vereinigten Staaten und des Vereinigten Königreichs reduziert wurden. Da dieser Erfolg aber weitgehend auf direkten Eingriffen beruhte, ist eine Anpassung der grundlegenden Marktkräfte nach wie vor dringend geboten.

#### Vereinigte Staaten

Im vergangenen Jahr hat sich die wirtschaftliche Lage der Vereinigten Staaten sowohl im Innern wie auch gegenüber dem Ausland bedeutend gewandelt, und dementsprechend wurde eine Verlagerung des Schwerpunkts der behördlichen Maßnahmen erforderlich.

Die expansive Entwicklung der Volkswirtschaft ist nun in ihr sechstes Jahr getreten, und es sind wenig Anzeichen eines Tempowechsels zu bemerken. Erstmals seit einem Jahrzehnt befindet sich die Produktion nahe an der

Kapazitätsgrenze, und die Arbeitslosigkeit ist auf den tiefsten Stand seit zwölf Jahren gesunken. Doch gerade der Erfolg, mit dem das Land aus der in der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre herrschenden Unterbeschäftigung der Produktionsfaktoren herausgeführt wurde, ließ neue Probleme entstehen. So ist die Konjunkturpolitik jetzt darauf abgestellt, die Volkswirtschaft auf dem schmalen Pfad zu halten, der Übernachfrage und Inflation von Nachfrageschwäche und langsamem Wachstum trennt.

Die kräftige Erhöhung des realen Bruttosozialprodukts um 5,5 Prozent im letzten Jahr und um 6 Prozent im ersten Quartal 1966 wurde zu einem nicht geringen Teil durch fiskalische Impulse ausgelöst. Im Januar 1965 trat die zweite Stufe der Einkommensteuersenkung in Kraft; im Juni wurde ein Gesetz zur Senkung zahlreicher indirekter Bundessteuern beschlossen; im September wurden die Leistungen der Sozialversicherung heraufgesetzt und hohe rückwirkende Zahlungen geleistet; und beim Bund stiegen die Ausgaben für verschiedene zivile Zwecke. Zu alledem kam noch eine sehr beträchtliche Steigerung der Aufträge im unmittelbaren Zusammenhang mit dem Krieg in Vietnam.

An der Expansion beteiligt waren auch die gewerblichen Anlageinvestitionen; sie erhöhten sich real um 14 Prozent, nachdem sie im vorangegangenen Jahr um 10 Prozent gestiegen waren. Diese starken Anreize wirkten unabgeschwächt auf den privaten Verbrauch, der real um fast 6 Prozent wuchs. Dagegen blieb der Wohnungsbau ein schwacher Punkt, während die Nettoausfuhr von Gütern und Dienstleistungen nicht mehr den sehr hohen Stand von 1964 erreichte.

Als direkte Folge des wirtschaftlichen Aufschwungs sank die Arbeitslosenquote beträchtlich, obgleich die Zahl der zivilen Arbeitskräfte und auch die durchschnittliche Arbeitszeit erheblich zunahmen. Insgesamt verringerte sich die Arbeitslosigkeit von 5,0 Prozent im Dezember 1964 auf 4,1 Prozent Ende 1965 und auf 3,8 Prozent im Frühjahr 1966.

Mit dem Schmälerwerden der Marge ungenutzter Produktionsfaktoren kamen die Preise langsam nach oben in Bewegung; damit war die Periode der Stabilität, die bis dahin die amerikanische Expansion gekennzeichnet hatte, zu Ende. Die Teuerung des vergangenen Jahres — rund 4 Prozent auf der Großhandelsstufe und fast 3 Prozent bei den Verbraucherpreisen — beruhte zu einem guten Teil auf Sondereinflüssen in der Nahrungsmittelversorgung. Aber auch die Preise anderer Güter zeigten eine deutliche Aufwärtstendenz. Wesentlich besser war die Entwicklung der Löhne. Sie stiegen im großen und ganzen nicht viel mehr als die Produktivität, und die Arbeitskosten je Leistungseinheit erhöhten sich nur um 1 Prozent; in der verarbeitenden Industrie lagen die Arbeitskosten je Leistungseinheit 1965 nach Schätzungen sogar geringfügig unter ihrem Stand von 1960.

Die Bemühungen der Regierung um Preis- und Lohndisziplin haben unzweifelhaft zur Dämpfung inflationärer Übersteigerungen beigetragen. Nicht zuletzt dank der aktiven Vermittlerrolle der Regierung konnte zum Beispiel das Lohnabkommen in der Stahlindustrie vom vergangenen September, dem zentrale Bedeutung zukommt, innerhalb der Lohnrichtlinien gehalten werden. Genauso

blieben auch die Erhöhungen der Löhne und Gehälter im öffentlichen Dienst, ungeachtet eines gewissen Drucks, im Rahmen der Richtlinien. Auf der Preisseite wurden eine Reihe von Anhebungen — vor allem für Aluminium, Kupfer und Baustahl — unter starkem staatlichem Einfluß, der gelegentlich die Freigabe von Lagerbeständen umfaßte, rückgängig gemacht. Höchstwahrscheinlich hat die entschlossene Haltung der Regierung auch Produzenten in anderen Wirtschaftszweigen von Preiserhöhungen abgehalten.

Die Anspannung, die im Verlauf des Jahres zunehmend sichtbar wurde, entsprang nicht, wie in vielen europäischen Ländern, einem Zustand akuter Übernachfrage. Arbeitskräfte waren nicht generell, sondern nur in bestimmten Produktionszweigen oder geographischen Räumen knapp. Und da es immer noch eine beträchtliche Anzahl Arbeitslose gab und die Erwerbsbevölkerung rasch anwuchs, konnten diese Engpässe, allerdings mit entsprechendem Zeitaufwand, durch Ausbildung am Arbeitsplatz und berufliche Förderungsmaßnahmen gemildert werden. Genauso stieg die Kapazitätsnutzung in der verarbeitenden Industrie dank der regen Investitionstätigkeit der letzten Zeit nur von 88 Prozent im Dezember 1964 auf 90,5 Prozent im März 1966; somit lag der Beschäftigungsgrad, trotz Produktionsengpässen in einzelnen Industriezweigen, im allgemeinen nicht über dem Optimum.

Bei der Analyse der wirtschaftspolitischen Erfordernisse mußte man aber das Tempo der Expansion und im Zusammenhang damit die Wahrscheinlichkeit einer künftigen zunehmenden Kapazitätsbeengung berücksichtigen. Aus beiden Gründen war es geraten, die Konjunkturpolitik von Expansionsförderung auf Restriktion umzustellen. Wenn auch keine Politik der Konjunkturdämpfung vonnöten war, so doch eine Drosselung des Wachstumstempos der Nachfrage in dem Maße, daß sich keine inflatorische Atmosphäre herausbilden konnte. Erstmals seit dem Beginn der hohen Defizite in der US-Zahlungsbilanz bestand daher kein Gegensatz zwischen den für das binnenwirtschaftliche und den für das außenwirtschaftliche Gleichgewicht erforderlichen Maßnahmen.

Unter diesen Umständen gingen die verantwortlichen Stellen 1965 bald zu einer weniger lockeren Währungspolitik über. Die freien Liquiditätsreserven der Banken verminderten sich und verwandelten sich schließlich in einen erheblichen negativen Betrag, den man bis fast zum Jahresende bestehen ließ. Währenddessen weitete sich aber die Kreditnachfrage kräftig aus, was bald in den Geldkosten zum Ausdruck kam. Der Zinsauftrieb begann im Sommer, wurde im Herbst deutlich steiler und führte Anfang Dezember zur Erhöhung des Diskontsatzes von 4 auf 4½ Prozent. Obwohl die geldpolitischen Zügel wiederum ein Stück angezogen wurden, nahmen die Ausleihungen der Banken immer noch rasch zu, zum Teil deswegen, weil die Kreditnehmer mit einer weiteren Kreditverknappung rechneten. Infolgedessen zogen die Zinssätze auch 1966 noch an. Im Gegensatz zur Entwicklung in einem früheren Stadium der Expansion beschränkte sich der Anstieg in den letzten neun Monaten aber nicht auf die kurzfristigen Zinssätze — diese erhöhten sich um etwa einen Prozentpunkt —, sondern er erfaßte auch die mittelfristigen und die langfristigen Sätze, die um rund einen halben Prozentpunkt stiegen.

Bald nach Beginn des Jahres 1966 wurde außerdem klar ersichtlich, daß das erforderliche Maß an Restriktion die Möglichkeiten der Währungspolitik überstieg. Die Zinssätze waren auf einen in der US-amerikanischen Geschichte hohen Stand gebracht worden; der Währungspolitik mußte genügend Bewegungsfreiheit für die Zukunft verbleiben; und vor allem war mit einem weiteren Anstieg der Gesamtnachfrage und entsprechenden zusätzlichen Marktspannungen zu rechnen. Das alles zusammen machte Restriktionsmaßnahmen fiskalischer Art unerlässlich. Der Volkswirtschaft stand offensichtlich abermals ein Jahr rascher Expansion bevor, doch diesmal mit Anzeichen des Ungleichgewichts und mit stark verringerten Arbeitskraftreserven. Die Unternehmen planten, ihre Anlageinvestition noch rascher zu steigern als 1965; die Verbrauchernachfrage ließ unter der expansiven Wirkung einer neuen Runde von Verbrauchssteuersenkungen nicht viel von einer Verlangsamung erkennen; bei den nichtmilitärischen Ausgaben des Bundes, der Einzelstaaten und der sonstigen öffentlichen Haushalte war wiederum ein kräftiger Anstieg zu erwarten; und auch die Intensivierung des Krieges in Vietnam bedingte einen wesentlich stärkeren staatlichen Rückgriff auf Menschen und Kapital.

Angesichts dessen wurden im Frühjahr 1966 einige restriktive fiskalische Maßnahmen ergriffen. Die am 1. Januar in Kraft getretene Senkung der Umsatzsteuer für Automobile und Leistungen der Telephonbetriebe wurde für zwei Jahre rückgängig gemacht, bei der Einkommensteuer wurde der im Laufe des Jahres an der Quelle abzuziehende Betrag erhöht, und die Körperschaftssteuerzahlungen wurden beschleunigt. Außerdem erklärte die Regierung ihre Entschlossenheit, zusätzliche restriktive Fiskalmaßnahmen in die Wege zu leiten, wenn es, wie erwartet werden muß, nicht gelingen sollte, dem inflatorischen Druck mit den neuesten Regelungen Einhalt zu gebieten.

Solche Maßnahmen zur Ergänzung der währungspolitischen Restriktion dürften sich auch aus außenwirtschaftlichen Gründen empfehlen. Trotz erheblichen Fortschritten in gewisser Hinsicht blieb die Lage der US-Zahlungsbilanz 1965 unbefriedigend. Zwar ist das Defizit (auf „Liquiditäts“-Basis) von 1,5 auf 1,3 Milliarden Dollar zurückgegangen, und noch kleiner wäre es ausgefallen, wenn nicht die britische Regierung einen beträchtlichen Teil ihres Bestandes an Papieren von US-Unternehmen verkauft hätte. Hinter dieser Gesamtverbesserung verbergen sich aber gewisse ungünstige Entwicklungen, die eine weitere Verminderung des Defizits im Jahre 1966 erheblich erschweren könnten.

Das Programm zur freiwilligen Beschränkung der Kapitalausfuhr war sicherlich der Hauptgrund dafür, daß der Abfluß aus den Vereinigten Staaten fast um die Hälfte zurückging. Die dergestalt erzielte Ersparnis von 3 Milliarden Dollar kam fast ausschließlich in der Form zustande, daß in der US-Bilanz der kurzfristigen Kapitalleistungen der 1964 verzeichnete Abfluß von 2 Milliarden Dollar im Jahr darauf einem Zufluß von 0,7 Milliarden Dollar Platz machte. Dagegen verringerte sich der Abfluß langfristigen Privatkapitals per Saldo nur wenig; der kräftigen Einschränkung der langfristigen Bankkredite stand ein erheblicher Anstieg der Direktinvestitionen im Ausland gegenüber, während die US-Käufe ausländischer Wertpapiere so hoch blieben wie im Vorjahr.

Von der Verbesserung in der US-Bilanz der privaten Kapitaleistungen gingen jedoch ganze zwei Drittel dadurch verloren, daß sich der Überschuß im Außenhandel um 2 Milliarden Dollar verringerte. Die Einfuhr stieg sogar noch schneller als die inländische Nachfrage, während die Ausfuhr nur wenig zunahm, was teilweise an der Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in Europa, Lateinamerika und Japan lag.

In der ersten Zeit dieses Jahres mußten daher die verantwortlichen Stellen damit rechnen, daß die letztjährigen ungünstigen Tendenzen in der Zahlungsbilanz 1966 zum Teil fortbestehen würden. Insbesondere war mit der anhaltend starken Binnenexpansion ein abermaliger rascher Anstieg der Einfuhren zu erwarten, und der Krieg in Vietnam bedingte zusätzliche Ausgaben im Ausland. Außerdem konnte gerade auch wegen des beträchtlichen Erfolges, den das Zahlungsbilanzprogramm 1965 gehabt hatte, für 1966 nur noch mit einer viel schwächeren Verringerung des Kapitalabflusses gerechnet werden; eine gewisse neuerliche Verbesserung war allerdings wahrscheinlich, da das Programm im Dezember intensiviert worden war und seine Wirkungen durch die knappere Kreditverfassung im Inland verstärkt wurden. Diese Situation erforderte somit dieselbe restriktive Politik wie die binnenwirtschaftliche Lage.

### **Vereinigtes Königreich**

Vor einem Jahr bestand das unmittelbare wirtschaftliche Problem des Vereinigten Königreichs in dem großen Zahlungsbilanzdefizit und in dem mangelnden Vertrauen in die Sterlingwährung. Das tiefere Problem war aber die binnenwirtschaftliche Übernachfrage, die das Produktionspotential überforderte und nicht nur einen beträchtlichen Einfuhrüberschuß verursachte, sondern auch die inländischen Kosten und Preise in die Höhe trieb.

Dementsprechend wurden verschiedene Maßnahmen zur Dämpfung der Inlandsnachfrage getroffen. Nach dem Budget von April 1965 sollten durch Erhöhung direkter und indirekter Steuern im beginnenden Haushaltsjahr 164 Millionen Pfund zusätzlich aufgebracht werden. Im Anschluß daran wurde die Währungspolitik gestrafft; die Banken wurden aufgefordert, Sondereinlagen bei der Bank von England zu bilden und diese Einschränkung ihrer Liquidität nicht durch Verkauf von Staatspapieren auszugleichen. Zusätzlich ersuchte die Bank von England die Banken, die Ausweitung ihrer Kredite an den privaten Sektor in den zwölf Monaten bis Mitte März 1966 auf 5 Prozent zu begrenzen. Ende Juli kamen weitere Maßnahmen zur Beschränkung der Nachfrage hinzu; die den Konsumkredit regelnden Bestimmungen wurden verschärft, die private Bautätigkeit wurde mit Ausnahme des Wohnungsbaus und der Errichtung gewerblicher Bauten beschränkt und die Ausführung neuer nichtindustrieller öffentlicher Investitionsprojekte zeitlich gestreckt. An sich bildeten diese Maßnahmen ein ziemlich konsequentes Restriktionsprogramm, und es hatte den Anschein, als könnten sie den Boom bis zum Jahresende mäßigen. Schließlich blieb aber der Nachfrage- und Arbeitslosigkeitsdruck auf das Produktionspotential dann doch das ganze Haushaltsjahr hindurch unvermindert bestehen, und zur Zeit der Vorlage des Budgets von 1966 war die Arbeitslosigkeit geringer als ein Jahr vorher.

Dieses Ergebnis kann zwei Faktoren zugeschrieben werden, die im vergangenen Jahr nach wie vor die gesamtwirtschaftliche Nachfrage vermehrten — nämlich den öffentlichen Ausgaben und den steigenden Löhnen. Im öffentlichen Sektor wuchsen die Verbrauchsausgaben stärker als im vorangegangenen Jahr; maßgeblich hierfür war die Entwicklung der Ausgaben der zentralen öffentlichen Haushalte. Auch die öffentlichen Investitionen weiteten sich — obgleich langsamer — aus, wobei der Zuwachs größtenteils auf die öffentlichen Unternehmen entfiel. Zwar ging man daran, die Ausführung bestimmter neuer öffentlicher Investitionsprojekte zeitlich zu strecken, doch konnte der Erfolg dieses Schritts erst nach einiger Zeit spürbar werden.

Das Gesamtdefizit im Staatshaushalt stieg trotz der Steuererhöhung erheblich, nämlich auf 576 Millionen Pfund im Haushaltsjahr 1965/66, nachdem es im Vorjahr 386 Millionen Pfund betragen hatte. Ein Haushaltsdefizit dieser Größe beeinträchtigte tendenziell die Wirkung der Kreditverknappung auf die gesamtwirtschaftliche Liquidität. Die Ausweitung der Bankkredite an den privaten Sektor blieb innerhalb des Kontingents von 5 Prozent; dennoch wuchs das Volumen der Einlagen bei den Clearing-Banken um 7 Prozent und der gesamte Geldumlauf sogar noch stärker.

Ein viel bedeutenderer Faktor der anhaltenden volkswirtschaftlichen Übernachfrage war der Lohnauftrieb. Zur Stärkung der Politik der Einkommensmäßigung rief die Regierung eine Nationale Kommission für Preise und Einkommen ins Leben, die gesetzliche Vollmachten erhalten soll. Da jedoch gerade eine große Lohnrunde im Gange war, blieb die unmittelbare Wirkung auf die neuen Vereinbarungen gering — insbesondere angesichts der Knappheit am Arbeitsmarkt. Im gesamten letzten Jahr stiegen die Stundenlohnsätze um rund 7 Prozent, und infolge der erheblichen Vergrößerung der Spanne zwischen Tarif- und Effektivlöhnen erhöhten sich die durchschnittlichen Stundenverdienste um 9,5 Prozent. Neben der Verknappung des Arbeitsmarktes und den von der Lohnrunde ausgehenden Kräften war auch eine allgemeine Tendenz zur Verkürzung der Normalarbeitszeit von 42 auf 40 Wochenstunden mitbestimmend für den Auftrieb bei den Stundenlohnsätzen und -verdiensten.

Weitgehend wegen der Lohnsteigerung, aber auch infolge höherer Sozialversicherungsleistungen und Dividendenzahlungen nahmen die persönlichen Einkommen um über 7 Prozent zu. Selbst nach Abzug der höheren direkten Steuern und Sozialversicherungsbeiträge verblieb eine Steigerung des verfügbaren persönlichen Einkommens um 5,7 Prozent, und das bedeutete eine ungefähr gleich große Zunahme der privaten Verbrauchsausgaben. Nach der Vorlage des Budgets schwächten sich die Ausgaben der Verbraucher einige Monate lang eher ab, doch gegen Ende 1965 und Anfang 1966 kam es zu einem erneuten Auftrieb.

Einen willkommeneren Beitrag zur Dynamik der nominalen Nachfrage leistete die Ausfuhr. Sie nahm auf Jahresbasis um 7 Prozent zu. Dem absoluten Betrag nach war die Erhöhung aber viel kleiner als der Zuwachs bei den Ausgaben der Verbraucher oder der öffentlichen Haushalte, da die Ausfuhr innerhalb des gesamten Volkseinkommens einen bescheideneren Platz einnimmt.

Die Ausweitung der Nachfrage wurde teils durch Produktionssteigerung, zu einem etwas größeren Teil aber durch Preissteigerung absorbiert. In konstanten Preisen stieg das Bruttoinlandsprodukt 1965 um 2,3 Prozent, während es im Jahr davor um 5,5 Prozent zugenommen hatte. Der schwächere Anstieg der Gesamterzeugung bei aktiver Nachfrage und rückläufiger Arbeitslosigkeit läßt sich zum Teil durch die Verringerung der durchschnittlichen Arbeitszeit erklären. Mitbestimmend war aber auch die Teuerung. Abgesehen von der nachfrageinduzierten Preissteigerung erhöhten sich mit dem raschen Anstieg der Löhne natürlich die Kosten und dadurch tendenziell wieder die Preise, was die Ausweitung der realen Nachfrage begrenzte. Die Lohnkosten sind 1965 nach Schätzungen um 6,5 Prozent gestiegen. Bei den Preisen betrug die Zunahme auf der Einzelhandelsstufe 4,5 Prozent; davon beruhte rund ein Drittel auf indirekten Steuern und anderen Lasten. Man meint, daß die Einkommenspolitik eine gewisse vorübergehende Stauwirkung auf die Preisentwicklung hatte; demnach könnte es in den nächsten Monaten zu einer Weitergabe der gestiegenen Kosten über die Preise kommen.

Unter den gegebenen inflatorischen Verhältnissen war es beachtlich, daß sich das Defizit in der Zahlungsbilanz erheblich verringerte. In der Grundbilanz wurde der Fehlbetrag von 769 Millionen Pfund im Jahre 1964 auf 354 Millionen im vergangenen Jahr reduziert, und im vierten Quartal 1965 war die Grundbilanz nahezu ausgeglichen. Die Verbesserung in der erweiterten Devisenbilanz war sogar noch größer: das Defizit sank von 747 auf 249 Millionen Pfund, da sich der — positive — Ausgleichsposten stark erhöhte. Den Hauptbeitrag zur Verbesserung leistete die Ausfuhr, die viel stärker stieg als bisher. Maßgeblich hierfür war weitgehend die lebhafte Nachfrage aus den Vereinigten Staaten und aus der Bundesrepublik Deutschland, die den Rückgang der Exporte nach Frankreich und Italien überkompensierte. Dazu kam eine kräftige Verringerung des im Vorjahr sehr hohen Abflusses von langfristigem Kapital, zum Teil infolge der Verschärfung der Devisenbestimmungen im April und nochmals im Juli.

Andererseits blieben die Importe 1965 hoch, ja sie waren sogar geringfügig höher als im Vorjahr. Ein gewisser Einfuhrückgang hätte aus zwei Gründen erwartet werden können: erstens wegen der Zollzuschlagsregelung vom Oktober 1964 und zweitens, weil die Vorratsbildung im vergangenen Jahr weit hinter dem großen Umfang zurückblieb, den sie 1964 erreicht hatte. Jedoch wurden diese Faktoren von der Intensität der binnenwirtschaftlichen Endnachfrage überspielt. Insbesondere wuchsen die Investitionsgüterimporte infolge der anhaltenden Investitionskonjunktur um 14 Prozent. Dagegen wirkte sich der Zollzuschlag offensichtlich auf die Einfuhr von Konsumgütern aus; sie sank um 11 Prozent, während zugleich die Verbraucherausgaben um über 5 Prozent stiegen.

In den ersten Monaten des Jahres 1966 zeichnete sich eine Erhitzung der Konjunktur mit einem entsprechenden erneuten Anstieg der Importe ab. Obgleich die Beschleunigung vermutlich zum Teil auf vorübergehenden Faktoren beruhte — insbesondere auf höheren Verbraucherausgaben im Zusammenhang mit der bevorstehenden Heraufsetzung von Kaufsteuern —, war der grundlegende Nachfragedruck immer noch stark. Anfang Februar gaben die Behörden daher bekannt,

daß die Banken und anderen Finanzinstitute ihre Kreditgewährung an den privaten Sektor bis auf weiteres innerhalb der früher festgelegten Grenzen für die Zeit bis März 1966 halten sollten; gleichzeitig wurde die Beschränkung des Teilzahlungskredits intensiviert.

Im April zeigten sich Anzeichen einer leichten Entspannung, aber die Nachfrage blieb überhört, und so wurde im Mai 1966 ein restriktives Budget vorgelegt. In ihm war für das Finanzjahr ein Aufkommen aus zusätzlichen Steuern im Betrage von 386 Millionen Pfund und damit eine Vermehrung der Gesamteinnahmen um knapp 4 Prozent vorgesehen. Die veranschlagte Steuererhöhung war mehr als zweimal so groß wie diejenige im vorangegangenen Budget. Trotz einer wiederum starken Steigerung der Ausgaben wird damit gerechnet, daß dank den neuen Steuern und einem wachsenden Aufkommen aus den bestehenden Steuern der Überschuß in der laufenden Rechnung um 358 Millionen Pfund höher als 1965/66 ausfallen und über 1 000 Millionen Pfund betragen wird. Da die Kreditgewährung nur um 69 Millionen Pfund ausgeweitet werden soll, würde sich das Gesamtdefizit um 289 Millionen Pfund verringern, nämlich von 576 auf 287 Millionen.

Vereinigtes Königreich: Staatshaushalt

	Haushaltsjahr				
	1963/64	1964/65	1965/66	1966/67	
	Ergebnisse			Voranschlag	
				alte	neue
Steuerbasis					
Millionen Pfund Sterling					
Einnahmen					
Steuereinnahmen . . . . .	6 649	7 431	8 324	8 945	9 331
Sonstige Einnahmen . . . . .	639	726	821	893	893
Gesamteinnahmen . . . . .	7 288	8 157	9 145	9 838	10 224
Ausgaben					
Käufe von Gütern und Leistungen . . . . .	6 000	6 480	7 140	7 728	7 728
Schuldendienst . . . . .	1 198	1 233	1 316	1 449	1 449
Gesamtausgaben . . . . .	7 198	7 713	8 456	9 177	9 177
Überschuß . . . . .	90	444	689	661	1 047
Kreditgewährung (netto) . . . . .	— 527	— 830	— 1 265	— 1 334	— 1 334
Gesamtdefizit (—) . . . . .	— 437	— 386	— 576	— 673	— 287

Von den neuen Einnahmen sollen 315 Millionen Pfund durch eine selektive Beschäftigungssteuer aufgebracht werden, die auf die Konsumnachfrage nicht so stark wirkt wie Einkommen- oder Verbrauchssteuern. Zweck der neuen Steuer ist es, die Besteuerungsgrundlage auf das Dienstleistungsgewerbe auszudehnen und zu erreichen, daß Arbeitskräfte aus dem Dienstleistungsgewerbe und der Bauwirtschaft in die Industrie abwandern. Da die Steuerzahlungen im September anlaufen sollen, während die Rückvergütungszahlungen, auf die einige Industrien Anspruch haben, erst im nächsten Februar beginnen, wird das Aufkommen im jetzigen Haushaltsjahr größer sein als in den anschließenden Jahren, für die

nur noch mit 240 Millionen Pfund gerechnet wird. Die Steuer könnte einige kleinere Vorauswirkungen haben, aber ihr Haupteffekt wird im September eintreten. Jedoch könnte der Nachfragedruck bis dahin infolge der schon erwähnten, in Erwartung des Budgets vorgenommenen Vorkäufe etwas weniger stark sein. Eine leichte zeitweilige Entspannung dieser Art war in den Monaten nach der Vorlage des Budgets von 1965 bemerkbar gewesen.

Der Schatzkanzler gab auch die Aufhebung des Zollzuschlags von 1964 für den kommenden November bekannt. Als vorbereitende Maßnahme hierfür wurde zur weiteren Stärkung der Zahlungsbilanz ein Programm zur Verringerung der britischen Auslandsinvestitionen in entwickelten Ländern der Sterlingzone verkündet. In Zusammenarbeit mit den großen britischen Industrien sollen unter der Aufsicht der Bank von England für die nächsten ein bis zwei Jahre alle Investitionen in diesen Ländern zurückgestellt werden, die nicht mit Geld aus dem Ausland finanziert werden können oder von denen kein „rascher, erheblicher und anhaltender Gewinn für die Zahlungsbilanz“ zu erwarten ist. Außerdem kündigte der Schatzkanzler eine konsequente Überprüfung der öffentlichen Ausgaben im Ausland und baldige Verhandlungen mit der deutschen Bundesregierung zur Beseitigung der gesamten Devisenlast an, die mit dem Unterhalt der britischen Streitkräfte in Deutschland verbunden ist.

Die zusätzlichen Restriktionsmaßnahmen des neuen Haushaltsvoranschlags sind ein wichtiges Element in der Bemühung um Preisstabilität und eine ausgeglichene Zahlungsbilanz. Ein Erfolg dieser Maßnahmen setzt aber voraus, daß die Kreditknappheit, die natürlich aus der bisherigen Politik resultieren wird, erhalten bleibt; und vor allem muß inflatorischen Lohnerhöhungen Einhalt geboten werden.

### **Westlicher europäischer Kontinent**

Auf dem westlichen europäischen Kontinent war die wirtschaftliche Entwicklung im vergangenen Jahr weitgehend durch die Maßnahmen bestimmt, die in den meisten Ländern zu einem früheren Zeitpunkt gegen die Inflation ergriffen worden waren. Infolgedessen wurde die Konjunkturkurve allgemein wesentlich flacher. Dennoch gab es noch überbeanspruchte Produktionsfaktoren, und in vielen Volkswirtschaften herrschte weiterhin Überbeschäftigung. Da die Restriktionspolitik in den einzelnen Ländern zu verschiedenen Zeitpunkten eingeleitet und verschieden intensiv betrieben wurde, war ihre Wirkung von Land zu Land sehr unterschiedlich.

In Italien, Frankreich und Belgien, also in den Ländern, die gegen Ende 1963 oder Anfang 1964 nachdrückliche Maßnahmen gegen die Inflation ergriffen hatten, stieg das reale Bruttosozialprodukt gegenüber dem Vorjahr um 3–3½ Prozent und damit weniger als fast überall sonst in Kontinentaleuropa. Diese Länder waren jedoch als erste in der Lage, die Restriktion zu lockern, weil entweder der Teuerung Einhalt geboten worden war oder die gesamtwirtschaftliche Nachfrage entscheidend abgenommen hatte. Daher verzeichneten sie im Verlauf des Jahres 1965 — besonders in seiner zweiten Hälfte — im großen und

ganzen einen schnelleren Aufschwung als die Länder, die sich der Inflation weniger nachhaltig entgegengestellt hatten.

Dieses Entwicklungsbild war in Italien besonders deutlich. Den restriktiven Maßnahmen von Ende 1963 folgte bald ein ziemlich rascher Abschwung, der fast das ganze Jahr 1964 hindurch anhielt. Dann setzte die Erholung ein, aber sie reichte noch nicht aus, um die Volkswirtschaft entscheidend aus ihrem Schwächezustand herauszuführen. Da weitere Maßnahmen unbedingt erforderlich waren, bemühten sich die Behörden das ganze Jahr 1965 hindurch um Belebung der Konjunktur, und gegen Ende des Jahres und Anfang 1966 beschleunigte sich die Erholung erheblich.

Auch in Frankreich bremste das Stabilisierungsprogramm von September 1963 die Expansion nachhaltig. Die Wirtschaft stagnierte ein ganzes Jahr lang bei allerdings guter Beschäftigungslage, bis sich im Frühjahr 1965 eine Belebung abzeichnete. Die Erholung beschleunigte sich im Frühherbst und behielt das raschere Tempo auch in den ersten Monaten des Jahres 1966 bei, in denen weitere bescheidene expansive Maßnahmen getroffen wurden.

In Belgien, wo die hauptsächlichsten restriktiven Regelungen etwas später als in Italien und Frankreich erfolgten, begann die Belebung erst gegen Ende 1965. Mitbestimmend hierfür waren der Abbau von Sparmaßnahmen im Bereich der öffentlichen Investitionen im April 1965 und eine gewisse Lockerung der Währungspolitik im Juli. 1966 wurde die Erholung bedeutend schwungvoller, und im Mai gingen die Behörden daran, die Ausweitung der öffentlichen Ausgaben und des Bankkredits zu bremsen.

Ganz anders verlief die Entwicklung in den Ländern, deren Politik weniger restriktiv gewesen war. Hier war 1965 und in den ersten Monaten des Jahres 1966 im großen und ganzen nicht viel von einem konjunkturellen Aufwärtstrend zu bemerken. Die Verlangsamung beruhte auf nachfragedämpfenden Maßnahmen in Verbindung mit Kapazitätsengpässen, die das Wachstum der Produktion begrenzten. In den Ländern, in denen die Expansion hauptsächlich durch die Kapazität gebremst wurde, ging mit der Abschwächung natürlich eine Verstärkung der inflationären Spannung einher.

Zu dieser letztgenannten Kategorie gehörte weitgehend die Bundesrepublik Deutschland mit einer durch den Mangel an Arbeitskräften begrenzten Expansion. Die Nachfrage stieg weiterhin rasch und verursachte nach wie vor inflationäre Spannungen, so daß unbedingt eine restriktive Politik geboten war. Indessen gingen von fiskalischen Maßnahmen Anfang 1965 beträchtliche expansive Wirkungen aus, da auf Grund früherer gesetzgeberischer Akte die Einkommensteuer gesenkt, die Leistungen der Sozialversicherung heraufgesetzt und andere staatliche Ausgaben beträchtlich erhöht wurden. Unter diesen Umständen wurde die Währungspolitik stark restriktiv gestaltet. Die ersten Ergebnisse zeigten sich in der zweiten Jahreshälfte, und die Konjunkturkurve begann sich abzuflachen. Inzwischen war für 1966 eine gemäßigte Finanzpolitik festgelegt worden, und in den ersten Monaten dieses Jahres waren die inflationären Kräfte nicht mehr so stark.

Auch in den Niederlanden und in Schweden wurde die Konjunktur durch das Angebot an Arbeitskräften begrenzt. Doch während infolgedessen in Schweden das Wachstum mäßig ausfiel, verzeichneten die Niederlande weiterhin einen Aufwärtstrend, der in den letzten sechs Monaten des Jahres 1965 sogar noch steiler wurde. Die Konjunkturabkühlung in der Schweiz muß weitgehend dem Umstand zugeschrieben werden, daß das ganze vergangene Jahr hindurch die restriktiven Maßnahmen vom Frühjahr 1964 in Geltung blieben. Obgleich die Volkswirtschaft nach wie vor Anspannungserscheinungen aufweist, haben die Maßnahmen doch eine Verminderung der Übernachtfrage bewirkt.

Ein Merkmal der Konjunkturabschwächung war ein langsames Wachstum der Anlageinvestitionen. In Italien blieb die Anlageinvestition trotz vermehrten öffentlichen Arbeiten wie schon 1964 sogar absolut hinter dem Vorjahresergebnis zurück; der Wohnungsbau ließ stark nach, während die Ausrüstungsinvestitionen bis Mitte 1965 rückläufig waren und sich dann nur sehr langsam erholten. In Belgien nahm die gewerbliche Anlageinvestition weiterhin etwas zu, aber der Wohnungsbau schrumpfte, und die öffentlichen Bauvorhaben wurden gekürzt. Infolgedessen veränderte sich die gesamte Anlageinvestition nur wenig. In Frankreich sank die Wachstumsrate der Anlageinvestitionen von 11,8 auf 5,3 Prozent, obwohl die Sachkapitalbildung der öffentlichen Hand zunahm. Die privaten Unternehmen, deren Gewinnspannen sich in der Schere von steigenden Kosten und blockierten Preisen befanden, investierten weniger als 1964; doch sollte die im vergangenen Februar eingeführte 10prozentige Steuergutschrift für Investitionen zusammen mit den konjunkturellen Auftriebskräften eigentlich eine Verbesserung bewirken.

In den meisten anderen Ländern stieg die Bruttoanlageinvestition ebenfalls viel langsamer als 1964. Bei Zugrundelegung konstanter Preise sank die Wachstumsrate in der Bundesrepublik von 11,9 auf 6,4 Prozent, in der Schweiz von 8,7 auf 1,5 Prozent, in den Niederlanden von 16,5 auf 6,5 Prozent und in Dänemark von 20,1 auf 5,6 Prozent. In Schweden war der Rückgang bedeutend schwächer, da die Verringerung der Wachstumsrate im Wohnungsbau weitgehend durch eine leichte Beschleunigung der gewerblichen Anlageinvestitionen ausgeglichen wurde. In der Bundesrepublik nahmen die Ausrüstungsinvestitionen nochmals — um über 10 Prozent — zu, aber das Wachstum wurde im Laufe des Jahres langsamer; andererseits verstärkte sich die Bautätigkeit, besonders im öffentlichen Sektor, längst nicht mehr so kräftig, was hauptsächlich am schlechten Wetter lag.

Der private Verbrauch stieg in Frankreich und Belgien schwächer als 1964, während die Wachstumsrate in Italien praktisch unverändert blieb. In allen drei Ländern trat jedoch in der zweiten Jahreshälfte eine deutliche Belebung ein; mitbestimmend hierfür war in Italien die Außerkraftsetzung restriktiver Teilzahlungsregelungen und in Belgien die für 1966 vorgesehene Erhöhung indirekter Steuern. In der Schweiz wurde die Ausweitung des privaten Verbrauchs ebenfalls etwas langsamer, zum Teil wegen der rückläufigen Entwicklung der Zahl der Arbeitskräfte. In der Bundesrepublik und erst recht in den Niederlanden stieg der private Verbrauch dagegen beschleunigt, wobei allerdings in der Bundesrepublik gegen Ende 1965 eine Abschwächung einsetzte.

Veränderungen im realen Bruttosozialprodukt

	Jahr	Elemente der Nachfrage						Angebot	
		Verbrauch		Bruttoanlageinvestition im Inland			Ausfuhr von Gütern und Leistungen	Einfuhr von Gütern und Leistungen	Brutto-sozial-produkt
		Privat	Öffent-lich	Ins-gesamt	Bauten <sup>1</sup> und Aus-rüstun-gen	Wohn-nungs-bau			
Belgien . . . . .	1963	5,5	11,6	2,1	4,2	- 5,7	7,3	8,6	4,8
	1964	4,2	3,0	7,3	1,4	31,5	13,0	12,6	5,0
	1965	3,0	6,5	1,0	3,0	- 5,0	11,0	8,5	3,0
Dänemark <sup>2</sup> . . . .	1963	0,4	4,6	- 2,3	- 2,2	- 3,4	10,5	- 1,4	1,9
	1964	5,9	5,2	20,1	18,5	28,2	8,8	19,9	7,3
	1965	4,5	4,6	5,6	4,4	11,3	9,2	6,9	5,0
Deutschland (BR) .	1963	3,0	8,3	2,8	3,6	0,0	9,6	8,3	3,5
	1964	5,4	- 0,6	11,9	12,4	10,0	10,3	10,9	6,6
	1965	6,2	6,8	6,4	7,9	- 0,2	7,1	14,2	4,5
Finnland . . . . .	1963	4,4	7,4	- 0,8	- 2,0	2,8	1,9	- 1,4	2,3
	1964	4,5	3,7	8,1	14,0	- 9,3	5,8	19,4	6,4
	1965	5,4	5,9	7,3	8,7	2,0	4,1	5,6	5,0
Frankreich . . . .	1963	6,8	1,2	7,6	6,8	10,0	8,2	12,3	5,2
	1964	4,7	4,8	11,8	7,6	24,6	7,7	12,2	5,9
	1965	3,2	2,1	5,3	3,8	9,3	11,0	3,7	3,4
Italien . . . . .	1963	8,9	5,1	8,5	7,1	12,1	6,9	22,4	8,5
	1964	2,3	4,0	- 6,5	- 12,0	6,0	11,6	- 5,1	2,7
	1965	2,1	3,7	- 8,2	- 9,3	- 6,0	19,9	0,9	3,4
Niederlande . . .	1963	6,6	4,7	2,0	1,7	4,1	5,9	9,1	3,1
	1964	5,7	1,6	16,5	14,2	28,4	11,9	15,0	8,2
	1965	7,0	1,6	6,5	5,0	13,4	8,6	6,2	5,5
Norwegen <sup>2</sup> . . . .	1963	3,7	3,2	8,5	9,9	0,3	10,1	9,2	4,7
	1964	4,1	6,0	4,7	5,2	2,0	10,7	8,1	6,4
	1965	2,6	10,7	6,8	7,2	4,3	7,3	9,5	5,9
Österreich . . . .	1963	5,2	6,2	2,6	3,0	0,5	8,9	7,9	3,9
	1964	4,4	5,2	8,1	9,3	2,9	8,0	9,3	6,6
	1965	4,4	3,7	5,0	6,5	- 1,5	6,6	8,7	3,0
Schweden <sup>2</sup> . . . .	1963	5,0	6,1	7,4	7,2	7,9	6,6	6,5	4,9
	1964	5,3	5,8	7,4	6,1	11,8	11,9	10,7	7,9
	1965	3,9	6,0	5,7	7,0	1,8	2,6	9,0	3,4
Schweiz . . . . .	1963	5,1	8,2	6,4	7,8	2,1	5,3	5,2	4,6
	1964	4,4	6,0	8,7	8,1	10,5	6,8	8,7	5,0
	1965	3,7	3,4	1,5	0,3	5,0	7,8	1,9	4,3
Zusammen . . . .	1963	5,4	6,0	4,8	4,8	4,9	8,1	9,9	4,3
	1964	4,5	2,3	7,7	6,5	11,7	10,0	9,8	5,7
	1965	4,2	4,9	4,2	4,1	4,4	8,9	7,4	4,0
Vereinigtes Königreich . . .	1963	4,6	1,5	2,4	2,5	2,1	4,3	3,2	4,4
	1964	3,7	1,8	16,4	14,0	26,7	3,4	8,6	5,4
	1965	1,5	3,8	3,7	3,8	2,9	5,2	2,1	2,3
Vereinigte Staaten	1963	4,1	1,8	4,3 <sup>2</sup>	4,8	2,8	7,3	3,9	3,8
	1964	5,6	0,2	6,3 <sup>2</sup>	8,8	- 0,4	13,4	5,3	5,0
	1965	5,9	2,2	7,2 <sup>2</sup>	10,5	- 2,4	1,9	11,8	5,5

<sup>1</sup> Ohne Wohnungsbau.

<sup>2</sup> In den amtlichen Zahlen für die Inlandsinvestition sind die Erhaltungs- und Instandsetzungsaufwendungen inbegriffen; diese Aufwendungen wurden aus den obenstehenden Werten ausgeschlossen.

<sup>3</sup> Private Investition und öffentliche Bauten für zivile Zwecke.

Eine beunruhigende Entwicklung war 1965 der kräftige Anstieg der öffentlichen Verbrauchsausgaben in praktisch allen kontinentalen Ländern zu einer Zeit, als in den meisten von ihnen Mäßigung angezeigt war. Während die nominale Zunahme in Frankreich  $4\frac{1}{2}$  Prozent nicht überstieg, erreichte sie in der Schweiz 9 Prozent, in Italien 11 Prozent, in der Bundesrepublik 12 Prozent, in den Niederlanden und in Schweden 13 Prozent und in Belgien 15 Prozent. Diese Steigerungen beruhten größtenteils auf kräftigen Erhöhungen der Löhne und Gehälter im öffentlichen Dienst.

Die Auslandsnachfrage erwies sich für die kontinentalen Länder in ihrer Gesamtheit als wesentlicher positiver Konjunkturfaktor. Insbesondere ihre Ausfuhr nach den Vereinigten Staaten stieg kräftig — um 17,5 Prozent; in Frankreich, Italien, Schweden und der Bundesrepublik gingen von ihr beträchtliche belebende Wirkungen aus. Dagegen nahmen die Lieferungen nach dem Vereinigten Königreich infolge des britischen Zollzuschlags nur wenig zu.

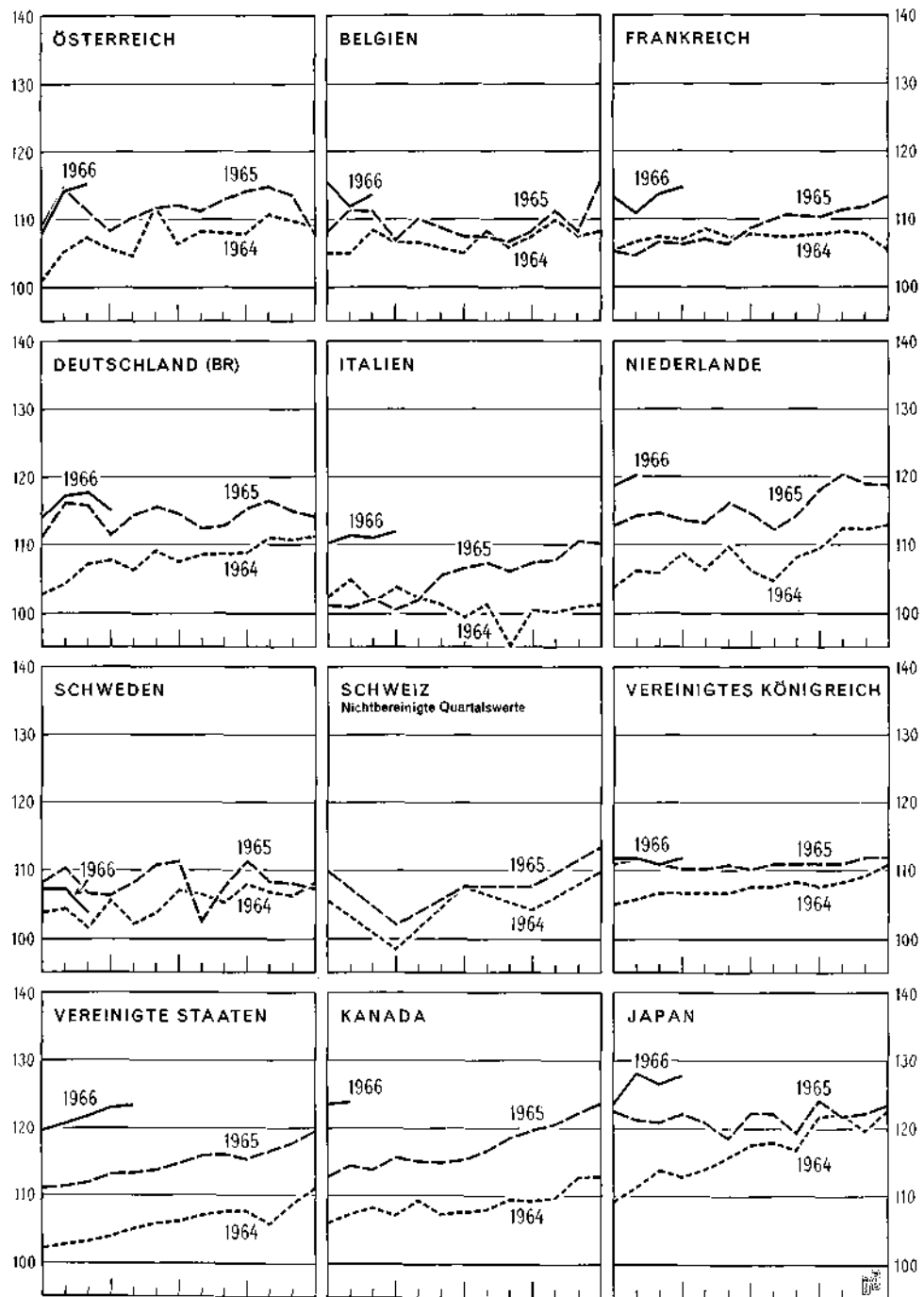
Jedoch war die Bedeutung dieses Faktors in den einzelnen Ländern außerordentlich verschieden. Besonders konjunkturwirksam war die Auslandsnachfrage, namentlich aus der Bundesrepublik, aber auch aus den Vereinigten Staaten, für die im Erholungsstadium befindliche Wirtschaft Italiens, Frankreichs und Belgiens. In der Bundesrepublik dagegen stagnierten die — allerdings recht hohen — Exporte fast das ganze Jahr hindurch, da der Inlandsmarkt Güter dem Export entzog und da der Absatz nach Frankreich und Italien gedrückt blieb. Gegen Ende des Jahres begann die Ausfuhr aber wieder ziemlich stark zuzunehmen. In der Schweiz weitete sie sich, zum Teil unter dem Einfluß des Stabilisierungsprogramms, das ganze Jahr hindurch kontinuierlich aus.

Auf der Angebotsseite ging das Wachstum insgesamt ebenfalls weiter, aber auch hier langsamer als 1964. Entscheidend für die Entwicklung war vorwiegend die Industrieproduktion. Im Sektor der Dienstleistungen blieb das Wachstum im großen und ganzen stark, während die Landwirtschaft weniger gut als 1964 abschnitt. Fast überall in Mitteleuropa, besonders in Österreich, der Bundesrepublik, den Niederlanden und Belgien, ließ das Wetter keine guten Ernten zu. In Frankreich und Italien dagegen nahm die Agrarproduktion weiterhin zu.

Die industrielle Erzeugung arbeitete sich in Italien gleichmäßig aus dem Konjunkturtal heraus, in dem sie sich im Herbst 1964 befunden hatte, und vom Frühjahr 1965 an wurde die Belebung wesentlich rascher; im ersten Quartal 1966 war der Index um fast 10 Prozent höher als ein Jahr vorher. In Frankreich wurde die Industrieproduktion erst in der zweiten Hälfte des Jahres 1965 vom Auftrieb erfaßt, doch in den ersten Monaten des laufenden Jahres stand der Index schon um 7 Prozent höher als in der entsprechenden Vorjahreszeit; der Aufschwung konzentrierte sich auf die Verbrauchsgüterindustrien, besonders auf die Herstellung von Automobilen, während die Investitionsgüterindustrie sich noch in der Flaute befand. Andererseits wurde in Belgien die Industrieproduktion erst später und in geringerem Maße expansiv.

Demgegenüber ergab sich in den meisten anderen Ländern bei der Industrieproduktion im Laufe des Jahres eine deutliche Abschwächung des Wachstums.

**Industrieproduktion**  
Bereinigte monatliche Indexwerte, 1963 = 100



In der Bundesrepublik beispielsweise war die industrielle Erzeugung von 1965 zwar um 5,4 Prozent höher als diejenige des Jahres 1964, aber beim Vergleich der Dezember-Ergebnisse der beiden Jahre betrug die Zunahme nur 1,6 Prozent, und nicht viel höher war sie im ersten Quartal 1966. Ähnlich, wenn auch weniger ausgeprägt, verlief die Entwicklung in Österreich, Schweden und Norwegen; in die gleiche Kategorie gehörte auch die Schweiz im ersten Halbjahr 1965, doch wurde hier das Wachstum im späteren Verlauf des Jahres wieder rascher. Ausnahmen bildeten die Niederlande und Spanien mit einem weiteren starken Wachstum.

In Ländern, in denen die Nachfrage über die Möglichkeiten des inländischen Angebots hinaus stieg, wurde die Lücke natürlich zum Teil durch Importe gefüllt. Das war besonders in der Bundesrepublik, in Schweden, in Spanien und in den Niederlanden der Fall. Als jedoch der Druck der Inlandsnachfrage gegen Ende 1965 nachließ, verlangsamte sich die Importausweitung in der Bundesrepublik, und ähnlich war es in Schweden. In den Niederlanden dagegen wurde sie in den letzten Monaten des Jahres unverkennbar rascher, da die Binnenkonjunktur sich belebte und die für 1966 vorgesehenen höheren indirekten Steuern eine Vor-eindeckungswelle auslösten.

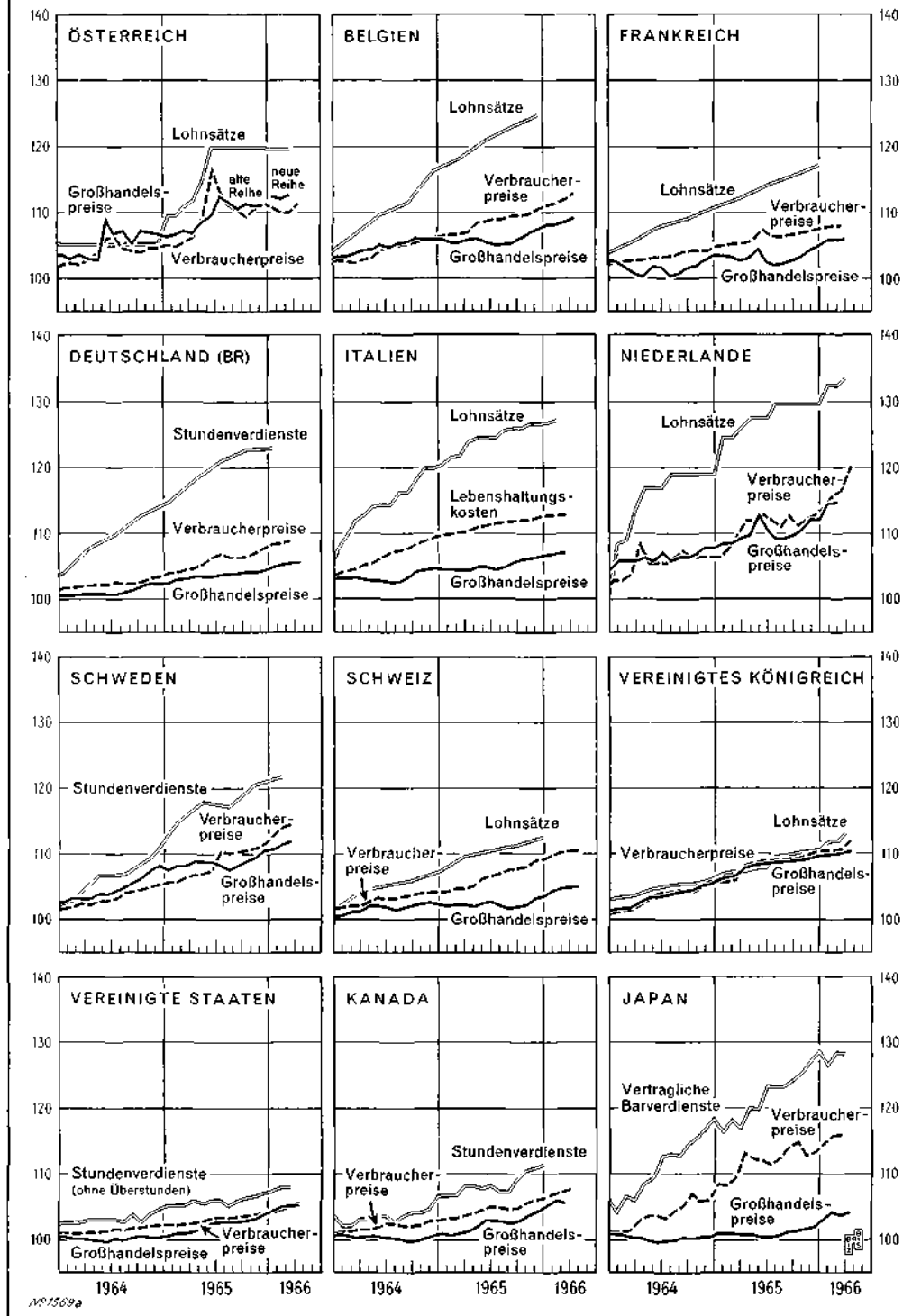
In Frankreich und Italien war die Entwicklung derjenigen in der Bundesrepublik entgegengesetzt. In der ersten Jahreshälfte gingen die Importe in Frankreich zurück, und in Italien war der Anstieg nur als Ausgleich des 1964 verzeichneten erheblichen Rückgangs zu werten. Mit lebhafter werdendem konjunkturellem Aufschwung im Inland nahmen die Importe in Frankreich dann aber zu, und in Italien wurde ihr Anstieg rascher.

Die Preisentwicklung blieb im vergangenen Jahr auf dem westlichen europäischen Kontinent unbefriedigend. Nur in Italien, Frankreich und Norwegen konnte die Steigerung der Verbraucherpreise in der Zeit vom ersten Quartal 1965 bis zum ersten Quartal 1966 im Rahmen von 2½ bis 3 Prozent gehalten werden. Und sogar diese Ergebnisse verdecken frühere Anspannungen am Markt, deren Wirkung durch Maßnahmen der Preiskontrolle zurückgestaut wurde. In allen anderen Ländern stiegen die Verbraucherpreise stärker: um 4 bis 5 Prozent in der Bundesrepublik, Belgien und Österreich, um 5½ Prozent in der Schweiz und um rund 7 Prozent in Dänemark, den Niederlanden und Schweden.

Bis zu einem gewissen Grade beruhte der Preisauftrieb auf Sonderfaktoren. Die landwirtschaftlichen Preise erhöhten sich wegen der schlechten Ernten von 1965 in den meisten Ländern erheblich, und auch die weltweite Verteuerung vieler Grundmetalle gegen Ende 1964 trug zum Auftrieb der Verbraucherpreise im Jahre 1965 bei. In Dänemark, Schweden, Belgien und den Niederlanden wurden im vergangenen Jahr indirekte Steuern erhöht; die daraus resultierenden Preisanhebungen waren natürlich kein Bestandteil der Inflation, sondern eine Begleiterscheinung der Inflationsbekämpfung.

Selbst wenn man diesen Sondereinflüssen Rechnung trägt, war die Teuerung jedoch beträchtlich. Daß sie auftrat, nachdem die Preisentwicklung schon mehrere

**Großhandels- und Verbraucherpreise und Industrielöhne**  
Indexwerte, 1963 = 100



Jahre lang ungünstig verlaufen war, läßt auf ein hartnäckiges und gefährliches inflatorisches Problem schließen. Seit 1958 beispielsweise sind die Verbraucherpreise in Belgien um 17 Prozent gestiegen, in der Bundesrepublik um 19 Prozent, in der Schweiz um 21 Prozent, in den Niederlanden um 27 Prozent, in Frankreich um 32 Prozent und in Italien um 38 Prozent; in den Vereinigten Staaten betrug der Anstieg in diesem Zeitraum 10 Prozent.

Die letztjährigen Preissteigerungen in Frankreich und Italien sind im wesentlichen das Nachspiel früherer Knappheitsverhältnisse. Die vorangegangenen Verzerrungen in der Lohnstruktur und die Zurückstauung der Teuerung durch direkte Eingriffe in die Preisbildung mußten unweigerlich zu späteren Preisanpassungen führen.

In den meisten anderen kontinentalen Ländern lag das Problem im wesentlichen darin, daß immer noch Übernachfrage herrschte. Eine lange Periode der Expansion bei Überbeschäftigung zieht zwangsläufig einen Preisauftrieb nach sich. Die Lösung besteht letztlich darin, Nachfrage und Angebot auszugleichen und eine Überbeanspruchung des Produktionspotentials zu vermeiden.

Das gelang jedoch im vergangenen Jahr nicht. Die Arbeitsmarktlage blieb insgesamt außerordentlich angespannt. Relativ ausgeglichen war sie natürlich in den Ländern, die entschlossen Übernachfrage abgebaut hatten. In Italien nahm die Arbeitslosigkeit fast das ganze Jahr 1965 hindurch, wie schon im Vorjahr, sogar zu, da einige der arbeitsintensiveren Wirtschaftszweige noch im Konjunkturschatten lagen und da in den konjunkturbegünstigten Wirtschaftszweigen häufig zunächst die Arbeitszeit verlängert wurde. In Frankreich hielt sich die Konjunkturbelebung — bei viel geringerer Arbeitslosigkeit — anfangs weitgehend im Rahmen der Möglichkeiten, die der Lagerabbau und die Steigerung der Arbeitsproduktivität boten. In einem zweiten Stadium stieg die durchschnittliche Arbeitszeit, aber die Beschäftigungslage wurde erst gegen Jahresende etwas angespannter.

In allen anderen Ländern blieb der Arbeitsmarkt leer, und der im westlichen Europa weitverbreitete Trend zur Verkürzung der Arbeitszeit und Verlängerung des bezahlten Urlaubs wirkte sich in diesem Punkt nicht gerade erleichternd aus. In der Bundesrepublik zum Beispiel kompensierte die Verkürzung der Arbeitszeit fast ganz das beträchtliche zusätzliche Arbeitsangebot, das dem Markt in Form einer Erhöhung der Zahl der ausländischen Arbeitskräfte um 23 Prozent auf 1,2 Millionen zugeführt wurde. Und da bereits zu Jahresanfang Vollbeschäftigung geherrscht hatte, konnte die Erzeugung nur im Maße des Produktivitätszuwachses gesteigert werden; bei der vorhandenen starken Nachfrage wurde daher der Arbeitskräftemangel bis weit ins Jahr hinein ausgeprägter. Im Herbst zeichnete sich dann allerdings mit der Abschwächung der Nachfrageexpansion eine gewisse Erleichterung ab. Eine geringe Entspannung ergab sich auch in Belgien, Dänemark und der Schweiz; dabei ging in der Schweiz die Zahl der Arbeitskräfte bis Ende 1965 im Zuge des Abbaus ausländischer Arbeitskräfte um fast 2 Prozent zurück. Demgegenüber war in den Niederlanden und in Schweden nichts von einer Minderung des Mangels an Arbeitskräften zu bemerken.

Unter diesen Umständen war ein erneuter Auftrieb der Arbeitskosten wohl unvermeidlich. Die Stundenverdienste stiegen in Dänemark, Österreich und Schweden um über 10 Prozent, in der Bundesrepublik und den Niederlanden um 8–9 Prozent und in Belgien um 7 Prozent, und die Stundenlohnsätze erhöhten sich in Frankreich, Italien und der Schweiz um 5–6 Prozent und in Spanien um über 14 Prozent. Obwohl die Produktivität in den meisten Ländern weiterhin rasch zunahm, stiegen die Arbeitskosten je Leistungseinheit fast überall — besonders stark in Schweden, Österreich, der Bundesrepublik und den Niederlanden. Bescheidener war die Erhöhung in Frankreich, Belgien und der Schweiz. Nur in Italien gingen die durchschnittlichen Arbeitskosten infolge eines für die Frühstadien der Erholung typischen Produktivitätszuwachses sogar zurück.

Auch die Kapitalkosten sind im vergangenen Jahr in den meisten kontinentaleuropäischen Ländern gestiegen oder bestenfalls hoch geblieben, ohne zu steigen. In der Bundesrepublik und in Dänemark zogen die langfristigen Zinssätze um über einen Prozentpunkt an, und in Schweden und den Niederlanden war die Zunahme nicht viel geringer. In Belgien und der Schweiz blieben die Zinssätze das ganze Jahr hindurch auf einem für diese Länder hohen Stand. Nur in Italien gingen die Zinssätze im Laufe des Jahres von den außerordentlichen Niveaus zurück, die sie 1964 erreicht hatten, aber sie blieben immer noch beträchtlich.

Dieses Bild hoher und steigender Zinssätze war hauptsächlich das Ergebnis von drei Faktoren. Die Kreditnachfrage, insbesondere des öffentlichen Sektors, war in fast allen Ländern stark. Die Kreditgewährung war demgegenüber durch behördliche Regelungen begrenzt, die in den meisten Stabilisierungsprogrammen vorgesehen waren. Und der Kapitalstrom nach dem westlichen Kontinentaleuropa wurde durch die US-Zahlungsbilanzmaßnahmen und gegen Jahresende durch die angespannte US-Kreditlage beeinträchtigt.

Der Zinsauftrieb in einer Reihe führender Länder bewirkte natürlich, daß die Sätze auch in den übrigen kontinentalen Ländern anzogen, und der Eurodollarmarkt spielte in diesem Ansteckungsprozeß eine wesentliche Rolle. Die Entwicklung, die sich im Laufe des Jahres an diesem Markt vollzog, brachte deutlich die allgemeine Anspannung der Kreditverhältnisse zum Ausdruck. Durch den Abzug von Mitteln nach der Inkraftsetzung des US-Zahlungsbilanzprogramms stiegen die Eurodollarsätze bis Mitte 1965; dann sanken sie allerdings drei Monate lang im gleichen Umfang, da die italienischen Behörden die Geschäftsbanken damals in die Lage versetzten, reichlich Eurodollar an den Markt zu bringen. Mit dem Versiegen dieser Quelle und dem raschen Anstieg der Zinssätze für US-Depositenscheine schnellten die Eurodollarsätze aber im Oktober wieder in die Höhe, und auch danach zogen sie stark an. Im April 1966 lagen sie um einen vollen Prozentpunkt über dem entsprechenden Vorjahresstand und um  $1\frac{1}{4}$  Prozentpunkte über ihrem Stand vom Februar und September 1965.

Die von Ländern mit angespannter Kreditlage aus um sich greifende Befestigung der Zinssätze erschwerte bisweilen ernstlich die Bemühungen der Behörden von Ländern wie Italien und Belgien, die das heimische Zinsniveau aus binnen- und außenwirtschaftlichen Gründen zu reduzieren wünschten.

Der Überschuß in der Gesamtzahlungsbilanz des westlichen europäischen Kontinents ging 1965 um 0,4 Milliarden Dollar zurück, betrug aber immer noch rund 2,6 Milliarden Dollar. Die verhältnismäßig kleine Verschlechterung beruhte auf einem Anstieg des Fehlbetrags in der laufenden Rechnung.

In Italien allerdings schnitt der Außenhandel um nicht weniger als 1,0 Milliarden Dollar besser ab, was sowohl an der Konjunkturflaute im Inland wie an der Intensität der Auslandsnachfrage lag; in der gesamten Zahlungsbilanz erhöhte sich der Überschuß um 0,8 auf 1,6 Milliarden Dollar. In Frankreich stellte sich der Überschuß in der Zahlungsbilanz auf 1,1 Milliarden Dollar und damit auf rund 0,3 Milliarden Dollar mehr als 1964, und dies trotz vorzeitigen Tilgungszahlungen von 179 Millionen Dollar; sehr erheblich war die Verbesserung in der Handelsbilanz, doch stand dem eine, freilich geringere, Verschlechterung des Ergebnisses im Kapitalverkehr gegenüber. Italien und Frankreich gehörten zu den ganz wenigen Ländern, die ihre Zahlungslage gegenüber dem Vorjahr verbesserten.

In den meisten anderen Ländern dagegen bewirkte die übersteigerte Binnen- nachfrage eine Zunahme der Einfuhr und eine Verschlechterung der Zahlungsbilanz. In der Bundesrepublik beispielsweise halbierte sich der Überschuß im Außenhandel auf 1,1 Milliarden Dollar, und das Ergebnis im Dienstleistungsverkehr verschlechterte sich um 0,5 Milliarden Dollar; dem stand jedoch eine Verbesserung im Kapitalverkehr gegenüber, so daß die gesamte Zahlungsbilanz nur ein um 0,4 Milliarden Dollar schlechteres Ergebnis, das heißt einen Fehlbetrag von 0,3 Milliarden Dollar, aufwies. In Spanien stieg der Einfuhrüberschuß um zwei Drittel, nämlich um 0,7 Milliarden Dollar, und trotz einer weiteren Verbesserung im Dienstleistungsverkehr fiel das Ergebnis in der gesamten Zahlungsbilanz um ganze 0,5 Milliarden Dollar ungünstiger aus. In Schweden und Österreich verschlechterte sich die Zahlungsbilanz um je 0,2 Milliarden Dollar und in Dänemark, Finnland und den Niederlanden um je 0,1 Milliarden Dollar.

### **Osteuropa**

In Osteuropa hat das Volkseinkommen im letzten Jahrzehnt in der Regel um ein gutes Stück langsamer als geplant, aber dennoch beträchtlich zugenommen. Das schnellste Wachstum hatten Bulgarien und Rumänien mit 8,2 und 7,9 Prozent jährlich, das langsamste die Tschechoslowakei und Ostdeutschland mit 4,5 und 5,3 Prozent.

Die Wachstumsraten der industriellen Gesamtproduktion waren viel höher; sie betrugen 7 ½ Prozent (Ostdeutschland) bis über 13 ½ Prozent (Bulgarien). Die Differenz zwischen der Expansion der Industrie und dem Wachstum des Volkseinkommens erklärt sich durch die bedeutend niedrigeren Zuwachsraten in der Landwirtschaft.

Nach den verfügbaren statistischen Unterlagen hat sich das Wachstum in den letzten Jahren allgemein verlangsamt. Zum Teil ist das ein normales Ergebnis rascher Industrialisierung von einer niedrigen Ausgangsbasis aus, aber mitbestimmend war auch, daß neuerdings gesteigerter Wert auf eine ausgeglichene

Expansion und auf höhere Qualität gelegt wird. In der Tat erfaßte die Neuorientierung, die in einigen dieser Länder schon 1963/64 begonnen hatte, im Jahre 1965 den ganzen Bereich des östlichen Europa; es ging dabei um eine bessere Anpassung der Produktion an die Nachfrage im Inland und im Ausland, um eine wirtschaftlichere Verwendung der Produktionsfaktoren und um ein intensiveres Kostenbewußtsein. Der Übergang zu einer weniger straffen Wirtschaftslenkung erfolgte in der Erkenntnis, daß die Produktivität wirksamer durch leistungsgerechte Entlohnung gesteigert werden kann und daß das Preissystem mehr den Produktionskosten und den Weltpreisen entsprechen sollte. Es setzte sich die Ansicht durch, daß dieses Ergebnis am besten zu erreichen sei, indem man den Unternehmensleitungen besonders in der Leichtindustrie mehr Entscheidungsfreiheit ließ und dadurch ihre Anpassungsfähigkeit erhöhte.

1965 waren die Ergebnisse in der Landwirtschaft wie schon so oft sehr ungleichmäßig. In Ungarn und der Tschechoslowakei blieb die Erzeugung hinter ihrem Vorjahresumfang zurück, während sie in Polen, wo sie 1964 enttäuscht hatte, um 7 ½ Prozent besser abschnitt. In der Sowjetunion war die Agrarproduktion nur geringfügig größer als im Jahre 1964, das allerdings ein sehr gutes Erntejahr gewesen war.

Die gesamtwirtschaftlichen Expansionsraten wurden 1965 — wie fast immer — hauptsächlich durch die Ergebnisse in der Industrie bestimmt, die recht gut waren. Der Zuwachs der industriellen Bruttoproduktion im gesamten östlichen Europa kann auf rund 8 ½ Prozent geschätzt werden; das ist 1 Prozent mehr als der Zuwachs von 1964 und ½ Prozent mehr, als geplant war. Wie schon früher ergaben sich die größten Steigerungen in Bulgarien und Rumänien mit 13,6 und 13,1 Prozent. In beiden Fällen lagen die Energiewirtschaft, die Hüttenindustrie und die Chemie an der Spitze. Mindestens die Hälfte des Produktionszuwachses beruhte auf einer Steigerung der Arbeitsproduktivität. In Polen und Ostdeutschland stieg die industrielle Erzeugung 1965 praktisch ebenso stark wie im Vorjahr (um über 9 und 6 Prozent), wobei der Abstand zwischen dem Investitionsgüterausstoß und der Herstellung von Konsumgütern kleiner zu werden scheint.

Eine Überschreitung sowohl der Vorjahresergebnisse wie der Planziele für 1965 verzeichneten die Tschechoslowakei und die Sowjetunion. In der Tschechoslowakei war die Erholung von dem Produktionstief des Jahres 1963 sehr bemerkenswert; nachdem die Erzeugung 1964 um über 4 Prozent zugenommen hatte, stieg sie 1965 um knapp 8 Prozent. Mitbestimmend hierfür war die Fertigstellung einer Reihe von Projekten, die vor einigen Jahren begonnen worden waren, wodurch auch die Erhöhung der Erzeugung je Arbeitskraft um 6 Prozent erklärt wird. In der Sowjetunion beruhte das Wachstum der industriellen Bruttoproduktion um 8,6 Prozent weitgehend auf der vermehrten Erzeugung von Konsumgütern. Diese erhöhte sich im vergangenen Jahr um 8,5 Prozent — und damit praktisch ebenso stark wie die Erzeugung von Produktionsgütern —, nachdem sie 1964 um 3,8 und 1963 um 5 Prozent gestiegen war.

In zwei osteuropäischen Ländern blieb 1965 die Industrieproduktion hinter dem Vorjahresergebnis zurück, nämlich in Albanien und Ungarn mit einem

**Zentralgeplante Volkswirtschaften:  
Volkseinkommen, Industrieproduktion und Produktivität**

	Volkseinkommen <sup>1</sup>			Industrieproduktion <sup>2</sup>			Produktivität <sup>3</sup>		
	1964	1965	Plan 1966	1964	1965	Plan 1966	1964	1965	Plan 1966
	Prozentualer jährlicher Zuwachs								
Albanien . . . . .	4,0	3,0	.	7,4	3,0	.	.	.	.
Bulgarien . . . . .	9,9	6,0	9,0	10,4	13,6	10,6	7,4	6,7	6,0
Deutschland (Ost)	4,5	4,7	5,2	6,7	6,1	5,2	7,3	6,0	.
Polen . . . . .	6,6	6,0	3,7	9,2	9,1	6,5	6,0	3,9	3,6
Rumänien . . . . .	11,0	8,0	.	14,4	13,1	10,5	10,2	6,6	7,4
Sowjetunion . . . .	9,0	6,0	6,4	7,1	8,6	6,7	3,8	4,7	4,7
Tschechoslowakei	0,9	2,5	3,8	4,1	7,9	5,5	3,6	5,9	.
Ungarn . . . . .	4,7	2,0	4,0	8,9	4,3	4,0-6,0	5,0	3,8	3,2-4,8
Jugoslawien . . . .	12,5	3,0	8,0-10,0	16,0	8,1	7,0-9,0	6,9	5,0	6,0-7,0

<sup>1</sup> Materielles Nettoeinkommen.

<sup>2</sup> Bruttoproduktion.

<sup>3</sup> Erzeugung je Arbeitskraft in der Industrie.

Wachstum von 3 und 4,3 Prozent, das damit nur halb so stark war wie im vorangegangenen Jahr. In Albanien beeinträchtigten zwei aufeinanderfolgende schlechte Ernten die Produktion der Nahrungsmittelverarbeiter, die der größte einzelne Industriezweig des Landes sind. Auch in Ungarn hatte die Landwirtschaft ein schlechtes Jahr. Zudem halbierte sich die Expansionsrate der Industrieproduktion, allerdings plangemäß im Rahmen des Programms, das insbesondere der Verbesserung der außenwirtschaftlichen Lage des Landes galt. Dieses Ziel wurde 1965 durch eine strikte Begrenzung der Einfuhr erreicht. Gleichzeitig wurden die Löhne der Arbeiter nominal stabil gehalten, während sie real sogar leicht zurückgingen. Es scheint, daß die Jahre 1965 und 1966 für die ungarische Wirtschaft eine Zeit der Wende zu einem besseren Einsatz der Produktionsfaktoren und höherer Qualität sein werden.

In Jugoslawien erhielt das Jahr 1965 sein Gepräge vor allem durch die Währungsreform vom Juli; damals wurde der Dinar um 40 Prozent abgewertet, wonach die neue Parität 1 250 Dinar für 1 US-Dollar betrug. Diese Maßnahme erfolgte nach der inflationären Entwicklung in den Jahren 1963 und 1964, in denen sowohl die Investitionen wie die privaten Verbrauchsausgaben um 12 bis 14 Prozent gestiegen waren und die Außenhandelslücke ständig und so sehr zugenommen hatte, daß sich 1964 ein Defizit von 430 Millionen Dollar ergab. In jenem Jahr waren der Index der Lebenshaltungskosten um 18 Prozent und die Arbeitsverdienste um 35 bis 40 Prozent gestiegen, obwohl um die Mitte des Jahres die ersten restriktiven Maßnahmen getroffen wurden.

Nach dem Plan für 1965 sollte die Investitionstätigkeit in gewissem Grade gedämpft werden, aber beim Verbrauch der privaten Haushalte wurde noch eine Zunahme um real 10 Prozent für möglich gehalten. Das erwies sich dann als zu optimistisch. Die freien Preise stiegen weiter, und auch die Behörden schritten zu Preisanhebungen, um das Gefälle zwischen inländischen und ausländischen

Preisen zu verringern und den Druck auf das Produktionspotential zu mildern. In der Folge ergab sich, daß die Realinvestition um 10 Prozent unter dem Vorjahresstand lag (geplant war ein Rückgang um 4 Prozent) und der Verbrauch der privaten Haushalte nur um 2 bis 3 Prozent stieg. Damit gingen — bei weiterhin ansteigendem Trend der Exporte — die Importe um fast 3 Prozent zurück, verglichen mit einem Anstieg um 25 Prozent im Jahr vorher. Die ersten Ergebnisse der Reform, vor allem im außenwirtschaftlichen Bereich, sind befriedigend, doch hat die Auslandsschuld einen ziemlich großen Umfang angenommen, und es dürften noch auf einige Zeit weitere Anstrengungen zur Wahrung des Gleichgewichts zwischen der heimischen Nachfrage und den Möglichkeiten der Produktion erforderlich sein.

### **Multilaterale Überwachung**

Unter dem Druck der Zahlungsbilanzschwierigkeiten der sechziger Jahre sind die Mittel zum Ausgleich von Zahlungsfehlbeträgen und -überschüssen beträchtlich erweitert worden. In dem vorangegangenen Jahrzehnt war der Ausgleich hauptsächlich durch amtliche Reserven und über die Europäische Zahlungsunion erfolgt. In den letzten Jahren jedoch wurden häufig Kredite zwischen Zentralbanken sowie hohe IWF-Ziehungen und andere Mittel in Anspruch genommen. Außerdem spielten Veränderungen in der Devisenposition der Geschäftsbanken eine viel größere Rolle als vorher, hauptsächlich durch die Ausweitung des Eurogeldmarktes.

Angesichts dieser vermehrten Verwendung internationalen Kredits richteten die Minister der Zehner-Gruppe im Herbst 1964 die multilaterale Überwachung ein, um die Angemessenheit der Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten gemeinsam zu beurteilen, insbesondere damit durch zweiseitige Kreditvereinbarungen nicht die Notwendigkeit aktiver Anpassungsmaßnahmen verdeckt werden konnte. Dazu ist eine recht umfassende, über die Verwendung amtlicher Reserven und Kredite hinausgehende Definition der Finanzierungstransaktionen erforderlich, da von währungspolitischen Maßnahmen oft eine starke unmittelbare oder mittelbare Wirkung auf die Bewegungen privater Mittel ausgeht. Die ideale Grundlage wäre der Liquiditätsfehlbetrag bzw. -überschuß eines Landes als Ergebnis aller außenwirtschaftlichen Transaktionen monetären Charakters. In der Praxis läßt sich aber nur ein Annäherungswert in der Form ermitteln, daß man den Stand der amtlichen Forderungen und Verbindlichkeiten um die Devisenposition des Geschäftsbankensystems erweitert; bei den meisten Ländern genügt das als Maßstab durchaus. Solche Zahlen dienen nicht nur der multilateralen Überwachung, sondern ermöglichen auch einen Einblick in das Funktionieren der internationalen Währungsordnung.

Die hauptsächlichsten Veränderungen bei den gesamtwirtschaftlichen Währungspositionen spiegelten im vergangenen Jahr die Zahlungsbilanzüberschüsse in Italien und Frankreich und die Defizite im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten wider.

*Italien.* In der italienischen Zahlungsbilanz ergab sich im April 1964 erstmals wieder ein Überschuß, und von da an war sie den Rest des Jahres und das ganze Jahr 1965 hindurch stark aktiv. Auf der Grundlage der erweiterten Devisenbilanz betrug der Aktivsaldo 2,8 Milliarden Dollar für die ganze, einundzwanzig Monate umfassende Periode und, abgesehen von saisonalen Schwankungen, ziemlich gleichmäßig 135 Millionen Dollar im Monat. Dieser Überschuß wäre für jedes Land groß, und sein finanzieller Niederschlag konnte nicht ohne weiteres den starren Spielregeln des Marktes überlassen werden, sondern bedurfte der Beeinflussung nach Maßgabe der monetären Verhältnisse im Inland und Ausland. Diese Aufgabe wurde desto dringender, je mehr das kumulierte Aktivum wuchs; die Folge war, daß die aus dem Überschuß entstehenden Forderungen 1965 eine ganz andere Zusammensetzung aufwiesen als 1964.

Italien: Erweiterte Devisenbilanz

	April- Dezember 1964	1965	April 1964- Dezember 1965
	Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen, Abnahme der Verbindlichkeiten)		
Zentrale Nettoreserven . . . . .	+ 865	+ 400	+ 1 265
davon . . . . .			
Gold . . . . .	— 35	+ 295	+ 260
Devisen . . . . .	+ 770	— 110	+ 660
Swaps . . . . .	—	+ 100	+ 100
Kurzfristige Roosa-Bonds . . . . .	— 150	+ 125	— 25
Kurzfristige Auslandsverbindlichkeiten . . . . .	+ 280	— 10	+ 270
IWF- und AKV*-Nettoposition . . . . .	+ 145	+ 405	+ 550
Sonstige zentrale Reserveforderungen . . . . .	— 35	+ 150	+ 115
Zentrale Nettoposition . . . . .	+ 975	+ 955	+ 1 930
Devisenposition der Banken . . . . .	+ 260	+ 620	+ 880
Gesamtsaldo . . . . .	+ 1 235	+ 1 575	+ 2 810

\* Allgemeine Kreditvereinbarungen.

Das wichtigste Element der erweiterten Devisenbilanz von 1965 war die Verbesserung der Devisenposition des Geschäftsbankensystems. Diese Verbesserung hatte 1964 in den letzten neun Monaten des Jahres 20 Prozent des Gesamtüberschusses bestritten; im vergangenen Jahr waren es 40 Prozent. In der erstgenannten Periode hatten die Banken ihre Verbindlichkeiten gegenüber dem Eurodollarmarkt weitgehend aus eigenem Antrieb verringert. Demgegenüber ging die viel größere Veränderung im Jahre 1965 auf Maßnahmen der italienischen Behörden zurück. Die Banken konnten gegen Lire kostenlos Dollar auf Swap-Basis übernehmen und damit nach Belieben Auslandsforderungen erwerben oder Auslandsverbindlichkeiten abbauen. Da das Zinsgefälle für solche Operationen günstig war, legten die Banken die Gelder in großem Umfang im Ausland an, und noch vor dem Jahresende waren ihre Fremdwährungsverbindlichkeiten geringer als ihre entsprechenden Forderungen. Das US-Schatzamt und das Federal Reserve System unterstützten diese Geschäfte dadurch, daß sie in gewissem Umfang Termindeckung für das Kursrisiko der italienischen Währungsbehörden

bereitstellten. Durch diese Übertragung von Auslandsforderungen vom öffentlichen auf den privaten Sektor hatten die italienischen Behörden die Möglichkeit zu einer besseren Lenkung der binnenwirtschaftlichen Liquidität; in internationaler Sicht verhinderte die Operation eine eventuelle Verknappung am Eurodollarmarkt zu einer Zeit, in der in beträchtlichem Umfang Mittel nach den Vereinigten Staaten zurückflossen.

Das zweite bedeutende Element der aus dem italienischen Überschuß von 1965 resultierenden Finanzierungsvorgänge war eine Reihe italienischer und US-amerikanischer Maßnahmen zur Absorption des Stroms nichtgesicherter Dollarbeträge in die Devisenreserven. Vier hauptsächliche Schritte seien erwähnt: die Vereinigten Staaten bezogen Lire im Gegenwert von 205 Millionen Dollar beim IWF; Italien kaufte auf Lire lautende achtzehnmonatige US-Schatzanweisungen für 125 Millionen Dollar; das Federal Reserve System nahm seine Swap-Fazilität bei der Bank von Italien mit netto 100 Millionen Dollar in Anspruch; und gegen Jahresende, als die Devisenposition der Banken aktiv geworden war, kauften die italienischen Behörden mittelfristige US-Schatzanweisungen für 160 Millionen Dollar.

Außerdem wurde die Finanzierung des italienischen Überschusses durch die Pfundkrise beeinflusst. Das Vereinigte Königreich bezog im Mai 1965 beim IWF Lire im Wert von 180 Millionen Dollar; diese Ziehung erklärt zusammen mit den bereits erwähnten Ziehungen der Vereinigten Staaten nahezu die ganze 1965 verzeichnete Erhöhung der italienischen IWF- und AKV-Nettoposition um 405 Millionen Dollar.

Der restliche Überschuß — 295 Millionen Dollar — wurde in Gold angelegt. Das war etwas mehr, als Italien 1964 zur Deckung seines damaligen Defizits herangezogen und zur Einzahlung beim IWF im Rahmen der besonderen Quotenerhöhung aufgewendet hatte.

Im ersten Quartal 1966 betrug der italienische Zahlungsbilanzüberschuß 75 Millionen Dollar; damit war er ungefähr ebenso hoch wie im entsprechenden Vorjahresquartal. Die Nettodevisenposition der Banken verbesserte sich — hauptsächlich wegen der Rückgängigmachung der Jahresendoperationen — um 220 Millionen Dollar, während sich die zentralen Reserven um 145 Millionen Dollar verringerten.

An der gesamten zentralen Devisenbilanz fällt vor allem auf, daß die Devisenbestände, deren Erhöhung 1964 den größten Teil des Überschusses ausgemacht hatte, 1965 um 110 Millionen Dollar zurückgingen. Die Wirkung war zwar, daß der Goldanteil in den amtlichen Reserven gewahrt blieb; aber in der strukturellen Gestaltung des Überschusses scheint doch die Ansicht zum Ausdruck zu kommen, daß Veränderungen der Zahlungsbilanzsalden hauptsächlich auf dem Kreditwege und nur nebenher durch Goldbewegungen finanziert werden sollten.

*Frankreich.* Der Aktivsaldo der erweiterten Devisenbilanz Frankreichs belief sich 1965 auf 1 140 Millionen Dollar, verglichen mit 795 Millionen Dollar im Jahr davor. Auch seiner Finanzierungsstruktur nach unterschied sich der Überschuß

in mehrerlei Hinsicht recht erheblich von dem des Vorjahres; das lag teils an Änderungen der französischen Währungspolitik, teils an außerfranzösischen Vorgängen. Einer der Unterschiede bestand darin, daß nur 40 Prozent des Aktivums — gegenüber 80 Prozent im Jahr vorher — auf die Zunahme der zentralen Primärreserven entfielen. Der Zuwachs bei der Goldreserve allein war dabei aber viel größer als im Vorjahr; er machte 85 Prozent des Gesamtüberschusses aus. Drittens verbesserte sich die Devisenposition der Geschäftsbanken 1965 erheblich, so daß die amtlichen Stellen nicht den ganzen Überschuß übernehmen mußten.

Frankreich: Erweiterte Devisenbilanz

	1964	Ganzes Jahr	1965			
			I	II	III	IV
			Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen, Abnahme der Verbindlichkeiten)			
Zentrale Nettoreserven . . . . .	+ 650	+ 435	+ 265	+ 50	+ 55	+ 65
davon						
Gold . . . . .	+ 555	+ 980	+ 470	+ 235	+ 125	+ 150
Devisen . . . . .	+ 95	— 620	— 255	— 200	— 90	— 75
Kurzfristige Auslandsverbindlichkeiten . . . . .	—	+ 75	+ 50	+ 15	+ 20	— 10
IWF- und AKV*-Nettoposition . . . . .	+ 170	+ 265	+ 20	+ 160	+ 65	+ 20
Sonstige zentrale Reserveforderungen . . . . .	— 5	+ 10	+ 10	+ 35	— 35	—
Vorzeitige Tilgungszahlungen . . . . .	—	+ 180	—	—	+ 180	—
Zentrale Nettoposition . . . . .	+ 815	+ 890	+ 295	+ 245	+ 265	+ 85
Devisenposition der Banken . . . . .	— 20	+ 250	— 5	+ 105	— 30	+ 180
Gesamtsaldo . . . . .	+ 795	+ 1 140	+ 290	+ 350	+ 235	+ 265

\* Allgemeine Kreditvereinbarungen.

Die hauptsächlichen Vorgänge in der französischen Devisenbilanz für 1965 sind am deutlichsten aus den Quartalszahlen ersichtlich. Im ersten Quartal ergab sich in großen Zügen dieselbe Struktur wie 1964, und der Überschuß — 290 Millionen Dollar — floß fast ausschließlich den Reserven zu. Die Goldreserve allein stieg jedoch um 470 Millionen Dollar, während sich die Devisenreserve um 255 Millionen Dollar verringerte. Das entsprach der zu Beginn des Jahres bekanntgegebenen Politik, Überschüsse künftig nur noch in Gold hereinzunehmen und einen Teil der früher angesammelten amtlichen Dollarguthaben in Gold umzutauschen.

In den anschließenden neun Monaten flossen von einem Überschuß von insgesamt 850 Millionen Dollar nur 170 Millionen Dollar in die zentralen Reserven. 80 Prozent des Überschusses schlugen sich somit in anderen Formen nieder, die in den einzelnen Quartalen nicht einheitlich waren. Im zweiten Quartal waren die hauptsächlichen Finanzierungsvorgänge IWF- und AKV-Kredite von 160 Millionen Dollar und eine Verminderung der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken um 105 Millionen Dollar, während im dritten Quartal 75 Prozent des Überschusses auf die Tilgungszahlungen an die US-Regierung im Betrage von 180 Millionen Dollar entfielen. Im vierten Quartal zeigte die Finanzierung wiederum eine andere Struktur. Die amtlichen Finanzierungsvorgänge

traten in den Hintergrund, und mehr als die Hälfte des Überschusses erhielt die Form einer Verringerung der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken um 180 Millionen Dollar.

Die Veränderung der Devisenposition der französischen Banken in diesem Quartal wurde dadurch ermöglicht, daß die französischen Banken erstmals seit dem Krieg Frankenkredite an das Devisenaußenland gewähren durften. Außerdem war das Zinsgefälle unter Einrechnung der Kurssicherungskosten so gestaltet, daß es für außerfranzösische Banken interessant war, ihren Frankenbedarf zum Teil durch Swaps mit französischen Banken statt durch Kassakäufe zu decken.

Im ersten Quartal 1966 belief sich der Überschuß in der französischen Zahlungsbilanz auf 180 Millionen Dollar; damit war er erheblich geringer als im entsprechenden Vorjahresquartal, in dem er 290 Millionen Dollar betragen hatte. Die zentralen Reserven stiegen um 115 Millionen Dollar, von denen 100 Millionen Dollar auf Gold entfielen; die Nettodevisenposition der Banken verbesserte sich weiter um 65 Millionen Dollar.

Der starke Rückgang der Dollarbestände beruhte im Jahresergebnis nicht nur auf Goldkäufen, sondern auch auf vorzeitigen Tilgungszahlungen an die Vereinigten Staaten und auf der Kreditgewährung an den IWF. Insgesamt jedoch läßt die Gestaltung des Überschusses den Standpunkt erkennen, daß Goldbewegungen im internationalen Zahlungsausgleich eine wichtige Rolle spielen sollten.

*Vereinigtes Königreich.* Einen anderen Aspekt der internationalen Währungsordnung und ihres Funktionierens in der letzten Zeit enthüllt die Art und Weise, wie das britische Zahlungsbilanzdefizit und die Geldbewegungen in das und aus dem Pfund in den Jahren 1964 und 1965 finanziert worden sind. Es lassen sich drei Hauptphasen unterscheiden: die der Krise vorausgehende Phase mit den ersten neun Monaten des Jahres 1964, dann die Krisenperiode von Oktober 1964 bis August 1965 und daran anschließend die Phase der Erholung. Zweierlei drängt sich bei Betrachtung der Zahlen auf. Erstens wurde das seit Anfang 1964 entstandene Defizit von 2 790 Millionen Dollar durchweg so finanziert, daß die Primärreserven — wenn man sie in der üblichen Weise als Bruttoreserven auffaßt — nur vorübergehend in Anspruch genommen wurden; betrachtet man die beiden Jahre als Einheit, so sind die Reserven sogar um 350 Millionen Dollar gestiegen. Zweitens fällt die Vielfalt der sonstigen Arten der Finanzierung des Defizits auf.

In der Vorkrisenperiode Januar–September 1964 beschränkte sich die von amtlicher Seite bereitzustellende Finanzierung des Defizits von 1 450 Millionen Dollar auf 115 Millionen Dollar aus den Reserven sowie auf 200 Millionen Dollar an Zentralbankhilfe, die größtenteils im September in Anspruch genommen wurde, als sich der Druck auf das Pfund zu verstärken begann. Die verbleibenden 1 135 Millionen Dollar des Defizits wurden durch Geldzuflüsse nach London gedeckt. Die Sterlingverbindlichkeiten stiegen um 565 Millionen Dollar, von denen die Hälfte aus dem Zahlungsüberschuß der äußeren Sterlingzone

Vereinigtes Königreich: Erweiterte Devisenbilanz

	1964 I-III	1964 IV - 1965 III	1964 IV	1965			
				I	II	III	IV
	Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen, Abnahme der Verbindlichkeiten)						
Zentrale Forderungen . .	- 115	- 275	- 715	+ 15	+ 460	- 35	+ 250
davon							
Reserven . . . . .	- 115	+ 215	- 225	+ 15	+ 460	- 35	+ 250
IWF-Goldtranche . . .	-	- 490	- 490	-	-	-	-
Zentrale Verbindlichkeiten	- 465	- 1 740	- 565	- 150	- 705	- 320	+ 125
davon							
Sterlingverbindlich-							
keiten gegenüber aus-							
ländischen Währungs-							
behörden (netto) . . .	- 265	+ 840	+ 355	+ 255	+ 165	+ 70	- 155
Zentralbankhilfe . . .	- 200	- 670	- 405	- 415	+ 540	- 390	+ 275
IWF-Kredittranche-							
position . . . . .	-	- 1 910	- 515	+ 15	- 1 410	-	+ 5
Zentrale Netto-							
position . . . . .	- 580	- 2 015	- 1 280	- 135	- 245	- 355	+ 375
Sonstige Sterlingver-							
bindlichkeiten (netto) .	- 300	+ 690	+ 630	+ 180	+ 45	- 165	- 205
Netto-Fremdwährungs-							
position der Banken . .	- 390	+ 85	- 40	- 305	+ 245	+ 185	+ 40
Verschiedenes . . . . .	- 180	- 245	+ 50	- 35	- 20	- 240	- 65
Gesamtsaldo . . . . .	- 1 450	- 1 485	- 640	- 295	+ 25	- 575	+ 145

herrührte, und zusätzlich erhöhten sich die Netto-Fremdwährungsverbindlichkeiten der Banken des Vereinigten Königreichs um fast 400 Millionen Dollar im Zuge der britischen Verschuldung über den Eurodollarmarkt. In dieser Phase war die Defizitfinanzierung also vorwiegend durch Marktfaktoren bestimmt.

Ganz anders verhielt es sich in den die Krisenperiode enthaltenden vier Quartalen. Das Defizit betrug in diesem Zeitraum 1 485 Millionen Dollar, aber an amtlicher Finanzierung waren 2 855 Millionen Dollar erforderlich. Die Differenz zwischen diesen beiden Zahlen erklärt sich durch einen Rückgang der Sterlingverbindlichkeiten, der teils auf einem Zahlungsdefizit der äußeren Sterlingzone und teils darauf beruhte, daß Gelder, die hauptsächlich ihren Ursprung außerhalb der Sterlingzone hatten, aus London abdisponiert wurden. Die Sterlingverbindlichkeiten gegenüber Währungsbehörden sanken um 840 Millionen Dollar, diejenigen gegenüber Privaten um 690 Millionen Dollar.

Zur amtlichen Finanzierung wurden in diesem Jahr 2 400 Millionen Dollar vom IWF und per Saldo 670 Millionen Dollar an Zentralbankhilfe herangezogen. Ein wesentliches Mittel, mit dem die Bank von England während der Krise erreichte, daß die Flucht aus dem Pfund nicht ganz ihrer Kontrolle entglitt, war die Bereitstellung von Termindeckung in großem Umfang und zu mäßigen Sätzen. Praktisch bot die Bank eine Versicherung gegen das Risiko einer Wechselkursänderung.

Am intensivsten war die Krise im vierten Quartal 1964; in diesem Zeitraum sanken die Sterlingguthaben des Auslands um 1 Milliarde Dollar, während

zugleich die Zahlungsbilanz einen Fehlbetrag von 640 Millionen Dollar aufwies, wenn man den — gestundeten — Betrag von 175 Millionen Dollar zur Tilgung der 1946 gewährten Darlehen der Regierungen der Vereinigten Staaten und Kanadas unberücksichtigt läßt. Die erforderliche amtliche Finanzierung wurde durch Inanspruchnahme von 1 Milliarde Dollar beim IWF, von netto 405 Millionen Dollar an Zentralbankhilfe und von 225 Millionen Dollar aus den Reserven geleistet.

Im ersten Halbjahr 1965 fiel das Zahlungsdefizit erheblich geringer aus, zum Teil aus saisonalen Gründen. Der Druck auf das Pfund hielt jedoch an — großenteils wegen einer weiteren Abnahme der Sterlingguthaben des Auslands. Um einen Rückgang der Reserven zu vermeiden, wurde zunächst Zentralbankhilfe beansprucht, und im Mai folgte eine Ziehung von 1 400 Millionen Dollar beim IWF. Damit war der Finanzierungsbedarf reichlich gedeckt; die Zentralbankschulden konnten zurückgezahlt und die Reserven um 475 Millionen Dollar erhöht werden.

Die technische Position des Pfundes schien an diesem Punkt eine Umkehr der Geldströme erwarten zu lassen, da eine umfangreiche Baisseposition gegen das Pfund aufgebaut worden war. Jedoch ergab sich im dritten Quartal wieder ein hohes (hauptsächlich saisonal bedingtes) Defizit in der Zahlungsbilanz, und der Sterlingwährung wurde so wenig Vertrauen entgegengebracht, daß es im Juli und August auch zu einem massiven Geldabfluß aus London kam. In dieser Situation wurden anfangs September neue hohe Zentralbankfazilitäten vereinbart. Diese Maßnahme stellte, da der Verkaufsdruck sich offenbar erschöpft hatte, das Vertrauen wieder her, und erhebliche Mittel flossen im Laufe des Monats zurück. Insgesamt war im dritten Quartal die erforderliche amtliche Finanzierung — 425 Millionen Dollar — geringer als das Defizit. Sie bestand fast ausschließlich aus einem Nettoanstieg der Zentralbankhilfe um 390 Millionen Dollar.

Im vierten Quartal des Jahres 1965 — dem ersten vollen Quartal der Erholung — strömten weiterhin Gelder nach London, und die Zahlungsbilanz verbesserte sich sehr stark. Der Gesamtüberschuß betrug 145 Millionen Dollar; wären allerdings die Tilgungszahlungen auf die 1946 gewährten Kredite der Regierungen der Vereinigten Staaten und Kanadas geleistet worden, so hätte sich ein geringfügiges Defizit von 30 Millionen Dollar ergeben. Der Mittelzufluß zeigte sich in diesem Quartal hauptsächlich als Anstieg der Sterlingguthaben des Auslands. Die amtlichen Guthaben erhöhten sich um 155, die privaten um 205 Millionen Dollar. Dies kann in erster Linie der Wiederherstellung des Vertrauens in die Sterlingwährung zugeschrieben werden, aber außerdem verbesserte sich auch die Zahlungsbilanz des äußeren Sterlingraums, die wesentlich zu den finanziellen Belastungen in der Krisenphase beigetragen hatte. Dank dem Zahlungsüberschuß und dem Mittelzufluß konnte die Bank von England 275 Millionen Dollar an die Federal Reserve Bank von New York zurückzahlen und die Reserven um 250 Millionen Dollar erhöhen. Dabei läßt das noch nicht einmal das ganze Ausmaß der Verbesserung erkennen, da sich auch die Termindevisenengagements der Bank von England beträchtlich verringerten.

Die Erholung des Pfundes setzte sich bis weit in das erste Quartal 1966 hinein fort. In der britischen Währungsposition war die hauptsächliche Veränderung in diesem Quartal die Übertragung von 885 Millionen Dollar aus dem Dollarwertpapierbestand des Schatzamtes auf den Devisenausgleichsfonds. Die zentralen Reserven stiegen in diesem Quartal um 570 Millionen Dollar. Ohne die Dollarübertragung aus dem Bestand des Schatzamtes wären sie um 315 Millionen Dollar gesunken. Gleichzeitig wurde jedoch Zentralbankhilfe in einem über diesen Betrag hinausgehenden Umfang zurückgezahlt. Als dann aber das Datum der allgemeinen Wahlen bekanntgegeben wurde, geriet das Pfund etwas unter Druck, und die schlechte Marktatmosphäre war an dem Reservenverlust von 130 Millionen Dollar in den beiden Monaten März und April abzulesen.

Es ist schwierig, aus dieser Entwicklung allgemeine Schlußfolgerungen hinsichtlich des Liquiditätsbedarfs und des Funktionierens des Währungssystems zu ziehen, da ein Vertrauensschwund gegenüber einer Währung unvermeidlich ist, wenn bei einem ernsthaften Defizit keine überzeugenden Gegenmaßnahmen getroffen werden. Andererseits können die Behörden in schwierigen Situationen aber auch keine zu starke Inanspruchnahme der Reserven riskieren, da dies zum Vertrauensschwund beitragen würde.

*Vereinigte Staaten.* Die Tabelle über die erweiterte Devisenbilanz der Vereinigten Staaten ist so zusammengestellt worden, daß sie einigermaßen in der gleichen Weise analysiert werden kann wie diejenige anderer Länder, obgleich natürlich der Status des Dollars als Reservewährung gewisse Abweichungen in der Darstellungsweise bedingt. Indessen sind Änderungen in der Gesamtbilanz der Vereinigten Staaten aus zwei Gründen häufig schwieriger zu interpretieren. Erstens können Veränderungen der Devisenposition der Banken vielfach nicht als Element der Veränderung der gesamtwirtschaftlichen Währungsposition angesehen werden; zum Beispiel wurde die kräftige Erhöhung der Auslandsforderungen der Banken im Jahre 1964 von den US-Behörden als defizitsteigernd bewertet, da der Dollarabfluß zu einem späteren Zeitpunkt die Reserven belasten könnte. Zweitens können sich Komplikationen wegen des Eurodollarmarktes ergeben. Wenn beispielsweise US-Unternehmen, die keine Banken sind, Geld bei ausländischen Banken anlegen, erhöhen sich die nichtzentralen Dollarverbindlichkeiten; aber der entsprechende Zuwachs an liquiden Auslandsforderungen würde in der Tabelle nicht erscheinen, da sie keine Angaben über den privaten Nichtbankensektor enthält. Das so errechnete Gesamtdefizit wäre natürlich nur ein statistisches Defizit. Im letzten Jahr dürfte die Abweichung allerdings eher nach der anderen Seite gegangen sein, da ausländische Banken US-Gelder verloren haben.

Das in der Tabelle ausgewiesene Gesamtdefizit wuchs 1965 beträchtlich infolge der ungünstigen Entwicklung in der Bilanz der laufenden Posten und der langfristigen Kapitalleistungen. Der Bedarf an amtlicher Finanzierung stieg jedoch weniger, was hauptsächlich daran lag, daß das Programm zur freiwilligen Beschränkung der Kapitalausfuhr eine Verringerung der Auslandsforderungen der Banken bewirkte — wobei aber trotzdem die nichtzentralen Dollarguthaben noch um einen geringen Betrag stiegen.

Vereinigte Staaten: Erweiterte Devisenbilanz

	1964	Ganzes Jahr	1965			
			I	II	III	IV
			Millionen US-Dollar (+ = Zunahme der Forderungen, Abnahme der Verbindlichkeiten)			
Zentrale Forderungen . . . . .	- 170	- 1 220	- 840	- 70	- 40	- 270
davon . . . . .						
Gold . . . . .	- 125	- 1 665	- 830	- 590 <sup>1</sup>	- 125	- 120
Devisen . . . . .	+ 220	+ 350	+ 55	+ 55	+ 415	- 180
IWF-Goldtranche . . . . .	- 265	+ 95	- 65	+ 465 <sup>1</sup>	- 330	+ 25
Verbindlichkeiten gegenüber amtlichen Institutionen <sup>2</sup> . . . . .	- 1 040	- 105	+ 880	+ 135	- 235	- 885
Vorzeitige Zahlungseingänge zur Tilgung von Bundeskrediten . . . . .	—	- 180	—	—	- 180	—
Zentrale Nettoposition . . . . .	- 1 210	- 1 505	+ 40	+ 65	- 455	- 1 155
Kurzfristige Auslandsforderungen der Banken . . . . .	+ 1 525	- 325	- 25	- 175	- 260	+ 135
Verbindlichkeiten gegenüber Personen und nichtamtlichen Stellen . . . . .	- 1 555	- 150	- 205	+ 150	- 710	+ 615
Nichtzentrale Nettoposition . . . . .	- 30	- 475	- 230	- 25	- 970	+ 750
Gesamtsaldo . . . . .	- 1 240	- 1 980	- 190	+ 40	- 1 425	- 405

<sup>1</sup> Einschließlich der Goldbeitragszahlung von 259 Millionen Dollar an den IWF. <sup>2</sup> Die Zahlen für 1965 lassen sich nicht unbedingt mit denen für 1964 vergleichen.

Was die amtliche Finanzierung betrifft, so bestand der Hauptunterschied zwischen den beiden Jahren darin, daß 1964 der Anstieg der amtlichen Dollarguthaben über 80 Prozent des Ausgleichs besorgte, während 1965 allein schon der Goldverlust größer war als der Gesamtbetrag der amtlichen Finanzierung. Der starke Rückgang der Goldreserve beruhte nicht nur auf dem laufenden Defizit, sondern auch auf einer Goldübertragung im Gegenwert von 259 Millionen Dollar an den IWF im Zusammenhang mit der Erhöhung der IWF-Quoten sowie auf dem Umtausch älterer französischer Dollarguthaben früher im Jahr. Der Goldverlust wurde zum Teil durch einen Zuwachs von 350 Millionen Dollar bei den zentralen Fremdwährungsbeständen ausgeglichen, der im wesentlichen auf Ziehungen der Bank von England im Rahmen ihrer Swap-Fazilität beim Federal Reserve System beruhte.

Die IWF-Goldtrancheposition der Vereinigten Staaten veränderte sich 1965 insgesamt wenig; die Erhöhung betrug 95 Millionen Dollar. Hierbei ist aber die Goldbeitragszahlung berücksichtigt, so daß die übrigen US-Transaktionen mit dem Fonds per Saldo im Betrage von 165 Millionen Dollar negativ waren. An diesem Ergebnis beteiligt waren im wesentlichen US-Bruttoziehungen von 435 Millionen Dollar und Dollarziehungen anderer Mitglieder von insgesamt 280 Millionen Dollar, von denen 200 Millionen Dollar auf das Vereinigte Königreich entfielen.

Die Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen amtlichen Institutionen stiegen 1965 um 105 Millionen Dollar. Hierin ist die Veränderung sowohl der Dollarguthaben ausländischer Währungsbehörden auf Grund von Swapvereinbarungen mit dem Federal Reserve System wie auch ihrer Bestände an nicht-marktfähigen US-Staatsschuldverschreibungen enthalten; für beide Positionen

sind keine Marktfaktoren maßgeblich. Die im Swapwege erworbenen Dollarbestände des Auslands gingen 1965 um 185 Millionen Dollar zurück, während sich die Nettobestände des Auslands an nichtmarktfähigen Schuldverschreibungen um 280 Millionen Dollar erhöhten. Läßt man diese Transaktionen außer Betracht, so haben sich also die Verbindlichkeiten gegenüber amtlichen ausländischen Institutionen 1965 um 10 Millionen Dollar erhöht.

Die letztjährigen kurzfristigen Auslandstransaktionen amtlicher Stellen der Vereinigten Staaten lassen sich folgendermaßen zusammenfassen: es wurde ein erhebliches Gesamtdefizit finanziert, während gleichzeitig das Pfund Sterling über den IWF und durch Swapkredite in einem Betrage gestützt wurde, der im Jahresergebnis über 500 Millionen Dollar ausmachte und zeitweise sogar noch höher war. Da sowohl die amtlichen wie die nichtamtlichen Dollarbestände des Auslands nur relativ wenig stiegen, ging die amtliche Finanzierung hauptsächlich zu Lasten des Goldvorrats.

Im ersten Quartal 1966 betrug das Gesamtdefizit nach den für die Tabelle maßgeblichen Kriterien 250 Millionen Dollar. Die wesentlichen Finanzierungsvorgänge waren Nettoziehungen beim IWF von 135 Millionen Dollar und eine Verringerung des Goldbestandes um 70 Millionen Dollar.

\* \* \*

Aus diesem Überblick ist ersichtlich, daß das Funktionieren des internationalen Währungssystems sich recht erheblich von der Konzeption entfernt hat, die den Beschlüssen von Bretton Woods zugrunde lag. Zum einen werden heute Fehlbeträge und Überschüsse sehr viel mehr durch Kredite als aus den Reserven ausgeglichen, ohne daß bereits allgemein anerkannte Regeln dafür bestünden, inwieweit von solchen Krediten Gebrauch gemacht werden darf. Zum anderen gehen die Meinungen über die eigentliche Funktion des Goldes in dem System auseinander.

### **Gold: Angebot und Nachfrage**

Sofern es überhaupt ein normales Gleichgewicht zwischen den Kräften des Goldangebots und der Goldnachfrage und eine typische statistische Marktverfassung geben sollte, war davon im vergangenen Jahr jedenfalls nicht viel zu bemerken. Das Angebot an neuem Gold erreichte 1965 das Rekordvolumen von 1 985 Millionen Dollar, da die Erzeugung weiterhin zunahm und die sowjetischen Verkäufe wieder stiegen. Auf der Nachfrageseite erreichten aber die privaten Käufe den noch nie dagewesenen Umfang von 1 585 Millionen Dollar, so daß den Behörden neues Gold im Werte von nur 400 Millionen Dollar verblieb. Somit erwarben private Käufer um 465 Millionen Dollar mehr Gold als im Vorjahr und die Behörden um 325 Millionen Dollar weniger. Erstmals trat China als bedeutender Goldkäufer auf; es übernahm vom Markt Gold im Werte von rund 150 Millionen Dollar; die Bestände der westlichen amtlichen Stellen erhöhten sich daher nur um 250 Millionen Dollar, verglichen mit einem Anstieg von durchschnittlich 800 Millionen Dollar in jedem der beiden vorangegangenen Jahre.

Die privaten Käufe belebten sich infolge der Mitteilung bald nach Jahresbeginn, daß Überschüsse in der französischen Zahlungsbilanz künftig ausschließlich in Gold hereingenommen würden und daß Frankreich für eine allgemeine Rückkehr zum Goldstandard eintrete. Angesichts der Defizite der Vereinigten Staaten und des Vereinigten Königreichs dachten dabei weite Kreise an die Möglichkeit einer Erhöhung des Goldpreises, und massive spekulative Goldkäufe waren die Folge. Da damals gerade kein sowjetisches Gold am Markt angeboten wurde, war die Versorgung mit neuem Gold verhältnismäßig gering, und der Goldpool mußte den Markt aus seinen Beständen stützen, damit die Nachfrage befriedigt werden konnte. Aus den Unterlagen über die Goldreserven geht hervor, daß die Goldmenge, die der Pool vorübergehend abgab, ihren maximalen Umfang mit einem Wert von rund einer Viertelmilliarde Dollar erreichte — kein allzu hoher Betrag, wenn man bedenkt, daß neben der regen privaten Kauf-tätigkeit auch amtliche Stellen von nicht dem Pool angehörenden Ländern Gold kauften.

Eine weitere Welle privater Käufe folgte im dritten Quartal; treibende Kräfte waren hier offenbar die Auseinandersetzung zwischen Pakistan und Indien und der Krieg in Vietnam, und zusätzlich wurde der Markt durch chinesische Käufe belastet. Jedoch setzten im August sowjetische Verkäufe ein, so daß der Markt, auch in Verbindung mit der verbesserten Sterlingposition in den letzten vier Monaten des Jahres, wieder ausgeglichen wurde. Bis zum Jahresende hatte der Pool das vorher verkaufte Gold wiedererlangt.

Eines wird daraus klar ersichtlich: der Goldpool kann den Markt durch marktgemäße Käufe und Verkäufe leicht im Gleichgewicht halten, und zwar auch dann, wenn das Publikum stark zu spekulativen Käufen neigt. Das beruht darauf, daß am Markt normalerweise das Angebot die Nachfrage übersteigt, so daß dem Pool in der Regel eine Restmenge zum Aufkauf verbleibt. Und da in mehreren Ländern, zu denen auch die Vereinigten Staaten gehören, Inländer kein Gold besitzen dürfen, können die spekulativen Käufe auch vorübergehend kaum mehr als einen kleinen Teil der Reserven der Goldpool-Länder beanspruchen. So erwarten die Mitglieder des Goldpools vom Markt einen Goldüberschuß, und dieser Überschuß war nun im vergangenen Jahr sehr gering. Es ist daher der richtige Zeitpunkt, zu überlegen, wohin die Kräfte des Angebots und der Nachfrage am Goldmarkt tendieren und ob in Zukunft mit einer ausreichenden Versorgung für monetäre Zwecke zu rechnen ist. Die verfügbaren Unterlagen über Angebot und Nachfrage ermöglichen zwar keine restlose Klärung der statistischen Goldposition, aber sie lassen doch bedeutende Veränderungen erkennen.

Auf der Angebotsseite war der bemerkenswerteste Vorgang der Nachkriegszeit die Ausbeutung der neuen südafrikanischen Goldfelder vor allem im Oranje-freistaat, die 1938 entdeckt wurden und ab 1953 in bedeutendem Umfang erzeugten. Der rasche Ausbau der Goldgewinnung in diesen Gebieten ist nur mit der Erschließung des Witwatersrand sechzig Jahre früher vergleichbar. Die Produktion der neuen Gruben stieg von 2 Millionen Unzen 1953 auf 24 Millionen Unzen 1965 und war in den letzten fünf Jahren viel größer als die Goldmenge, die insgesamt für monetäre Zwecke zur Verfügung stand. Ohne dieses Gold hätte das

Problem internationaler Vorkehrungen auf dem Währungsgebiet schon vor etlicher Zeit angegangen werden müssen.

Die Gewinnung in den übrigen Abbaugebieten außerhalb der Sowjetunion zeigte insgesamt einen absteigenden Trend; sie sank von 22 Millionen Unzen 1953 auf 17 Millionen 1965. Besonders ausgeprägt war der Rückgang bei den älteren südafrikanischen Minen; aber in der Schere von steigenden Kosten und fixiertem Preis haben sich die Möglichkeiten gewinnbringenden Abbaus und der Spielraum für neue Projekte überhaupt verringert. Die neuen Gruben in Südafrika waren Ausnahmen auf der Basis reichhaltiger Vorkommen und einer geologischen Formation, die eine billige Förderung ermöglicht.

In den kommenden Jahren dürfte die Erzeugung in den älteren Gewinnungsgebieten weiter abnehmen — vielleicht ungefähr ebenso rasch wie bisher. Dagegen scheint ein Trendwechsel in den neueren Abbaugebieten sicher zu sein, da die Phase der raschen Inbetriebnahme neuer Gruben allmählich ihrem Ende entgegengeht. Auch wenn eine Steigerung des Abbaus in den neuen Minen möglich und wahrscheinlich ist, kann sie kaum so außerordentlich intensiv sein wie in den letzten zehn Jahren. Während also die Goldgewinnung aller Länder mehr als zehn Jahre lang um durchschnittlich 1,4 Millionen Unzen pro Jahr zugenommen hat, ist jetzt damit zu rechnen, daß der Zuwachs nach einigen Jahren auf vielleicht noch nicht einmal die Hälfte dieses Betrages schrumpfen wird, sofern nicht unvorhersehbare Ereignisse positiver oder negativer Art eintreten.

Ebenfalls stark verändert haben sich auf der Angebotsseite die sowjetischen Goldverkäufe. In der Zeit von 1956 bis 1962 zeigte das Angebot aus dieser Quelle keinen Aufwärtstrend; es betrug durchschnittlich rund 250 Millionen Dollar im Jahr. In den letzten drei Jahren dagegen machten die sowjetischen Verkäufe durchschnittlich mehr als 500 Millionen Dollar pro Jahr aus. Diese Goldverkäufe hingen mit dem Bezug ausländischen Weizens zusammen, aber es ist nicht

#### Versorgung mit neuem Gold

Jahr	Südafrika			Kanada	Ver-einigte Staaten	Sonstige Länder	Er-zeugung ins-gesamt	Sowje-tische Verkäufe	Ver-sorgung ins-gesamt
	Neue Gruben	Alte Gruben	Ins-gesamt						
Millionen Unzen									
1953	2,5	9,4	11,9	4,1	2,0	6,1	24,1	2,1	26,2
1954	3,7	9,5	13,2	4,4	1,8	6,2	25,6	2,1	27,7
1955	5,3	9,3	14,6	4,5	1,9	5,9	26,9	2,1	29,0
1956	6,8	9,3	15,9	4,4	1,8	5,8	27,9	4,3	32,2
1957	8,6	8,4	17,0	4,4	1,8	5,8	29,0	7,4	36,4
1958	9,6	8,1	17,7	4,6	1,7	6,0	30,0	6,3	36,3
1959	11,8	8,3	20,1	4,5	1,6	5,9	32,1	8,5	40,6
1960	13,3	8,1	21,4	4,6	1,7	5,9	33,6	5,7	39,3
1961	15,5	7,4	22,9	4,5	1,5	5,8	34,7	8,5	43,2
1962	18,3	7,2	25,5	4,2	1,5	5,7	36,8	5,7	42,7
1963	20,6	6,8	27,4	4,0	1,5	5,7	38,6	15,7	54,3
1964	22,5	6,6	29,1	3,8	1,5	5,5	39,9	12,8	52,7
1965	24,2	6,3	30,5	3,6	1,7	5,2	41,0	15,7	56,7

bekannt, ob die zusätzlichen Verkäufe aus der Goldreserve stammten oder ob der Umfang der Goldproduktion ein höheres Niveau erreicht hat. Da die sowjetischen Stellen Wert auf eine Erhöhung der Goldreserve des Landes legen und da man ja als Notmaßnahme andere Importe hätte kürzen können, ist eher eine gewisse Steigerung der Goldgewinnung anzunehmen. In diesem Fall würde der Markt vielleicht auch künftig aus der Sowjetunion mehr Gold erhalten als im Durchschnitt der Jahre 1956 bis 1962.

Ohne die mit jeder Prognose verbundenen Unsicherheitsfaktoren zu verkennen, kann man vielleicht von der Arbeitshypothese ausgehen, daß die Gesamtversorgung eher etwas unter 2 Milliarden Dollar jährlich betragen und kaum wesentlich darüber hinausgehen wird. Erheblich geringer dürfte sie ausfallen, sofern der Anstieg der sowjetischen Verkäufe sich als vorübergehend herausstellt.

Wenn schon eine Schätzung der Angebotsentwicklung unsicher ist, so sind die Risiken einer Nachfrageprognose noch größer, weil einmal die Statistiken Lücken aufweisen und zum anderen die einzelnen Motive der privaten Goldkäufe quantitativ nicht klar gegeneinander abgegrenzt werden können.

Im wirklichen Marktgeschehen ist das für monetäre Zwecke erworbene Gold die Restmenge, die verbleibt, nachdem die private Nachfrage befriedigt worden ist. Statistisch dagegen sind die in der Tabelle ausgewiesenen Jahreswerte der privaten Nachfrage der Rest, der als Differenz zwischen dem neuen Angebot und der Zunahme der amtlichen Reserven errechnet wird. Zu wünschen wäre nun eine einigermaßen verlässliche Vorstellung von den einzelnen Komponenten dieser privaten Nachfrage: gewerbliche Verwendung, Goldsparen und kürzerfristige Spekulation bzw. Voreindeckung in Erwartung einer eventuellen Erhöhung des Weltpreises. Eine solche Abgrenzung würde eine Prognose für das Währungsgold ermöglichen, sofern keine Zweifel bezüglich des Weltpreises bestehen. Sobald das Publikum von einer solchen Welle des Zweifels erfaßt wird, ist die ganze Entwicklung der privaten Nachfrage natürlich äußerst unberechenbar.

Über die gewerbliche Goldverwendung werden zwar von einer ganzen Reihe von Ländern Angaben veröffentlicht, doch sind sie vielfach sehr unvollständig. Nur aus den Zahlen von einem Dutzend Staaten — durchweg Länder mit höherem Volkseinkommen — läßt sich ein brauchbarer Trend ermitteln. Und selbst diese Zahlen sind in einigen Fällen zu niedrig (hauptsächlich aus steuerlichen Gründen); sie sind in Wirklichkeit vielleicht um über 10 Prozent größer als in der Tabelle. Etwa 75 Prozent dieses gewerblichen Goldes dienen zur Herstellung von Schmuck und anderen Goldwaren, während der Rest zu ungefähr gleichen Teilen auf Zahngold und die gewerbliche Verwendung im engeren Sinne entfällt.

Nach den verfügbaren Angaben hat sich der statistisch erfaßte Goldverbrauch im Zuge einer recht kontinuierlichen Entwicklung in den letzten zehn Jahren verdreifacht. Als Luxusgut dürfte Goldschmuck eine hohe Einkommenselastizität aufweisen, und sicherlich ist sein Markt durch die Vollbeschäftigung und die Erhöhung der individuellen Einkommen erweitert worden. Allein damit kann aber der aus den Zahlen ersichtliche steile Anstieg nicht erklärt werden. Mitbestimmend dürfte auch die stets gleichbleibende Höhe des Goldpreises

### Goldversorgung und Goldverwendung

Jahr	Angebot			Amtliche Nettokäufe	Private Nachfrage		
	Erzeugung	Sowjetische Verkäufe	Insgesamt		Statistisch erfaßte gewerbliche Verwendung <sup>1</sup>	Sonstige private Käufe	Insgesamt
Millionen US-Dollar							
1953	845	75	920	455	.	.	465
1954	895	75	970	670	.	.	300
1955	940	75	1 015	665	.	.	350
1956	975	150	1 125	490	165	470	635
1957	1 015	260	1 275	690	195	390	585
1958	1 050	220	1 270	680	200	390	590
1959	1 125	300	1 425	750	220	455	675
1960	1 175	200	1 375	345	265	765	1 030
1961	1 215	300	1 515	600	285	630	915
1962	1 290	200	1 490	330	330	830	1 160
1963	1 350	550	1 900	840	325	735	1 060
1964	1 395	450	1 845	725	430	690	1 120
1965	1 435	550	1 985	400 <sup>2</sup>	465	1 120	1 585

<sup>1</sup> Zahlen für Australien, Belgien, Bundesrepublik Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Niederlande, Österreich, Schweden, Schweiz, Vereinigtes Königreich, Vereinigte Staaten. <sup>2</sup> Einschließlich chinesischer Käufe im Betrage von rund 150 Millionen Dollar.

gewesen sein, während zugleich die Indizes der Verbraucherpreise in den entwickelten Ländern um rund 20 Prozent stiegen. Das Publikum hat sich bei seinen Käufen ohne Zweifel mit von der Überzeugung leiten lassen, Goldwaren seien relativ billiger geworden. Das zeigt sich beispielsweise an der bedeutenden Steigerung des Absatzes von Goldmedaillen, deren Preis in der Regel rund doppelt so hoch ist wie der Wert ihres Goldgehalts, und an den Aufgeldern für Goldmünzen mit geringem numismatischem Wert. Solche Goldkäufe sind nicht spekulativ im üblichen Sinn, weil kein Wiederverkauf beabsichtigt ist; vielmehr enthalten sie vom Standpunkt des Käufers aus ein Element des Sparens, und hiermit dürfte bei der Nachfrage auch weiterhin zu rechnen sein.

Die „sonstigen privaten Käufe“ umfassen als Restwert alle Nachfrageelemente, die nur ganz annäherungsweise ausgesondert werden können. Zunächst einmal ist hier die gewerbliche Verwendung außerhalb der in den zwölf Ländern statistisch erfaßten zu nennen, jedoch unter Ausschluß der nah- und fernöstlichen Länder, in denen der Kauf einfacher Goldgegenstände eine gebräuchliche Art des Sparens ist. Man darf annehmen, daß diese zusätzliche gewerbliche Verwendung eine ähnliche Aufwärtsentwicklung zu verzeichnen hatte wie die statistisch erfaßte und im letzten Jahr rund 150 Millionen Dollar betrug. Zweitens gehört hierher die nichtgewerbliche private Nachfrage. Diese hat offensichtlich viel rascher zugenommen; ihr Volumen war 1964 vielleicht rund fünfmal so groß wie 1955. Offen bleibt nur, wieviel davon auf längerfristiges Goldsparen entfiel.

Die „sonstigen privaten Käufe“ zeigen ein ganz anderes Entwicklungsbild als die „statistisch erfaßte gewerbliche Verwendung“. Sie haben nicht kontinuierlich zugenommen, sondern in drei großen Sprüngen. Der erste fiel 1956

mit der Suezkrise zusammen, der zweite 1960 mit dem Preisausbruch am Goldmarkt, und zu dem dritten kam es im vergangenen Jahr. Nach den ersten beiden dieser Kaufwellen ebten die Käufe am Markt eher ab, allerdings mit einer Unterbrechung im Jahre 1962, die hauptsächlich durch die Kubakrise verursacht war. Es bleibt abzuwarten, was nach der gewaltigen Kaufwelle vom letzten Jahr geschehen wird; im bisherigen Verlauf des jetzigen Jahres war die Nachfrage jedenfalls bedeutend schwächer als 1965.

Aus dem Marktverlauf und anderen Anzeichen kann man schließen, daß in einem Jahr starker Nachfrage in erster Linie die gewerbliche Vorratsbildung selber ein wesentlicher Faktor ist. Für die Kette der gewerblichen Firmen von den Händlern zu den Weiterverarbeitern, Herstellern und Handwerkern ist Gold das wichtigste Rohmaterial; sicherlich reagieren solche Firmen rasch auf Vorgänge, die den Weltpreis zu bedrohen scheinen. Dieselben Vorgänge haben aber offensichtlich auf ein viel breiteres Publikum gewirkt und den Grundtrend des Goldsparens auch dann noch verstärkt, als die Atmosphäre am Markt wieder ruhiger geworden war.

Innerhalb dieser Komponente der privaten Goldnachfrage scheint der größte Teil auf selten umgesetztes Spargold und nicht auf große spekulative Bestände entfallen zu sein, die in der Erwartung eines baldigen Kapitalgewinns angelegt wurden. Das Ergebnis eines Jahres wie 1964, in dem kaum Anzeichen hoher spekulativer Käufe am Markt bestanden, kann als Anhaltspunkt für den Umfang genommen werden, den diese Sparnachfrage erreicht hat. Die Motive dieses Sparens sind vielgestaltig. Im allgemeinen sucht der Käufer eine Sicherung gegen herrschende oder für möglich gehaltene künftige Währungsstörungen, und vielfach gilt Gold auch als nützliche Wertanlage für Zeiten eventueller politischer Unruhe. Oder man will durch diese Anlageform auch laufendes Einkommen oder Erbschaften der Besteuerung entziehen. In den letzten zehn Jahren gab es bedeutende Währungsnöte, die zur Hortung anregten: die Schwäche des Pfundes und des französischen Frankens nach der Suezkrise, Geldentwertungen in mehreren südamerikanischen Ländern und die Vertrauenskrise der Rupie. Durch das Zahlungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten sank auch die Neigung, langfristige Ersparnisse in Dollarpapieren anzulegen. Im allgemeinen möchte der Sparer durch Goldanlagen nicht einen Gewinn erzielen, sondern sein Vermögen wenigstens zum Teil gegen eine allfällige Wertminderung sichern. In den letzten Jahren ist das Goldsparen allerdings sicher auch durch den verhältnismäßig niedrigen Preis des Metalls beeinflußt worden.

Aus diesen Bemerkungen zu den lückenhaften Angaben, die zur Verfügung stehen, lassen sich mehrere Schlußfolgerungen ableiten:

1. Der Trendwert des gewerblichen Bedarfs und der Sparernachfrage scheint gegenwärtig bei etwas über 1 Milliarde Dollar zu liegen.

2. Die jährliche Zunahme der privaten Nachfrage ist jetzt, abgesehen von spekulativen Kaufwellen, offenbar etwas größer als der vermutlich zu erwartende durchschnittliche Zuwachs der Versorgung aus der Goldproduktion der westlichen Welt.

3. Die für monetäre Zwecke frei bleibende Menge dürfte selbst ohne spekulative Käufe 700 bis 800 Millionen Dollar jährlich nicht übersteigen und wird eine leicht absteigende Tendenz aufweisen. Entsprechend kleiner wird die Menge sein, wenn die sowjetischen Verkäufe auf den Umfang zurückgehen sollten, den sie vor einigen Jahren hatten.

4. Die der kürzerfristigen Spekulation dienende Goldmenge ist viel geringer, als manchmal angenommen wird. Sie könnte Ende 1965 insgesamt schätzungsweise 1 bis 2 Milliarden Dollar betragen haben. Eine viel größere Menge befindet sich heute in privaten Horten, die mehr zum Sparen als zur Spekulation angelegt wurden. Nach der bisherigen Erfahrung würden solche Spargoldbestände mit der Festigung einzelner Währungen nicht in größerem Umfang abgebaut werden.

### **Die Ergänzung des Goldes**

Auf Grund dieses statistischen Bildes kam die Zehner-Gruppe zu dem Schluß, daß die zu erwartende Versorgung mit Gold für monetäre Zwecke kaum eine ausreichende Erhöhung der Währungsreserven gewährleisten würde. Gold ist nicht knapp in dem Sinn, daß die private Nachfrage nicht aus dem neuen Angebot befriedigt werden könnte. Wenn aber die Erhöhung der Währungsreserven ausschließlich auf die Neuversorgung mit Gold angewiesen wäre, würden sie im Verhältnis zum wachsenden Volumen des internationalen Zahlungsverkehrs tendenziell ziemlich stark zurückgehen. Das bedeutet nun nicht, daß internationale Liquidität knapp gewesen wäre, denn mit Hilfe von Reservewährungen, IWF-Fazilitäten und anderen Mitteln wurde Liquidität geschaffen. Es besteht aber Übereinstimmung darüber, daß solche Liquidität auf die Dauer keine Anerkennung als vollwertiger Goldersatz in den Währungsreserven finden kann. Daher die Suche nach einem neuen Reservemedium zur Ergänzung des Goldes.

Bei oberflächlicher Betrachtung mag es scheinen, als könnte die Planungsarbeit für eine solche Ergänzung keine Schwierigkeiten bereiten, da die Mechanik eines Systems von Reserveeinheiten oder Ziehungsrechten ziemlich leicht zu konzipieren ist. Jedoch hat sich in der Erörterung der diesbezüglichen Probleme herausgestellt, daß ein weiter Raum für unterschiedliche Standpunkte nicht nur hinsichtlich des institutionellen Rahmens, des Mitgliederkreises, des Stimmverfahrens und dergleichen besteht, sondern auch hinsichtlich der grundlegenden Natur des Projekts und seiner Tauglichkeit.

Zunächst einmal stellt sich die Frage nach der Natur der neuen Reserveguthaben. Eine Ansicht geht dahin, die Bereitstellung der neuen Reserveguthaben setze eine Vereinbarung über die Schaffung eines internationalen fiduziären Geldes — nach der Art der Schaffung von Banknoten — voraus, das dann bei Transaktionen zwischen den Zentralbanken der beteiligten Länder gesetzliches Zahlungsmittel wäre. Als solches kann es entweder als befreiender Schritt vorwärts oder aber als gefährliche Neuerung angesehen werden, je nachdem, ob man den Regierungen eine verantwortungsbewußte Handhabung des Systems zutraut oder nicht. Fundierter ist aber die Ansicht, die Vereinbarung müsse, unabhängig von

ihrer Form, als gegenseitige Kreditfazilität konzipiert werden, denn diese kann einem Teilnehmerland lediglich das Recht geben, sich Beträge in der Währung anderer Mitgliedsländer zu verschaffen. Jedes Land, das von der Fazilität Gebrauch macht, geht eindeutig eine Verbindlichkeit ein, die zurückzuzahlen wäre, wenn sich die Überschuß- und Defizitpositionen entsprechend ändern, aber auch, wenn ein Überschußland von der Vereinbarung zurücktritt oder wenn sie überhaupt beendet wird. Bei einer solchen Kreditvereinbarung wäre die Voraussetzung der Gegenseitigkeit nicht im Falle von Ländern erfüllt, deren Währung nicht beansprucht werden könnte, weil sie nicht konvertierbar ist oder weil das Land ständig ein Defizit aufweist.

Eine zweite Frage betrifft die Garantie, mit der die Schuldner-Gläubiger-Positionen ausgestattet werden sollen, die durch Inanspruchnahme der Fazilität entstehen. Das Argument, für solche Positionen müsse eine auf Goldgewicht lautende Garantie gelten, wenn die Währungsbehörden sie als wirkliche Goldergänzung ansehen sollen, ist nicht von der Hand zu weisen. Das wäre eine reine Formsache, wenn es in der Macht der Währungsbehörden stünde, die Stabilität des Weltgoldpreises unter allen Umständen zu gewährleisten. Da jedoch die Goldversorgung von der nicht bekannten Ergiebigkeit der Goldgesteinsvorkommen und von der Entwicklung der Gewinnungskosten abhängt, während die Nachfrage vom künftigen Goldinteresse des Publikums bestimmt sein wird, kann diese Gewährleistungsmacht nicht für alle Ewigkeit bestehen. So hört man die Meinung, eine Goldgarantie sei willkürlich, und möglicherweise würden einige legislative Körperschaften davor zurückscheuen, ihr Land auf eine zeitlich so unbegrenzte Regelung festzulegen.

Eine dritte, weit weniger technische Frage drängt sich fast von selber auf: wie muß eine neue Kreditfazilität gestaltet sein, damit sie das Problem der für ein ausreichendes Wachstum der Währungsreserven unzulänglichen Goldversorgung vollständig löst?

Es ist nicht zu sehen, daß sich eine solche Lösung des Problems von selbst ergeben würde; da eine Ergänzung des Goldes ja hieße, daß der Goldanteil in den Reserven stetig geringer wird, müßten die wichtigsten Länder bereit sein, zusammenzuarbeiten, um sich an diese Zwangsläufigkeit anzupassen. Das bedingt ziemlich tiefgreifende Änderungen in der Handhabung des Systems — nicht in seiner Bedeutung für die Wirtschaft, aber insoweit die Währungsbehörden daran beteiligt sind.

Gegenwärtig halten rund die Hälfte der wichtigeren Länder ihre Währungsreserven praktisch ganz in Gold, und einige weitere Länder arbeiten auf einen ziemlich hohen Goldanteil hin. Andere Zentralbanken in der ganzen Welt verfolgen eine ähnliche Goldpolitik, wenn auch weniger ausgeprägt. Die Vorliebe der Zentralbanken für Gold hat verschiedene Gründe. In einigen Fällen spielt die Tradition in Verbindung mit dem Umstand eine Rolle, daß für die heimische Währung eine gewisse Golddeckung angestrebt wird oder gesetzlich vorgeschrieben ist. Auch besteht die Überzeugung, Gold mit seinem in sich selbst liegenden Wert sei die sicherste Form der Thesaurierung internationaler Kaufkraft und wegen seiner universellen Geltung und seiner Anonymität von einem souveränen Staat

auch in Notzeiten verwendbar wie etwa im Krieg, wenn andere Reserven unbrauchbar sind. Und für einige Zentralbanken ist es eine Grundsatzangelegenheit, daß Überschüsse der Goldreserve zugeführt werden, weil nur dann kein Beitrag zu inflationären Finanzierungsformen geleistet werde und auch nur dann der öffentlichen Meinung in den Defizitländern die eigene Situation zum Bewußtsein komme.

Im Falle der Vereinigten Staaten sprechen außerdem technische Gründe dafür, daß unter den gegenwärtigen Verhältnissen die Reserve fast ganz aus Gold besteht. Da in den meisten Ländern kein offener Geldmarkt existiert, müssen die Vereinigten Staaten die Anlage von Devisenbeständen von Fall zu Fall vereinbaren, und die meisten anderen Länder legen auf solche Anlagen keinen Wert, weil nach ihrer Ansicht ihre Märkte für die Übernahme einer Reservewährungsfunktion zu klein sind. Ganz abgesehen davon ist ein Devisenguthaben der Vereinigten Staaten nicht ohne weiteres am Markt in eine andere Fremdwährung konvertierbar, weil bei den meisten Zentralbanken die Praxis besteht, Reserven in Dollar oder Gold zu halten.

Aus allen diesen Gründen hat es schon seinen Sinn, von einer monetären Nachfrage nach Gold im Unterschied zur Nachfrage nach Reserven ganz allgemein zu sprechen. Insoweit Gold der grundlegende Reservewert ist, wird diese Nachfrage in dem System mehr oder minder immer vorhanden sein. In den letzten fünf Jahren wurde sie allerdings unzweifelhaft durch den starken Dollarabfluß im Zuge der defizitären Entwicklung der US-Zahlungsbilanz und die damit gelegentlich einhergehende Unsicherheit über die feste Relation zwischen dem Dollar und dem Gold aufgebläht.

Im System als Ganzes gesehen ist die Nachfrage nach Währungsgold natürlich auf die Menge angewiesen, die von dem Neuangebot nach Deckung der privaten Nachfrage übrigbleibt. Aber für die meisten Länder gibt es neben der Versorgung mit neuem Gold noch eine Bezugsquelle, die — so wie das System nun einmal funktioniert hat — tatsächlich auch in Anspruch genommen wurde, nämlich den Goldvorrat der Vereinigten Staaten. Das von den außerhalb der Vereinigten Staaten befindlichen Zentralbanken erworbene Gold sinkt ja in den meisten Fällen in die unterste Schicht der Reserven ab und hat wenig Aussicht, von dort jemals wieder hervorzukommen. Die meisten dieser Länder verfügen bei defizitärer Zahlungsbilanz zur Überwindung ihrer Schwierigkeiten oft über beträchtliche Finanzierungsquellen in Form ihrer nicht aus Gold bestehenden Reserven, der Auslandsforderungen der Banken und der verschiedensten öffentlichen und privaten Kreditfazilitäten. Angesichts der Möglichkeit, sich durch kurzfristige Mittel in New York, am Eurodollarmarkt, beim IWF und sogar durch langfristige Dollarkredite zu finanzieren, bleibt das Gold im Land. Entsprechend geht die Tendenz dahin, daß Gold die Vereinigten Staaten verläßt und nicht mehr dorthin zurückkehrt.

Lediglich durch die Einführung einer neuen Fazilität für Reserveguthaben, die zur Aufrechterhaltung der Disziplin im System begrenzt sein muß, dürfte dieser Sachverhalt kaum überwunden werden. Für die meisten Länder wäre eine solche Fazilität nichts anderes als ein zusätzliches Mittel der goldlosen

Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten, und ihre Benutzung durch die Vereinigten Staaten würde vermutlich nichts weiter bewirken als die Verdrängung von Dollar im amtlichen Zahlungsausgleich und in den amtlichen Reserven, sofern nicht andere Länder ihre Praxis bezüglich der Zusammensetzung ihrer Reserven ändern würden.

Verschiedene Vorschläge zur Lösung dieses Problems wurden gemacht. Nach einem dieser Vorschläge sollten die wichtigsten Länder eine Vereinbarung über die Harmonisierung ihrer Reservepolitik treffen — eine Art selbstauferlegte Rationierung des verfügbaren neuangebotenen Goldes. Nach einem anderen Vorschlag soll jede Inanspruchnahme der neuen Reservefazilität die Pflicht zur Verwendung von Gold in einem entsprechenden Verhältnis bedingen; dadurch soll ein Teil des Goldes in höhere Reserveschichten gehoben und ein flüssigerer Goldumlauf gewährleistet werden.

Über eine Verknüpfung der neuen Reservefazilität mit Bedingungen dieser Art ist jedoch nicht nur deshalb schwer Einigkeit zu erzielen, weil sie einen Bruch mit der traditionellen Praxis bedeuten, sondern auch deshalb, weil die grundlegenden Interessen der Länder unterschiedlich sind. Man muß sich darüber im klaren sein, daß diese Schwierigkeiten nicht formaler oder technischer Natur sind; sie sind im weitesten Sinne des Wortes politisch. Das System unter Verhältnissen handhaben, unter denen der Goldanteil in den Reserven abnimmt, heißt zwangsläufig, zu einem gelenkteren System übergehen. Und das bedeutet aktivere finanzielle Zusammenarbeit, weniger Spielraum für unabgestimmte und aus dem Rahmen fallende Maßnahmen, stärkere Betonung der multilateralen Überwachung und mehr Garantien dafür, daß die Politik im Inland den Erfordernissen des internationalen Gleichgewichts entspricht. Das sind Bereiche, in denen die Regierungen ungern Verpflichtungen eingehen.

## TEIL II

### ANALYSE DES MONETÄREN UND WIRTSCHAFTLICHEN GESCHEHENS

#### I. KREDITENTWICKLUNG UND KREDITPOLITIK

Das Zinsniveau ist jetzt sowohl in Nordamerika wie im westlichen Europa verhältnismäßig hoch. In den Vereinigten Staaten und in Kanada begann der Nachfragedruck 1965 exzessiv zu werden; dementsprechend wurde die Kreditpolitik gestrafft, und die kurzfristigen und langfristigen Renditen stiegen. Im Vereinigten Königreich, wo der Kapazitätsspielraum und die Arbeitskraftreserven gering waren, wurde die Kreditrestriktion in letzter Zeit verstärkt, und die Zinssätze befinden sich wieder in der Nähe der Höchstwerte aus dem Jahre 1965. Auf dem Kontinent sind die Effektivzinsen, je nach der Intensität des Nachfragedrucks, in einigen Ländern wie der Bundesrepublik Deutschland, den Niederlanden und Schweden erheblich gestiegen, während sie in den meisten anderen Ländern nur mäßig anzogen oder auf einem hohen Stand verharrten.

Diese Vorgänge waren weitgehend binnenwirtschaftlich bedingt und haben nur wenig zur Korrektur des in den letzten Jahren herrschenden Ungleichgewichts im internationalen Zahlungsverkehr beigetragen. Die Konsequenz war, daß sich die Behörden weiterhin und in einigen Fällen verstärkt auf selektive Maßnahmen zur Regulierung des Kapitalverkehrs stützten. Diese Eingriffe waren unter anderem mitbestimmend dafür, daß in wachsendem Umfang Anleihen, die meist auf Dollar lauteten, zur Plazierung außerhalb der nationalen Kapitalmärkte aufgelegt wurden.

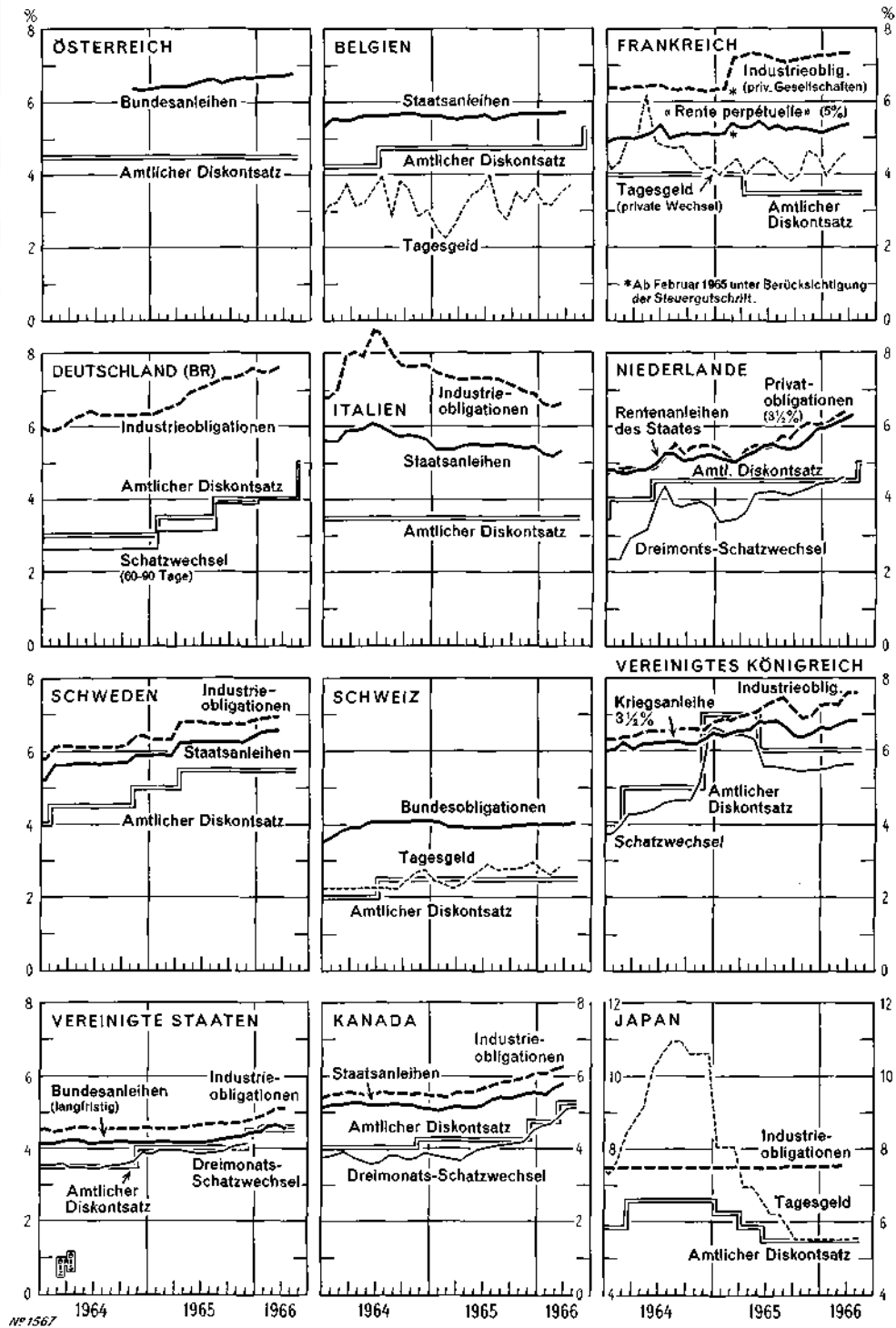
\*   \*   \*

#### **Zinssätze und Finanzierungsströme**

In den Vereinigten Staaten sind die langfristigen Zinssätze im vergangenen Jahr ganz beachtlich gestiegen. Die Rendite langfristiger Bundesanleihen begann im vergangenen Sommer nach langdauernder relativer Stabilität anzuziehen. Sie erhöhte sich von 4,15 Prozent im Juli auf 4,71 Prozent Anfang März 1966; von da an gab sie nach, während die Renditen von Obligationen der Unternehmen weiter zunahmen. Der Auftrieb bei den kurzfristigen Sätzen begann früher und war stärker. Für die Zeit seit dem Herbst 1964 betrug er mehr als einen ganzen Prozentpunkt, was größtenteils die Folge von zwei Diskontsatzerhöhungen war.

Diese Veränderungen, die den Übergang von einer relativ lockeren zu einer mäßig restriktiven Geldpolitik kennzeichneten, erfolgten bei einer sich stark beschleunigenden Ausweitung der Kreditnachfrage. Zwar stiegen die Gewinne der

# Zinssätze



Unternehmen beträchtlich — nicht zuletzt dank der anhaltenden Stabilität der Einheitskosten —, aber noch stärker erhöhten sich die Investitionsausgaben, so daß entsprechend mehr fremdbeschaffte Finanzierungsmittel vonnöten waren. Auch die Verbraucherkredite und die Kredite an Einzelstaaten und nichtzentrale öffentliche Haushalte weiteten sich beschleunigt aus. Von der Mitte des Jahres 1965 an wurden die Zinssätze zunehmend von der Erwartung wachsender Ausgaben für Verteidigungszwecke und gewerbliche Anlageinvestitionen beeinflußt.

Vor etwa einem Jahr schien in den Vereinigten Staaten die Aufgabe, binnenwirtschaftliche und außenwirtschaftliche Zielsetzungen miteinander in Einklang zu bringen, in erster Linie eine andere Kombination von Geld- und Fiskalpolitik, aber keine Änderung der Nachfrageintensität zu erfordern. Eine Kreditverknappung war als Mittel zur Einschränkung des übermäßigen Kapitalabflusses angezeigt, während eine weitere Lockerung auf der finanzpolitischen Seite als brauchbares Mittel zum Ausgleich der binnenwirtschaftlichen Wirkungen der Geldverknappung angesehen werden konnte. Die Kreditverknappung ist seither tatsächlich in nennenswertem Umfang eingetreten, aber wegen des unerwartet raschen Anstiegs der öffentlichen Ausgaben und der privaten Investitionen tendierte die gesamtwirtschaftliche Nachfrage dennoch zu einer übersteigerten Ausweitung. Das zeigt sich nicht nur im Preisverhalten, sondern auch in der Verschlechterung der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz. Solange noch nicht zu erkennen war, ob fiskalische Maßnahmen vonnöten waren — obgleich zum Teil auch wegen der monetären Verhältnisse im westlichen Europa —, haben die US-Behörden den Kapitalabfluß weiterhin unter anderem mit selektiven Maßnahmen eingedämmt.

In Kanada sind die Zinssätze seit Mitte 1965 stärker gestiegen als in den Vereinigten Staaten; dies beruhte auf einem starken Nachfragedruck, der von den öffentlichen Ausgaben, der gewerblichen Anlageinvestition und dem Wohnungsbau herrührte. Die Regierung sah in ihrem Haushaltsplan vom März 1966 eine Reihe von Regelungen vor, um die Nachfrage zu dämpfen und die Überbelastung der Kreditmärkte zu mildern.

Im Vereinigten Königreich stand die Rendite einer repräsentativen langfristigen Staatsanleihe im Mai 1966 bei 6,7 Prozent und damit etwa ebenso hoch wie im vergangenen Sommer, aber beträchtlich über jenen 6,1 Prozent, die im Herbst 1964 vor dem Ausbruch der Pfundkrise verzeichnet worden waren. Die Renditen kurzfristiger Staatspapiere sind noch stärker gestiegen. Die Bankrate wurde teils aus binnenwirtschaftlichen Gründen und teils wegen der hohen Sätze in anderen Ländern bei 6 Prozent belassen.

Im Verlauf der Jahre 1964 und 1965 überstieg die Investitionstätigkeit in praktisch allen Bereichen der Volkswirtschaft das vertretbare Maß, woran nicht zuletzt das Haushalts- und Kreditprogramm der Regierung selbst beteiligt war. In Verbindung mit der übersteigerten Binnennachfrage war die kosteninduzierte Inflation ein ernsthaftes Problem. Unter diesen Umständen wurde der Kreditapparat durch das Zusammentreffen von privater und öffentlicher Kreditnachfrage schwer beansprucht; seine daraus folgende Überforderung wurde allerdings

zum Teil durch hohe Ziehungen beim IWF gemildert. Bei den Gegenmaßnahmen wurde 1965 einiges Gewicht auf die fiskalische und einkommenspolitische Restriktion gelegt, wobei die effektiven Ergebnisse in diesen Bereichen allerdings viel zu wünschen übrig ließen. Deshalb operierten die Behörden weiterhin stark mit monetären Maßnahmen und mit verschiedenen Regelungen, die unmittelbar auf die Zahlungsbilanz wirkten. Der Haushaltsvoranschlag vom Mai 1966, der das Sparen und die Produktivität betont, verstärkt die vorangegangenen Stabilisierungsmaßnahmen ganz entscheidend. Gleichzeitig intensivierte die Regierung ihre selektiven Bemühungen um eine Verminderung des Zahlungsbilanzdefizits durch ein Programm zur freiwilligen Beschränkung der Kapitalausfuhr nach entwickelten Ländern der Sterlingzone.

Auf dem Kontinent zogen die Zinssätze seit etwa 1963 an — allerdings in von Land zu Land unterschiedlicher Weise —, worin das zunehmende Bestreben der zuständigen Stellen zum Ausdruck kam, dem binnenwirtschaftlichen Inflationsdruck Einhalt zu gebieten. In der Zeit davor, in der die Zahl der außenwirtschaftlichen Überschüsse größer und das Angebot an Produktionsfaktoren elastischer gewesen war, hatten die Zinssätze bei expandierender Produktion nach unten tendiert.

1965 und in den ersten Monaten des Jahres 1966 stiegen die langfristigen Effektivzinsen in einer Reihe von Ländern, und in anderen blieben sie hoch. In der Bundesrepublik Deutschland zog die Rendite von Anleihen der öffentlichen Hand recht stark an; im Dezember 1965 erreichte sie 7,7 Prozent, verglichen mit 6,4 Prozent ein Jahr vorher und 6,0 Prozent im Dezember 1963; einige öffentliche Anleihen warfen im Frühjahr 1966 über 8 Prozent ab. In den Niederlanden stand die Rendite der Staatsanleihen im April 1966 bei etwas über 6,5 Prozent und damit um eineinhalb Prozentpunkte höher als ein Jahr zuvor und erst recht über dem bis 1963 verzeichneten Niveau von 4 bis 4½ Prozent. In Schweden erhöhte sich die Rendite der Staatsanleihen, in Fortsetzung ihres früheren Anstiegs, von 5,8 Prozent Anfang 1965 auf 6,6 Prozent in der ersten Zeit des Jahres 1966, und in Dänemark stieg sie von 6,3 Prozent im ersten Quartal 1964 auf 8,9 Prozent Ende 1965. In der Schweiz zog die Rendite langfristiger Obligationen, abgesehen von Bundesanleihen, 1965 wiederum etwas an, nachdem die Zinssätze schon von 1963 auf 1964 allgemein gestiegen waren. In Belgien war die Effektivverzinsung der Staatsanleihen 1963 in einer kräftigen Aufwärtsentwicklung begriffen und 1964 sowie zunächst auch 1965 ziemlich konstant; im Herbst 1965 begann sie wieder zu steigen. In Italien sind die langfristigen Renditen zwar jetzt weit unter ihrem Krisenhöchststand von 1964, aber immer noch bedeutend höher als Anfang 1962.

Was die kurzfristigen Zinssätze betrifft, so wurde die Geldmarktverfassung in einer Anzahl kontinentaler Länder 1965 beträchtlich angespannter. In einigen Ländern haben die Währungsbehörden aber mit Diskontsatzänderungen offenbar in gewissem Umfang zurückgehalten. Zwar erhöhte die Bundesrepublik ihren Diskontsatz zweimal von ursprünglich 3 auf schließlich 4 Prozent, aber auch danach war er unter den gegebenen binnen- und außenwirtschaftlichen Umständen noch verhältnismäßig niedrig. Schweden erhöhte seinen Satz im April

Änderungen der amtlichen Diskontsätze seit 1963

Land und Zeitpunkt der Änderung	Amtlicher Diskont- satz Prozent	Land und Zeitpunkt der Änderung	Amtlicher Diskont- satz Prozent	Land und Zeitpunkt der Änderung	Amtlicher Diskont- satz Prozent
<b>Belgien</b>		<b>Island</b>		<b>Portugal</b>	
6. Dezember 1962 . . .	3½	29. Dezember 1960 . .	9	12. Januar 1944 . . .	2½
18. Juli 1963 . . . . .	4	1. Januar 1965 . . . .	8	1. September 1965 . .	3
31. Oktober 1963 . . .	4¼	1. Januar 1966 . . . .	9		
3. Juli 1964 . . . . .	4¼	<b>Japan</b>		<b>Schweden</b>	
2. Juni 1966 . . . . .	5¼	27. November 1962 . .	6,57	8. Juni 1962 . . . . .	4
<b>Dänemark</b>		20. März 1963 . . . . .	6,21	18. Januar 1963 . . .	3½
23. Mai 1961 . . . . .	6½	20. April 1963 . . . . .	5,84	14. Juni 1963 . . . . .	4
19. August 1963 . . .	6	18. März 1964 . . . . .	6,57	31. Januar 1964 . . .	4½
13. November 1963 . .	5½	9. Januar 1965 . . . .	6,205	6. November 1964 . .	5
11. Juni 1964 . . . . .	6½	3. April 1965 . . . . .	5,84	9. April 1965 . . . . .	5½
<b>Deutschland (BR)</b>		26. Juni 1965 . . . . .	5,475	<b>Schweiz</b>	
5. Mai 1961 . . . . .	3	<b>Kanada</b>		26. Februar 1959 . . .	2
22. Januar 1965 . . . .	3½	13. November 1962 . .	4	3. Juli 1964 . . . . .	2½
13. August 1965 . . . .	4	6. Mai 1963 . . . . .	3½		
27. Mai 1966 . . . . .	5	12. August 1963 . . .	4	<b>Vereinigtes Königreich</b>	
<b>Frankreich</b>		24. November 1964 . .	4¼	26. April 1962 . . . . .	4½
6. Oktober 1960 . . .	3½	6. Dezember 1965 . . .	4¾	3. Januar 1963 . . . .	4
14. November 1963 . .	4	14. März 1966 . . . . .	5¼	27. Februar 1964 . . .	5
8. April 1965 . . . . .	3¼	<b>Niederlande</b>		23. November 1964 . .	7
<b>Griechenland</b>		25. April 1962 . . . . .	4	3. Juni 1965 . . . . .	6
1. November 1960 . .	6	8. Januar 1963 . . . .	3½	<b>Vereinigte Staaten</b>	
17. Januar 1963 . . . .	5½	6. Januar 1964 . . . .	4	12. August 1960 . . . .	3
		4. Juni 1964 . . . . .	4½	17. Juli 1963 . . . . .	3½
		2. Mai 1966 . . . . .	5	24. November 1964 . .	4
		<b>Österreich</b>		6. Dezember 1965 . . .	4½
		17. März 1960 . . . . .	5		
		27. Juni 1963 . . . . .	4½		

1965 von 5 auf 5½ Prozent. Die anderen Länder nahmen im allgemeinen von einer weiteren Anhebung des Diskontsatzes Abstand, und in Frankreich konnten die Währungsbehörden den Diskontsatz im April 1965 wieder auf den Stand von 3½ Prozent zurücknehmen, auf dem er vor der Einführung des Stabilisierungsprogramms gewesen war.

Am 2. Mai 1966 erhöhte die Nederlandsche Bank ihren Diskontsatz von 4½ auf 5 Prozent. Am 27. Mai hob die Deutsche Bundesbank ihren Satz um einen ganzen Prozentpunkt auf 5 Prozent an. Wenige Tage darauf, am 2. Juni, brachte die Belgische Nationalbank ihren Satz von 4¾ auf 5¼ Prozent. In jedem dieser Fälle erfolgte die Änderung sowohl aus binnenwirtschaftlichen wie aus außenwirtschaftlichen Gründen.

Die Entwicklung im öffentlichen Sektor war auf dem Kontinent — nicht anders als im Vereinigten Königreich, in Kanada und neuerdings auch in den Vereinigten Staaten — ein bedeutender und oft zentraler Faktor des Zinsauftriebs. Das gilt für die Bundesrepublik, die Niederlande, Belgien, die Schweiz, Dänemark, Finnland und Spanien. In allen diesen Fällen hatten sich in den zentralen öffentlichen Haushalten seit etwa 1963 die Ausgaben im Verhältnis zu den Steuereinnahmen erhöht. Dazu wurde in einigen Ländern, vor allem in der

# Bruttoersparnis und Bruttoinvestition der Volkswirtschaft

	Jahr	Volkswirtschaftliche Bruttoersparnis			Gesamt- erspar- nis, Gesamt- Investi- tion	Volkswirtschaftliche Bruttoinvestition			
		Private Haus- halte	Unter- nehmen	Öffent- liche Haus- halte		Bruttoanlage- investition im Inland		Vorrats- investi- tion	Außen- beitrag
						Woh- nungs- bau	Bauten und Aus- rüstun- gen		
Prozent des Bruttonationalprodukts zu Marktpreisen									
Belgien . . . . .	1963	7,3	11,3	0,4	19,0	4,2	15,2	0,1	- 0,5
	1964	7,8	11,4	1,4	21,6	5,3	15,8	0,4	0,1
	1965	20,4		- 0,3	20,1	5,3	14,3	- 0,5	1,0
Dänemark . . . . .	1963	9,0	5,8	5,5	20,2	3,5	16,1	- 0,0	0,6
	1964	.	.	5,8	22,2	4,1	17,8	2,1	- 1,9
	1965	.	.	.	22,4	4,5	17,7	1,6	- 1,4
Deutschland (BR)	1963	7,3 <sup>1</sup>	11,4	7,3	26,0	6,1	19,2	0,5	0,2
	1964	8,1 <sup>1</sup>	11,8	7,8	27,8	6,3	20,1	1,1	0,3
	1965	9,1 <sup>1</sup>	11,2	6,2	26,5	6,1	20,4	1,2	- 1,2
Finnland . . . . .	1963	9,4	12,3	6,5	27,2	6,3	19,5	1,8	- 0,3
	1964	8,1	11,6	7,7	27,5	5,3	20,2	4,3	- 2,4
	1965	9,3	11,5	6,8	27,6	5,2	20,9	3,8	- 2,3
Frankreich . . . . .	1963	9,1	7,8	3,5	20,4	5,2	14,9	1,1	- 0,8
	1964	9,1	7,9	4,4	21,4	6,2	15,0	1,5	- 1,3
	1965	9,5	7,7	4,6	21,8	6,7	15,1	0,2	- 0,2
Italien . . . . .	1963	19,8		3,5	23,3	7,1	16,5	1,1	- 1,5
	1964	20,0		3,6	23,6	7,7	14,1	0,7	1,2
	1965	22,9		0,8	23,7	6,8	12,2	0,8	4,0
Niederlande . . . . .	1963	8,2	12,8	4,7	25,6	3,9	19,7	1,3	0,7
	1964	9,0	12,3	5,7	27,1	4,7	20,5	3,1	- 1,2
	1965	9,2	12,6	5,0	26,8	5,0	19,9	1,4	0,4
Norwegen . . . . .	1963	20,1		5,6	26,7	4,3	26,0	- 0,4	- 3,2
	1964	21,3		6,6	27,9	4,0	24,9	0,2	- 1,2
	1965	23,5		5,5	29,0	4,0	24,6	1,9	- 1,4
Schweden . . . . .	1963	6,0	7,7	9,4	23,1	5,7	17,8	- 0,2	- 0,2
	1964	6,8	7,9	10,0	24,7	6,0	17,6	1,2	- 0,1
	1965	5,4	18,9		24,3	5,9	18,2	1,7	- 1,5
Schweiz . . . . .	1963	5,3	11,7	9,8	26,7	7,1	21,5	1,4	- 3,4
	1964	6,4	11,5	9,6	27,6	7,6	21,9	1,5	- 3,4
	1965	6,7	21,5		28,2	7,6	20,8	1,0	- 1,2
Vereinigtes Königreich . . . . .	1963	5,4	10,2	1,6	17,0 <sup>2</sup>	3,1	13,0	0,6	0,3
	1964	5,6	10,8	2,6	18,1 <sup>2</sup>	3,7	14,0	1,7	- 1,2
	1965	5,2	10,4	3,6	18,4 <sup>2</sup>	3,7	14,1	1,0	- 0,4
Vereinigte Staaten	1963	7,0	8,2	3,2 <sup>3</sup>	18,3 <sup>2</sup>	4,7 <sup>3</sup>	12,1 <sup>3</sup>	1,0	0,5
	1964	7,6	8,5	2,6 <sup>3</sup>	18,7 <sup>2</sup>	4,5 <sup>3</sup>	12,5 <sup>3</sup>	0,8	0,9
	1965	7,0	8,9	3,2 <sup>3</sup>	19,1 <sup>2</sup>	4,2 <sup>3</sup>	13,1 <sup>3</sup>	1,2	0,6
Kanada . . . . .	1963	5,8	14,4	2,6	22,3 <sup>2</sup>	4,0	17,7	1,2	- 1,2
	1964	4,3	14,9	3,8	23,0 <sup>2</sup>	4,3	18,8	0,8	- 0,9
	1965	5,6	14,0	5,0	24,4 <sup>2</sup>	4,1	20,5	1,8	- 2,2
Japan . . . . .	1963	15,5	11,7	9,3	35,1 <sup>2</sup>	5,2	27,3	2,9	- 1,2
	1964	14,7	13,6	7,7	37,3 <sup>2</sup>	5,3	27,4	4,9	- 0,6
	1965 <sup>4</sup>	11,6	13,2	9,6	33,6 <sup>2</sup>	6,6	27,5	- 1,4	0,9

<sup>1</sup> Einschließlich der Abschreibungen in der Wohnungswirtschaft. <sup>2</sup> Einschließlich eines ungeklärten Restbetrages.  
<sup>3</sup> Einschließlich der Ersparnis bzw. der Ausgaben für zivile öffentliche Bauvorhaben. <sup>4</sup> Januar-September.

Bundesrepublik, in den Niederlanden und in Schweden, die finanzielle Anspannung durch den raschen Anstieg der Ausgaben der nichtzentralen öffentlichen Haushalte verstärkt.

Die Gründe für diese ungünstigen Trends im öffentlichen Sektor sind vielschichtig. In den meisten Fällen sind die Ausgaben zur Bereitstellung öffentlicher Dienste wesentlich beschleunigt gestiegen, was bis zu einem gewissen Grade an Infrastrukturbedürfnissen lag, die durch das vorangegangene rasche Wachstum der privaten Verbrauchs- und Investitionsausgaben entstanden waren. Manchmal spielte die Anhebung der Löhne und Gehälter im öffentlichen Dienst eine Rolle, besonders in Italien (1962 und 1963), in den Niederlanden, in Dänemark und in Belgien. In einigen Staaten, namentlich in der Bundesrepublik und den Niederlanden, haben frühere Steuersenkungen zur jetzigen Lage beigetragen. Was aber auch immer der Grund für diese Entwicklung sein mag, so steht jedenfalls fest, daß Haushaltsbedürfnisse im größeren Zusammenhang der binnenwirtschaftlichen und außenwirtschaftlichen Erfordernisse gesehen werden müssen und daß die Haushaltsgestaltung ihren Anteil an der Aufgabe der konjunkturellen Mäßigung zu übernehmen hat. Eine Milderung monetärer Anspannungserscheinungen durch vermehrte Beschränkung im öffentlichen Sektor wäre nicht nur aus außenwirtschaftlichen Gründen, sondern auch im Hinblick auf das binnenwirtschaftliche Wachstum geraten. Mit anderen Worten: durch ihren Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Ersparnis würde eine Verbesserung der öffentlichen Haushalte in Verbindung mit einer leichteren Kreditpolitik Spielraum für eine anhaltend hohe Investitionsrate gewähren und zugleich die Sogwirkung auf Gelder aus dem Ausland vermindern. Nach den Voranschlägen für 1966 zu schließen, sind nun die meisten Länder offenbar doch auf den Weg einer maßvolleren Haushaltsgestaltung eingeschwenkt.

Währenddessen wurde die Investitionskurve im privaten Sektor einer Reihe kontinentaler Länder im vergangenen Jahr tatsächlich flacher, und die Nachhaltigkeit der monetären Restriktion scheint hier ihren Einfluß gehabt zu haben. Ganz besonders galt das für die Bundesrepublik, in der die Kreditverknappung mit einer Verringerung der Selbstfinanzierungskraft der Unternehmen zusammenfiel. Auch in den Niederlanden, in der Schweiz und zu einem früheren Zeitpunkt in Belgien war die Kreditrestriktion mitbestimmend für die Abkühlung des Investitionsklimas. Dagegen ebnete in Frankreich und neuerdings auch in Schweden die maßvolle Haushaltspolitik den Weg für die kontinuierliche Ausweitung der industriellen Investitionen, die jetzt in Gang gekommen zu sein scheint.

Auch wenn die Zinstendenz diesseits und jenseits des Atlantiks gleichermaßen aufwärtsgerichtet war, handelte es sich hier doch nicht um eine einfache „Escalation“. Die Straffung der Kreditpolitik in den Vereinigten Staaten und auch im Vereinigten Königreich war sowohl in binnenwirtschaftlicher wie auch in internationaler Sicht eindeutig wünschenswert. Der Zinsauftrieb auf dem Kontinent wirkte zwar den außenwirtschaftlichen Effekten der außerkontinentalen Zinsentwicklung entgegen, doch unbeabsichtigterweise. Er sollte nicht Auslands-gelder anziehen, sondern dem inflatorischen Druck im Inland Einhalt gebieten. Zu einem wechselseitigen Hochschaukeln der Zinssätze kam es höchstens insofern, als die höheren Sätze des Auslands den kontinentalen Ländern vermehrten Spielraum für eine binnenwirtschaftliche Orientierung der Währungspolitik ließen.

### **Die selektive Lenkung des Kapitalverkehrs**

Die Währungskonvertibilität bedingt, daß die inländischen Nachfrage-, Kosten- und Kreditverhältnisse mit den Erfordernissen der Zahlungsbilanz übereinstimmen müssen. Für die Währungspolitik, mit der relativ besser die Struktur der Finanzierungsströme als der Gesamtumfang der Ausgaben beeinflußt werden kann, bedeutet dies normalerweise, daß sie vorwiegend auf das Ziel einer Beschränkung übermäßiger Zuflüsse oder Abflüsse von Kapital ausgerichtet werden muß. Aus dem gleichen Grunde veranlaßt die Konvertibilität die Länder, sich in dem Bemühen, binnenwirtschaftliche und außenwirtschaftliche Ziele gleichzeitig zu erreichen, vermehrt der Fiskalpolitik und der Einkommenspolitik zu bedienen. Dergestalt wirkt sie dahin, daß die verschiedenen wirtschaftspolitischen Instrumente an den jeweils wirkungsvollsten Stellen eingesetzt und so die Voraussetzungen einer dauerhaften Expansion verbessert werden.

In der Praxis standen jedoch der mit der Konvertibilität erforderlich gewordenen wirtschaftspolitischen Disziplin in den meisten Ländern Bedenken oder unüberwindliche Hindernisse im Wege. Statt dessen versuchten diese Länder, um die Währungspolitik stärker für binnenwirtschaftliche Ziele einsetzen zu können, auf verschiedene Weise den Zusammenhang zwischen den Kreditverhältnissen im Inland und dem Kapitalverkehr mit dem Ausland abzuschwächen. Das Ergebnis war eine — bisher weitgehend auf die selektive Regulierung des Kapitalverkehrs beschränkte — allmähliche Durchlöcherung der Konvertibilität.

Um eine gewisse Autonomie in der Kreditpolitik zu erreichen, haben die einzelnen Länder je nach ihren besonderen Problemen und institutionellen Gegebenheiten ganz unterschiedliche Techniken angewandt. Diese lassen sich im wesentlichen in zwei Kategorien einteilen: direkte Einwirkung auf die Zahlungsbilanz und Einwirkung auf das inländische Kreditpotential und auf das Zinsgefüge. Einige dieser Regelungen sind marktkonform und daher vielleicht weniger anfechtbar als die mengenmäßigen Beschränkungen; doch allen ist gemeinsam, daß sie die inländische Kreditlage in gewissem Umfang nach außen hin isolieren.

In den Vereinigten Staaten entstand das Problem der übermäßigen Kapitalbewegungen um das Jahr 1960; von damals bis zum Jahre 1964 flossen jährlich durchschnittlich 5,5 Milliarden Dollar an privatem Kapital (einschließlich der nichterfaßten Transaktionen) ins Ausland, gegenüber nur ungefähr 2 Milliarden Dollar jährlich in den Jahren 1955 bis 1959. Im großen und ganzen lagen diesen Bewegungen keineswegs spekulative Absichten, sondern allem Anschein nach normale Gewinnmotive zugrunde. Zwar wurde der Umfang dieser Transaktionen auch durch Sonderfaktoren wie die Rückkehr zur Konvertibilität in Europa im Jahre 1958 und die Errichtung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft im gleichen Jahre bestimmt, so daß es vielleicht schwierig gewesen wäre, ohne zeitweilige selektive Maßnahmen auszukommen. Jedoch war die relative Kreditfülle in den Vereinigten Staaten ein erleichternder, ja fördernder Faktor von beträchtlicher Bedeutung.

Zur Eindämmung dieses Abflusses wirkten die Behörden zunächst selektiv auf das Zinsgefüge ein, indem sie die kurzfristigen Effektivzinsen stützten und die

langfristigen Sätze verhältnismäßig niedrig hielten. Im Juli 1963 trat die Zinsausgleichsteuer in Kraft, deren Geltungsbereich später auch auf Bankkredite mit mehr als einjähriger Laufzeit ausgedehnt wurde. Im Rahmen des im Februar 1965 beschlossenen Programms zur freiwilligen Beschränkung der Auslandskredite wurde ein Plafond für Bankkredite an das Ausland eingeführt und an die Unternehmen die Aufforderung gerichtet, ihre individuelle Zahlungsbilanz im Jahre 1965 um 15 bis 20 Prozent zu verbessern. Im Dezember 1965 erging dann ebenfalls als Teil des freiwilligen Programms an die Unternehmen die Aufforderung, ihre durchschnittlichen Direktinvestitionen 1965 und 1966 im Rahmen von 135 Prozent des Durchschnittsbetrages der Jahre 1962 bis 1964 zu halten. Das bedingt für 1966 eine wesentliche Verringerung gegenüber dem Investitionsvolumen von 1965.

Im Vereinigten Königreich wurde der Kapitalverkehr von Deviseninländern vorwiegend mit devisenrechtlichen Bestimmungen reguliert, während die Kapitaltransaktionen des Auslands, die im allgemeinen nicht der Devisenkontrolle unterliegen, hauptsächlich durch monetäre Maßnahmen und Devisentermingeschäfte beeinflusst wurden. Die seit 1964 verzeichneten starken Abflüsse bedingten einen Eingriff an allen drei Fronten. Im Bereich der Devisenbewirtschaftung wurden — größtenteils im Rahmen des umfassenderen Restriktionsprogramms vom Juli 1965 — verschiedene Maßnahmen zur Einschränkung der Direkt- und der Wertpapierinvestitionen im Ausland (besonders außerhalb der Sterlingzone) und zur Einengung des Spielraums für die Zahlungsbedingungen ergriffen. Zudem sollte die neueingeführte Körperschaftssteuer unter anderem auch den Anreiz zu Investitionen im Ausland verringern. Im Bereich der Währungspolitik wurden die Zinssätze verhältnismäßig hoch gehalten. Außerdem intervenierten die Behörden massiv am Devisenterminmarkt.

Gleichzeitig war die Anwendung monetärer Maßnahmen für Zwecke der binnenwirtschaftlichen Restriktion problematisch, und zwar wegen der Umwandlung von Eurodeviseneinlagen in Pfund Sterling zur Ausleihung im Inland. Diese Schwierigkeit löste sich weitgehend als Nebenerfolg des Entschlusses, unmittelbar auf das Kreditvolumen statt auf die Zinssätze einzuwirken. Im einzelnen handelte es sich dabei um die Plafondierung der Bankkredite im Frühjahr 1965, um die schon früher beschlossene allmähliche Begrenzung der Verschuldung der nicht-zentralen öffentlichen Haushalte und um die Einschränkung des Teilzahlungskredits im Jahre 1965 und anfangs 1966.

Auf dem Kontinent sind selektive Regelungen des Kapitalverkehrs und damit der Bankenliquidität schon seit langem ein fester Bestandteil der Währungspolitik, was zum Teil mit der relativen Bedeutung des außenwirtschaftlichen Sektors zusammenhängt. In den letzten Jahren, in denen inflatorischer Druck im Inland oft mit außenwirtschaftlichen Überschüssen zusammenfiel, wurden diese Regelungen aber erweitert — hauptsächlich zu dem Zweck, den Kapitalabfluß zu fördern und den Zufluß einzudämmen.

Eine zentrale Rolle spielte die Einwirkung auf die Devisenpositionen der Banken, die durch die Konvertibilität und das Wachstum des Eurogeldmarktes inzwischen ziemlich umfangreich geworden sind. In einigen Fällen wurden für

diese Positionen bestimmte Grenzen festgelegt (so etwa in Italien, Frankreich, den Niederlanden, Norwegen, Schweden und Österreich). In anderen Fällen wurden die Nettoverbindlichkeiten der Banken einer besonderen Mindestreservepflicht (Bundesrepublik Deutschland) oder einer Sondereinlagepflicht (Schweiz) unterstellt. Gelegentlich wurde auch die Zunahme der Bruttoverbindlichkeiten sondereinlagepflichtig gemacht (Dänemark) oder mit einer Kürzung der Redis-kont-Kontingente bei der Zentralbank belegt (Bundesrepublik).

Auch durch Operationen an den Devisenmärkten wird der Kapitalverkehr und die Bankenliquidität beeinflusst. So erhielten in der Bundesrepublik die Banken zu bestimmten Zeiten günstige Swap-Fazilitäten angeboten, wobei die Konditionen je nach den Erfordernissen variiert wurden. In Italien haben die Behörden ebenfalls kostenlose Devisenswaps mit den Banken abgeschlossen oder bei ihnen Deviseneinlagen gebildet. Auch in der Schweiz haben die Behörden gelegentlich solche Swaps mit den Großbanken vereinbart. In den Niederlanden wurde der kurzfristige Kapitalverkehr mit Hilfe von Offenmarktoperationen in Fremdwährungen beeinflusst.

In einigen Fällen wird der Kapitalzufluß einfach durch Beschränkung der kurzfristigen Anlagemöglichkeiten für Auslandsgeld eingedämmt. Wo die Geldmärkte im wesentlichen Interbankmärkte sind, wie in Italien und Frankreich, oder wo Ausländer vom Erwerb kurzfristiger Staatspapiere im allgemeinen ausgeschlossen sind, wie in der Bundesrepublik und in Belgien, war der internationale Geldverkehr weitgehend auf Termineinlagengeschäfte über die Banken beschränkt. Um den Zufluß abzuwehren, haben einige Länder, darunter die Bundesrepublik, die Schweiz und Frankreich, in den letzten Jahren die Verzinsung ausländischer Termineinlagen untersagt.

Im Bereich der Devisenkontrolle bestehen in einer Reihe von Ländern Verbote oder Einschränkungen für aktive oder passive Auslandskreditgeschäfte von Deviseninländern sowie Regelungen für die Fristen im Zahlungsverkehr mit dem Ausland. In Italien, Frankreich, den Niederlanden und Schweden wird Deviseninländern wenig Möglichkeit zur Kreditaufnahme im Ausland gelassen. Um auch Kapitalbewegungen über den Umweg einer Verschiebung der Zahlungsbedingungen im Außenhandel zu beschränken, gelten in den meisten Ländern nach wie vor bestimmte Grenzen für die Fristen im Auslandszahlungsverkehr. Diese Bestimmungen sind schwer durchzusetzen; allerdings hat Italien während seiner Zahlungskrise von 1963/64 die Fristen für Zahlungen der Importeure mit gutem Erfolg stark verkürzt.

Beim langfristigen Kapitalverkehr mit dem Ausland sind Direkt- und Wertpapierinvestitionen jetzt in den meisten Ländern weitgehend frei. Hingegen regulieren praktisch alle diese Länder, mit Ausnahme der Bundesrepublik, den Zugang ausländischer Schuldner zum inländischen Kapitalmarkt. In der Schweiz und, während kurzer Zeit in den Jahren 1961 und 1962, auch in den Niederlanden wurden in beträchtlichem Umfang Auslandsanleihen zugelassen, aber doch nur insoweit, als von ihnen keine allzu große Auftriebswirkung auf die Zinssätze zu erwarten war. Die teilweise Sperrung kontinentaler Kapitalmärkte für das Ausland beruht weitgehend auf dem Wunsch, Ersparnisse für die heimische

Wirtschaft zu reservieren und sich ein gewisses Maß von Zinsautonomie zu bewahren. Ein weiteres Motiv war die geringe Größe einiger Volkswirtschaften im Verhältnis zur potentiellen ausländischen Kapitalnachfrage.

Die kontinentalen Länder haben den Kapitalverkehr mit dem Ausland nicht nur direkt beeinflußt, sondern auch Mittel zur quantitativen Lenkung von Kapitalnachfrage und Kapitalangebot aus dem Inland eingesetzt, mit dem Ziel, den Zinsanstieg und damit indirekt auch den Zustrom unerwünschten Kapitals zu begrenzen. So legten mehrere Länder eine höchstzulässige Zuwachsrate für das Volumen der Bankkredite fest. Das taten im Laufe der letzten Jahre die Niederlande, die Schweiz, Frankreich, Belgien, Norwegen, Dänemark (für Hypothekeninstitute) und Spanien. In Frankreich und Belgien wurde dieses Mittel im vergangenen Jahr suspendiert, aber in Belgien wurde es dann gegen Ende April 1966 wieder eingeführt. In Italien gibt es zwar keine Kreditkontingentierung, aber die Inanspruchnahme des Zentralbankkredits und die Gewährung von Bankkrediten, die einen gewissen Umfang überschreiten, werden nach Bedarf quantitativ reguliert. Ferner operierten in einigen Fällen Länder weiterhin oder erneut mit Baugenehmigungen, Teilzahlungsbeschränkungen und einer direkten Lenkung der inländischen Emissionstätigkeit.

Man kann also sagen, daß die Behörden diesseits und jenseits des Atlantiks sich mehr und mehr auf selektive Maßnahmen verlassen, die den Spielraum für unabhängige monetäre Maßnahmen erweitern. Ist diese Entwicklung aber als wesentliche und gefährliche Abkehr von der Konvertibilität zu werten? Oder sind solche Regelungen als unerläßliche Voraussetzung für die Stabilität eines einigermaßen freien und funktionsfähigen internationalen Zahlungssystems anzusehen? Jede dieser beiden Thesen enthält ein Element der Wahrheit. Sicherlich kann man durch den Einsatz selektiver Mittel in bestimmten Zeiten und unter gewissen Umständen Störungen anderer Art verhindern. Wenn außerdem die öffentliche Finanzpolitik nicht den Verhältnissen Rechnung trägt oder wenn die Einkommenspolitik keine Wirkung zeigt, kann es geschehen, daß den Behörden kaum etwas anderes übrig bleibt, als die Währungspolitik nach den binnenwirtschaftlichen Erfordernissen auszurichten und die Zahlungsbilanz durch selektive Lenkung des Kapitalverkehrs abzuschirmen. Und selbst bei idealem Zusammenwirken aller Elemente der internen Politik ist die Währungspolitik der Problematik des Kapitalverkehrs nicht gewachsen, wenn die Wirtschaftspolitik in anderen Ländern zu wünschen übrig läßt.

Der Nachteil solcher selektiven Regelungen liegt darin, daß sie leicht zu lange in Geltung belassen werden. Sobald sie einmal bestehen, schwächen sie den Zusammenhang zwischen der Zahlungsbilanzlage und der Notwendigkeit einer richtigen Abstimmung der einzelnen wirtschaftspolitischen Instrumente ab. Insofern die Währungspolitik verstärkt auf die Binnenwirtschaft abgestellt werden kann, verringert sich die Dringlichkeit finanz- und einkommenspolitischer Maßnahmen. Insbesondere im Falle der Defizitländer entspricht die ausgedehnte Heranziehung selektiver Regelungen einem unbegrenzten Zugang zu internationalen Reserven und Kreditfazilitäten. Die Gefahr ist also die, daß ein Land, statt sich um einen Ausgleich seiner verschiedenen wirtschaftspolitischen Zielsetzungen

zu bemühen, dazu neigt, die grundlegende außenwirtschaftliche Anpassung zu vernachlässigen. Das ist zwar nicht zwangsläufig so, aber die Gefahr ist durchaus gegeben.

### **Kapitalmärkte und internationale Anleiheemissionen**

Ein auffallendes Merkmal des vergangenen Jahres war der wachsende Umfang der internationalen Emissionen in Europa. Insgesamt werden diese Emissionen für das letzte Jahr auf 1,3 Milliarden Dollar geschätzt, verglichen mit etwas weniger als 1 Milliarde Dollar 1964. Von diesem Gesamtbetrag entfielen nur etwa 500 Millionen Dollar auf Emissionen an nationalen europäischen Kapitalmärkten, wie sich aus der Spalte „Ausländische Emissionen“ in der nebenstehenden Tabelle ergibt. Die auf Deutsche Mark lautenden und in der Bundesrepublik begebenen Anleihen hatten 1965 allerdings einen recht beträchtlichen Umfang — rund 340 Millionen Dollar —, nachdem sie im Jahr davor 220 Millionen Dollar betragen hatten. Die Anleihen am Schweizer Markt gingen abermals etwas zurück, und zwar auf rund 50 Millionen Dollar. In den Ländern des Gemeinsamen Marktes führte die Anleihetätigkeit der Institutionen der Gemeinschaft zu einem kleinen Zuwachs an internationalen Anleihen. Die in London platzierten Anleihen — es handelte sich ausschließlich um solche von Emittenten aus der Sterlingzone — sanken auf einen unbedeutenden Umfang.

Mit anderen Worten: der größte Teil des letztjährigen Anleihevolumens entfiel auf Emissionen, die hauptsächlich durch New York, London und Luxemburg zur internationalen Plazierung vorgenommen wurden. Das Gros dieser „Euro-Emissionen“ bestand aus Dollaranleihen, deren Volumen für das gesamte Jahr auf über 775 Millionen Dollar geschätzt wird, gegenüber rund 575 Millionen Dollar 1964 und nur etwa 75 Millionen Dollar 1963. Diese Zahlen beziehen sich auf öffentlich wie nichtöffentlich begebene Anleihen.

Ein weiterer bemerkenswerter Vorgang war 1965 der Wandel in der Zusammensetzung der in Europa tätig werdenden Emittenten. Japan, das 1964 einen hohen Betrag aufgenommen hatte, reduzierte seine europäischen Emissionen 1965 sehr kräftig. Die skandinavischen Länder, deren Anleihen 1964 ebenfalls einen großen Umfang aufgewiesen hatten, emittierten letztes Jahr im Ausland einen geringeren Betrag. Andererseits steigerten die internationalen Institutionen, einschließlich derjenigen des Gemeinsamen Marktes, ihre Anleihetätigkeit in Europa, desgleichen bestimmte Länder der Sterlingzone.

Das neue Element war jedoch, daß auch US-Firmen oder ihre Finanzierungsgesellschaften am europäischen Markt auftraten und Anleihen in ganz beträchtlichem Umfang aufzulegen begannen. Im gesamten Jahr haben diese Gesellschaften in Europa nach Schätzungen etwa 365 Millionen Dollar aufgenommen, von denen zwei Drittel Dollaranleihen waren. Solche „Offshore“-Anleihen waren eine Nebenwirkung vor allem des US-Zahlungsbilanzprogramms.

Gemäß dem freiwilligen Programm vom Februar 1965 sollten die US-Gesellschaften ihre individuelle Zahlungsbilanz gegenüber entwickelten Ländern im Laufe des Jahres möglichst um 15 bis 20 Prozent verbessern. Das konnte auf

Nettoinanspruchnahme des Kapitalmarktes

	Jahr	Öffentlicher Sektor		Privater Sektor <sup>1</sup>		Ausländische Emissionen	Insgesamt	Private und ausländische Emissionen	Neue Emissionen insgesamt
		Staat	Sonstige Stellen	Aktien	Obligationen				
		Milliarden Einheiten der Landeswährung							
Belgien . . . . .	1963	2,87	7,17	6,98	10,88	0,08	27,98	2,6	4,0
	1964	7,88	13,73	11,47	5,26	0,17	38,52	2,2	5,0
	1965	17,21	12,57	6,27	14,93	.	50,98	2,6	6,2
Dänemark . . . . .	1963	- 0,19	—	0,13	3,10	—	3,04	5,9	5,6
	1964	- 0,18	—	0,24	3,49	—	3,55	6,0	5,8
	1965	- 0,14	—	0,30	4,82	—	4,99	7,4	7,2
Deutschland (BR)	1963	1,80 <sup>2</sup>	1,46	1,32	8,80	0,11	13,49	2,7	3,6
	1964	1,51 <sup>2</sup>	1,76	2,24	10,24	0,89	16,64	3,2	4,0
	1965	1,15 <sup>2</sup>	1,96	3,96	9,36	1,36	17,79	3,3	4,0
Frankreich . . . . .	1963	2,09	0,40	4,17	4,67	0,06	11,39	2,3	2,9
	1964	0,55	0,47	5,01	5,14	0,15	11,32	2,5	2,6
	1965	0,00	0,68	5,02	6,34	0,12	12,16	2,5	2,6
Italien . . . . .	1963	- 200	129 <sup>3</sup>	398	1 144	14	1 485	5,2	4,9
	1964	70	159 <sup>3</sup>	555	1 221	—	2 005	5,4	6,1
	1965	161	501 <sup>3</sup>	376	1 295	14	2 347	4,8	6,6
Niederlande . . . . .	1963	0,61	0,40	0,07	- 0,02	- 0,12	0,94	—	1,8
	1964	0,20	0,29	0,21	0,14	- 0,05	0,78	0,5	1,3
	1965	- 0,03	0,59	0,11	0,71	0,04	1,41	1,2	2,0
Schweden . . . . .	1963	1,88	0,35	0,36	1,95	—	4,54	2,9	5,6
	1964	0,11	0,57	0,46	2,84	—	4,10	3,8	4,6
	1965	- 0,29	0,30	0,93	2,71	—	3,65	3,7	3,7
Schweiz <sup>4</sup> . . . . .	1963	- 0,33	0,26	1,53	2,19	0,53	4,19	8,5	8,3
	1964	- 0,16	0,66	1,54	2,11	0,25	4,40	7,0	7,9
	1965	- 0,21	0,75	1,54	1,81	0,21	4,10	5,9	6,8
Spanien . . . . .	1963	5,00	8,58	19,30	20,70	—	53,58	4,3	5,7
	1964	15,00	8,33	20,12	19,93	—	63,38	3,8	6,0
	1965	27,51	9,10	34,76	25,93	—	97,30	4,8	7,7
Vereinigtes Königreich . . . . .	1963	- 0,14 <sup>5</sup>	0,09	0,20	0,24	0,02	0,41	1,5	1,3
	1964	- 0,11 <sup>5</sup>	0,09	0,23	0,29	0,06	0,55	1,8	1,7
	1965	0,22 <sup>5</sup>	0,21	0,07	0,37	0,02	0,89	1,3	2,5
Vereinigte Staaten <sup>6</sup>	1963	2,51 <sup>7</sup>	6,00	1,00	5,50	1,10	16,11	1,3	2,7
	1964	0,82 <sup>7</sup>	5,40	3,00	6,60	0,93	16,75	1,7	2,7
	1965	- 4,70 <sup>7</sup>	6,20	2,30	8,80	1,24	13,84	1,8	2,0
Kanada . . . . .	1963	0,63	0,92	- 0,06	0,38	—	1,87	0,7	4,3
	1964	0,56	0,86	0,32	0,55	—	2,29	1,9	4,9
	1965	- 0,06	0,65	0,36	0,79	—	1,74	2,2	3,4
Japan . . . . .	1963	- 1	50	854	842 <sup>8</sup>	—	1 547	7,0	7,2
	1964	- 17	69	860	904 <sup>8</sup>	—	1 816	7,1	7,3
	1965	- 10	132	263	1 391 <sup>8</sup>	—	1 776	6,1	6,5

<sup>1</sup> Auch Emissionen halböffentlicher Kreditinstitute und verstaatlichter Unternehmen. <sup>2</sup> Veränderung des Umlaufs an Anleihen, Kassenobligationen und Prämien-Schatzanweisungen. <sup>3</sup> Einschließlich indirekter Kapitalaufnahme der Staatskasse. <sup>4</sup> Auch nichtöffentlich begebene Emissionen. <sup>5</sup> Veränderung der umlaufenden Staatsschuld (ohne Schatzwechsel). <sup>6</sup> Auf Grund von Angaben der volkswirtschaftlichen Finanzierungsrechnung des Federal Reserve System, ohne Hypothekarkredite. <sup>7</sup> Veränderung der umlaufenden Staatsschuld (nur Papiere mit mindestens einjähriger Verfallzeit). <sup>8</sup> Auch Obligationen öffentlicher Gesellschaften.

vielerlei Weise geschehen, so etwa durch ein positiveres Ergebnis im Außenhandel, einen Abbau der Direktinvestition, eine intensivere Gewinnrückführung und/oder eine vermehrte Kreditaufnahme im Ausland. Dergestalt sah sich ein Unternehmen bei ungenügender Verbesserung in seinem Außenhandel stark veranlaßt,

im Ausland Kredite aufzunehmen, und zwar selbst zu Sätzen, die erheblich über denjenigen des US-Marktes lagen. Im Programm für 1966 ist diese Veranlassung höchstens noch stärker. Im Rahmen des generellen Plafonds sollen die mit US-Geldern finanzierten Direktinvestitionen und die im Ausland belassenen nicht-ausgeschütteten Gewinne um rund 800 Millionen Dollar niedriger sein als ihr für 1965 geschätzter Betrag; jedoch gilt der Plafond nicht für Direktinvestitionen, die durch Kreditaufnahme außerhalb der Vereinigten Staaten finanziert werden. In der Tat lassen die Pläne der Unternehmen für 1966 eine kräftige Ausweitung ihrer Investitionen in Europa erwarten.

Ganz allgemein haben die US-Zahlungsbilanz-Richtlinien und die Zinsausgleichsteuer dem US-Zinsgefüge im Bereich des langfristigen Kapitalverkehrs einen diskriminatorischen Charakter gegeben. Die Sätze, die ausländische Schuldner (ausgenommen die von der Steuer befreiten) an US-Gläubiger zahlen, und die Sätze, die US-Gesellschaften an das Ausland zahlen, sind jetzt um mindestens 1 Prozent höher, als sie es sonst wären. Die ausländischen Nettoemissionen in den Vereinigten Staaten stellten sich 1965 übrigens auf rund 1,2 Milliarden Dollar, verglichen mit 0,9 Milliarden Dollar 1964 und fast 1,1 Milliarden Dollar 1963. Praktisch alle diese Emissionen waren von der Zinsausgleichsteuer befreit. Westeuropa, das in den beiden Jahren 1962 und 1963 zusammengenommen per Saldo Anleihen im Betrage von fast 425 Millionen Dollar am US-Markt begeben hatte, kaufte in den beiden nachfolgenden Jahren per Saldo Anleihen im Betrage von mehr als 200 Millionen Dollar zurück.

Inwieweit die ausländische Emissionstätigkeit der US-Unternehmen die Zahlungsbilanzlage der Vereinigten Staaten wirklich verbessert hat, ist schwer zu sagen. Ohne Zweifel war es für Ausländer (sowohl Kapitalsammelstellen wie sonstige Anleger) von Vorteil, ihren Bestand an langfristigen US-Papieren auf die verhältnismäßig gut rentierenden Dollaranleihen umzustellen, die US-Unternehmen in Europa plazierten. Möglicherweise — allerdings kann man in diesem Punkt nicht viel mehr als Vermutungen anstellen — stammte nicht weniger als ein Drittel des von diesen Gesellschaften in Europa aufgenommenen Kapitals aus dem Verkauf anderer Dollarpapiere oder von Kapitalgebern, die andernfalls am US-Markt gekauft hätten.

Über die Versorgungsquellen des Eurokapitalmarktes ist wenig bekannt. Bis zu einem gewissen Grade kommen die Mittel aus Gebieten wie dem Vorderen Orient und Lateinamerika, aber der größte Teil dürfte doch aus kontinental-europäischen Ländern stammen. Zunächst einmal können in den meisten dieser Staaten Inländer solche Papiere ohne große Schwierigkeiten erwerben, da sie jetzt bei Käufen von Auslandspapieren ziemlich freie Hand haben. Gebietsansässige des Vereinigten Königreichs sind allerdings wegen des hohen Aufgeldes am Londoner Markt für Investmentdevisen praktisch ausgeschlossen, und Käufe durch Gebietsansässige der Vereinigten Staaten sind der Zinsausgleichsteuer unterworfen. Zweitens sind angesichts der in den letzten Jahren herrschenden inflatorischen Verhältnisse in Europa Papiere, die auf US-Dollar oder andere starke Währungen lauten und deren Renditen kaum hinter denjenigen der heimischen Kapitalmärkte zurückbleiben, für einige Kapitalgeber im Sinne einer internationalen

Streuung interessant. Und schließlich dürfte auch der Umstand, daß es für diese Anleihen keine Quellenbesteuerung gibt, viel zur Anziehungskraft des Marktes beigetragen haben. Das alles hat den Euro-Anleihen, in Verbindung mit ihren hohen Renditen, mit zu ihrem Einführungserfolg verholfen.

Irrig ist die Meinung, der Eurokapitalmarkt werde weitgehend vom kurzfristigen Eurogeldmarkt her versorgt. Viel wahrscheinlicher ist, daß die Zeichner, bei denen es sich hauptsächlich um Gebietsansässige der kontinentalen Staaten handelt, einfach Landeswährung in die erforderlichen Devisen umtauschen und damit indirekt die zentralen Reserven beeinflussen, sofern sie sich die Mittel nicht durch Verkauf anderer Auslandspapiere beschaffen. Hingegen trifft es zu, daß bei den Emissionskonsortien gelegentlich Anleihebestände liegengeblieben sind, die sie zum zeitweiligen Rückgriff auf den Eurogeldmarkt zwangen.

Die Effektivverzinsung für Euro-Anleihen stieg 1965 und anfangs 1966 erheblich, was sowohl am großen Emissionsvolumen wie auch an der Entwicklung auf den nationalen Kapitalmärkten lag. Anfang 1966 warfen die Anleihen verschiedener US-Unternehmen 6,25 bis 6,50 Prozent ab. Zur Kennzeichnung des Trends sei erwähnt, daß die Rendite einer Dollaranleihe der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl, die sich anfangs 1965 auf etwa  $5\frac{1}{2}$  Prozent gestellt hatte, bis zum Ende des Jahres auf 6,1 Prozent und bis Mai 1966 auf  $6\frac{1}{2}$  Prozent gestiegen war.

In der Zeit von Januar bis April 1966 erreichten die bereits begebenen oder im Vorbereitungsstadium befindlichen Auslandsanleihen in Europa einen Umfang von über 650 Millionen Dollar (von denen rund 275 Millionen Dollar auf US-Gesellschaften entfielen). Da dies bereits das halbe Vorjahresvolumen war, überrascht es nicht, daß sich am Markt eine Übersättigungstendenz abzeichnete, so daß bestimmte Emissionen zurückgestellt wurden und andere teilweise bei den Emissionskonsortien liegenblieben. Aber mit der Weiterführung des US-Zahlungsbilanzprogramms dürfte die Emissionstätigkeit der US-Unternehmen in Europa auch künftighin ziemlich lebhaft sein. Allerdings könnten die höheren Kapitalaufnahmekosten und ein Nachlassen der Umtauschoperationen europäischer Anleger eine gewisse Verringerung des Emissionsvolumens bewirken. Im März wurden übrigens die kanadischen Finanzinstitute von der Regierung aufgefordert, keine Euro-Anleihen von US-Gesellschaften zu kaufen.

In allgemeinerer Sicht hat sich im Wertpapierverkehr die Nettokreditaufnahme der europäischen Länder gegenüber den Vereinigten Staaten seit der Einführung der US-Zinsausgleichsteuer im Juli 1963 in eine Nettokreditgewährung verwandelt. Außerdem hat die Kreditaufnahme in Europa sowohl seitens europäischer wie auch seitens dritter Länder zugenommen. Ceteris paribus war von einem kräftigen Umschwung dieser Art eine beträchtliche Auftriebseffekt auf die europäischen Zinssätze zu erwarten. Zum größten Teil war der Umschwung mehr finanztechnisch als real; es verlagerte sich einfach der Ort der Kapitalaufnahme von den Vereinigten Staaten nach Europa, ohne daß die Investitions- und Außenhandelsstruktur sehr betroffen worden wäre. Die europäischen Zinssätze sind zwar jetzt beträchtlich höher, aber die Steigerungen wären weitgehend ohnehin aus binnenwirtschaftlichen Gründen zustande gekommen.

Angesichts des hohen Standes der Gold- und Devisenreserven waren die nationalen Währungsbehörden im allgemeinen bei der Gestaltung ihrer binnenwirtschaftlichen Politik einigermaßen unabhängig vom Wandel im internationalen Kapitalverkehr.

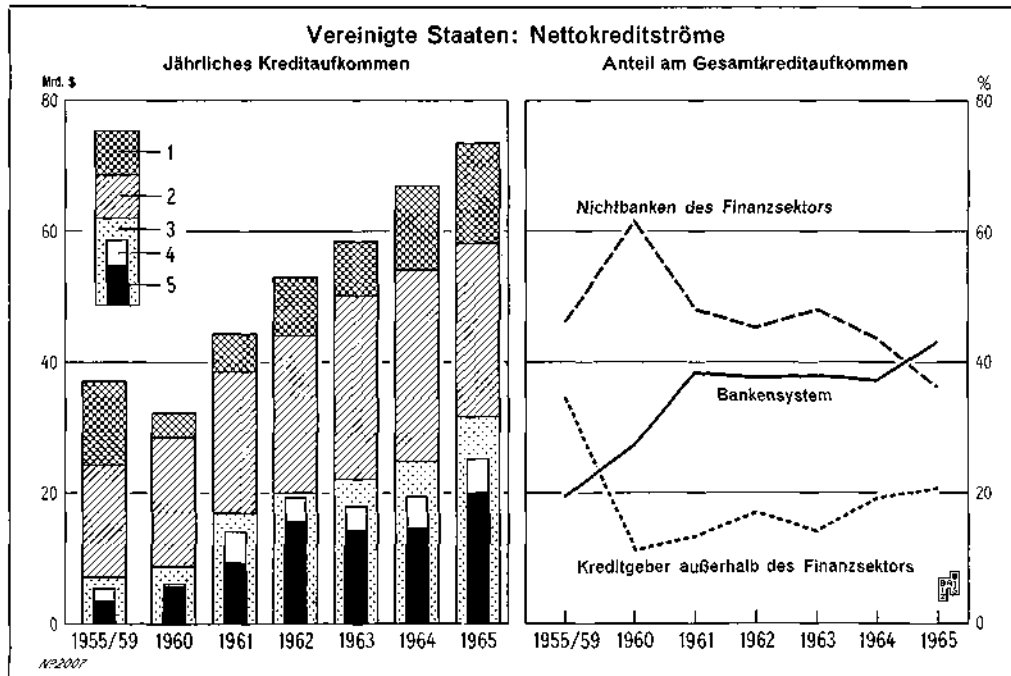
Nichtsdestoweniger wirft die Ausweitung der Euro-Emissionen einige grundlegende Fragen auf. Die Währungspolitik, die in den einzelnen Ländern in der letzten Zeit verfolgt wurde, hat in Kombination mit der selektiven Lenkung des Kapitalverkehrs zur Verringerung der Zahlungsbilanzungleichgewichte beigetragen. Nur geschah das auf eine Art, die erstens auf eine willkürliche zinsmäßige Trennung der Vereinigten Staaten von den europäischen Kapitalmärkten hinausläuft und zweitens eine Tendenz zur De-facto-Integrierung der europäischen Märkte auf eine von den europäischen Währungsbehörden selber nicht vorgesehene Weise bewirkt. Was Europa betrifft, so spricht tatsächlich viel für eine stärkere Integrierung der Kapitalmärkte. Dieses Ziel sollte aber aktiv durch eine Politik angestrebt werden, bei der das gesamte Sparaufkommen für die Verwendung sowohl im Inland wie im Ausland steigt, statt daß man passiv eine von außen kommende Entwicklung hinnimmt, bei der das vorhandene Angebot tendenziell lediglich umverteilt wird. Das setzt vor allem eine angemessenere Fiskalpolitik und Einkommenspolitik voraus. Was die Vereinigten Staaten betrifft, so ist die Währungspolitik jetzt viel besser als vor einem Jahr den Gegebenheiten der außenwirtschaftlichen Zahlungslage angepaßt, aber auch hier ist es geboten, unter anderem durch eine entsprechende Budgetgestaltung dafür zu sorgen, daß die Zahlungsbilanzlage nicht durch Übernachfrage verschlimmert wird.

### **Die Kreditentwicklung in den einzelnen Ländern**

*Vereinigte Staaten.* Die private Kreditnachfrage, die schon in den Jahren 1962 bis 1964 rasch zugenommen hatte, weitete sich im vergangenen Jahr noch bedeutend schneller aus. Das Volumen der Kredite aller Art an private Schuldner außerhalb des Finanzsektors (einschließlich der Einzelstaaten und der nicht-zentralen öffentlichen Haushalte, aber ohne das Ausland) expandierte um über 66 Milliarden Dollar und damit um rund 19 Prozent mehr als 1964. Die neuen Kredite an diese Sektoren entsprachen rund 39 Prozent der Bruttoinlandsinvestitionen zuzüglich der Käufe langlebiger Konsumgüter, wogegen diese Relation in den Jahren 1962 bis 1964 durchschnittlich etwas mehr als 35 Prozent und für die Jahre der davorliegenden Expansionsphase — 1955 bis 1957 — weniger als 31 Prozent betragen hatte. Den größten Zuwachs verzeichneten im vergangenen Jahr die Bank- und Konsumkredite, während die Aufnahme von Effekten- und Hypothekarkrediten nur wenig stieg.

Auf der anderen Seite wirkte sich die verringerte Kreditinanspruchnahme des Bundes und des Auslands im Jahr 1965 mäßigend auf das Gesamtwachstum des Kreditvolumens aus. Die Nettoverschuldung des Bundes sank, weitgehend dank seiner maßvollen Ausgabengestaltung in der ersten Jahreshälfte, von 6,7 Milliarden Dollar 1964 auf 3,1 Milliarden Dollar 1965. Im gleichen Zeitraum wurde die Kreditgewährung an das Ausland, größtenteils infolge des Programms zur freiwilligen Beschränkung solcher Kredite, von 4,6 auf 2,8 Milliarden Dollar

reduziert. Insgesamt wurden somit im vergangenen Jahr an den Kreditmärkten der Vereinigten Staaten 72 Milliarden Dollar bereitgestellt — 7½ Prozent mehr als 1964.



Das Kreditvolumen der Geschäftsbanken erhöhte sich 1965 um 27,8 Milliarden Dollar; das waren fast zwei Fünftel des gesamten Kreditmarktaufkommens. In den Jahren 1962 bis 1964 hatte dieser Anteil rund ein Drittel und in der Periode 1955 bis 1957 weniger als ein Sechstel betragen. Das zusätzliche Kreditvolumen entfiel im letzten Jahr auf drei Kategorien: gewöhnliche Kredite, Konsumkredite und Erwerb von Wertpapieren der Einzelstaaten und der nichtzentralen öffentlichen Haushalte; in diesen drei Kategorien zusammen stellte sich der Zuwachs auf 26,2 Milliarden Dollar, verglichen mit 16,3 Milliarden Dollar 1964. Um das Kreditvolumen in diesem Ausmaß bei zunehmender monetärer Anspannung ausdehnen zu können, sahen sich die Banken gezwungen, ihre Bestände an Bundespapieren um 3,7 Milliarden Dollar zu verringern. Die Termineinlagen der Geschäftsbanken erhöhten sich 1965 um 20,1 Milliarden Dollar — rund 16 Prozent —, während der Geldumlauf (Bargeld und Sichteinlagen) um 8,0 Milliarden Dollar und damit um 5 Prozent expandierte.

Der Anstieg des Anteils der Banken (einschließlich der Zentralbank) an der Nettokreditgewährung in den letzten Jahren ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Erstens war die Kreditpolitik ab etwa 1960 verhältnismäßig locker, und die Haushaltsdefizite des Bundes wurden größtenteils kurzfristig finanziert. Zweitens wurden die kurzfristigen Zinssätze im Hinblick vor allem auf die Zahlungsbilanz wesentlich im Verhältnis zu den langfristigen Sätzen erhöht, wodurch sich

die Chancen der Banken im Wettbewerb um die Kundeneinlagen verbesserten. Drittens haben sich die Banken seit etwa 1960 durch Ausgabe von Depositen-scheinen aktiv um liquide Gelder von Unternehmen bemüht.

Im Zuge einer vermehrten Kreditnachfrage insbesondere der Unternehmen wurde die Kreditausweitung ab Anfang 1965 rascher. Angesichts dessen sowie auch zur Unterstützung des Programms zur freiwilligen Beschränkung der Kredite an das Ausland gingen die Behörden zu einer weniger großzügigen Zentralbank-geldversorgung über. Die kurzfristigen Zinssätze stiegen, bereits unter dem Ein-fluß der Diskontsatzerhöhung von  $3\frac{1}{2}$  auf 4 Prozent im November 1964, bis zum März an, gingen dann aber im Frühjahr wieder etwas zurück. In der zweiten Hälfte des Jahres 1965 zogen die kurzfristigen Sätze bei intensiver werdender Ausgabentätigkeit der öffentlichen Hand und rasch zunehmenden Anlageinvesti-tionen wieder an, und nun erfaßte die Bewegung auch die langfristigen Sätze: Anfang Dezember — als sich die Auftriebseffekte auf die Sätze des Marktes beträchtlich verstärkt hatten — erhöhten die Zentralbankbehörden den Diskont-satz von 4 auf  $4\frac{1}{2}$  Prozent und die nach dem Regulativ Q höchstzulässigen Sätze von  $4\text{--}4\frac{1}{2}$  auf  $5\frac{1}{2}$  Prozent für alle Termineinlagen von mindestens dreißigtä-giger Laufzeit. Im Anschluß hieran setzten die Geschäftsbanken den Zins für Kredite an erstklassige Schuldner von  $4\frac{1}{2}$  auf 5 Prozent herauf; im März 1966 wurde dieser Satz dann noch einmal erhöht, und zwar auf  $5\frac{1}{2}$  Prozent.

Die Zentralbankbehörden erhöhten ihre Bestände an Staatspapieren im Jahre 1965 um 3,9 Milliarden Dollar, verglichen mit einem Anstieg um 3,3 Milliarden Dollar in den vorangegangenen zwölf Monaten. Man darf jedoch nicht ver-gessen, daß sich der letztjährige Goldverlust, zu dessen Ausgleich dieser Wert-papiererwerb unter anderem diente, auf 1665 Millionen Dollar stellte, wogegen er 1964 nur 125 Millionen Dollar betragen hatte. Wenn man das und die anderen Bestimmungsfaktoren der Bankenliquidität in Rechnung stellt, ergibt sich, daß die Behörden bei der Versorgung des Kreditapparates mit Zentralbankgeld auf eine zunehmende Verknappung hinarbeiteten. Infolgedessen schlug die Nettoposition der Mitgliedsbanken gegenüber dem Federal Reserve System um: aus dem im Dezember 1964 vorhandenen Bestand von fast 170 Millionen Dollar an freien Reserven war bis zum Frühjahr 1965 eine Schuld von annähernd 180 Millionen Dollar geworden. Im restlichen Jahr hatte die Nettoschuld, abgesehen von einer vorübergehend reichlicheren Zentralbankgeldversorgung um die Zeit der Dis-konterhöhung vom Dezember, einen durchschnittlichen Umfang von annähernd 150 Millionen Dollar, aber bis zum Frühjahr 1966 war sie auf 300–350 Millionen Dollar gestiegen.

Die Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes ließ 1965 nach. Die Netto-emissionen aller Sektoren gingen von 16,7 Milliarden Dollar 1964 auf 13,8 Mil-liarden Dollar zurück (vergleiche die Tabelle auf Seite 55). Dabei stieg aber das Nettovolumen der von Unternehmen des Nichtfinanzsektors neuaufgelegten An-leihen um 1,9 auf 5,9 Milliarden Dollar und dasjenige der Anleihen von Einzel-staaten und nichtzentralen öffentlichen Haushalten um 0,8 auf 6,2 Milliarden Dollar. Die Aktienemissionen der nicht zum Finanzsektor gehörenden Unter-nehmen waren ziemlich gering. Ein den Markt belastendes Element war 1965

der Verkauf von Bundespapieren (mit mindestens einjähriger Restlaufzeit) im Betrage von rund 3,6 Milliarden Dollar durch die Banken und anderen Finanzinstitute. Die Währungsbehörden kamen dem Markt, offensichtlich in der Absicht, diese Belastung zu mildern, insofern entgegen, als sie eine Abnahme der insgesamt im Markt befindlichen Bestände an Bundespapieren mit mehr als einjähriger Restlaufzeit um etwa 4,7 Milliarden Dollar zuließen.

Die monetäre Restriktion wirkte sich bei der gegebenen Stärke der Kreditnachfrage dahingehend aus, daß zwar nicht das vorherige Tempo der Kreditexpansion, aber doch ihre in der letzten Zeit eingetretene Beschleunigung gebremst wurde. In diesem Zusammenhang ist zu sagen, daß angesichts des raschen Anwachsens der öffentlichen Ausgaben und der privaten Anlageinvestitionen in Verbindung mit der verhältnismäßig hohen Liquidität des privaten Sektors die Möglichkeiten der Geldpolitik für sich genommen begrenzt sind. Allerdings sind die Banken, deren Kredite im Verhältnis zu den Einlagen jetzt einen ungewöhnlich großen Umfang erreicht haben, knapp an Liquidität. Im Hinblick auf die Zahlungsbilanz hatte die monetäre Restriktion in der Tat weitgehend den erwarteten Erfolg, zum Teil, weil die US-Banken in den letzten Monaten zunehmend den Eurogeldmarkt als Finanzierungsquelle herangezogen haben.

Unter den gegenwärtigen Verhältnissen ist es aber fraglich, ob die monetäre Restriktion einen wesentlichen Beitrag zur Verlangsamung des Wachstums der Anlageinvestitionen der Unternehmen leisten wird, obwohl sie den Wohnungsbau und die Investitionstätigkeit der Einzelstaaten und der nichtzentralen öffentlichen Haushalte beeinflussen könnte. In den Jahren 1962 bis 1964 bestritten

die Unternehmen ihre Investitionen letztlich mit ihrer eigenen Bruttoersparnis. Dennoch nahmen sie wegen der Kreditfülle in hohem Umfang fremde Mittel auf, womit sie offenbar Kredite an Kunden gewährten, liquide Guthaben bildeten und im Ausland investierten. 1965 steigerten die Unternehmen, als ihre Investitionen ihre Selbstfinanzierungsmöglichkeiten zu übersteigen begannen, ihre Kreditaufnahme sehr erheblich, zum Teil sogar über den unmittelbaren Bedarf hinaus. Nun, da der Kreditschuh zu drücken beginnt, ist es möglich, daß die Unternehmen mehr ihren Erwerb finanzieller Forderungen einschließlich ihrer Auslandsinvestitionen einschränken als ihre Investitionsvorhaben im Inland strecken, die ja

Vereinigte Staaten: Die Vermögensbildung der Unternehmen<sup>1</sup> und ihre Finanzierung

	Jahresdurchschnitte		1965
	1955-57	1962-64	
	Milliarden US-Dollar		
Bruttoersparnis . . . . .	29,6	45,2	55,5
Bruttoinvestition . . . . .	32,8	45,1	59,6
Finanzierungsüberschuß (+)	— 3,2	+ 0,1	— 4,1
<i>Entsprechende Veränderung der Forderungen und Verpflichtungen</i>			
Liquide Mittel . . . . .	0,3	2,0	1,2
Kredite an Verbraucher . . .	0,4	0,9	1,2
Nettokredite an Unter- nehmen . . . . .	2,4	4,4	5,6
Sonstige Forderungen (netto)* . . . . .	1,5	1,5	5,5
Wertpapier- und Hypothekerverpflichtungen	— 6,9	— 8,0	— 9,6
Kredite von Banken und Sonstigen . . . . .	— 3,3	— 4,5 <sup>3</sup>	— 12,6 <sup>3</sup>
Nichterfaßte Posten und Ermittlungsfehler . . . . .	2,4	3,8	4,6

<sup>1</sup> Außerhalb des Finanzsektors.

<sup>2</sup> Auch Investitionen im Ausland.

<sup>3</sup> Einschließlich der Erhöhung der Steuerschuld um durchschnittlich 0,8 Milliarden Dollar in jedem der Jahre 1962 bis 1964 und um 1,6 Milliarden Dollar 1965.

auf den gegebenen und für die Zukunft erwarteten Nachfrageverhältnissen beruhen. Somit wären in dem Maße, wie weiter restringiert wird, fiskalische Regelungen vielleicht nicht nur das passendste, sondern auch das wirksamste Mittel der Nachfragedämpfung.

In den ersten vier Monaten des Jahres 1966 waren die neuen Kredite und Wertpapieranlagen der wöchentlich berichtenden Federal-Reserve-Mitgliedsbanken um rund 700 Millionen Dollar niedriger als im entsprechenden Vorjahreszeitraum, aber immer noch um etwa 1,1 Milliarden Dollar höher als in den ersten vier Monaten des Jahres 1964. Im einzelnen erweiterten dabei die Banken das Volumen ihrer Kredite an die Wirtschaft fast im gleichen Tempo wie 1965, doch erwarben sie sehr viel weniger Hypothekarforderungen sowie Wertpapiere der Einzelstaaten und nichtzentralen öffentlichen Haushalte.

*Kanada.* Die binnenwirtschaftliche Entwicklung in Kanada unterschied sich im letzten Jahr in dreierlei Hinsicht von derjenigen in den Vereinigten Staaten: der Aufschwung der gewerblichen Anlageinvestitionen war ausgeprägter; die Ausgaben der nichtzentralen öffentlichen Haushalte erhöhten sich stark; und der Wohnungsbau blieb sehr rege, allerdings mit einer beginnenden leichten Abschwächungstendenz. Obgleich die Beschäftigung um 3,8 Prozent stieg und das reale Bruttosozialprodukt um 6,6 Prozent zunahm, überschritt die Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Ausgaben den Produktionsspielraum. Bereits im Frühjahr 1965 war die nominale Nachfrage überhöht, und damit ergab sich für das gesamte Jahr ein Preisauftrieb und eine beträchtliche Zunahme des Ertragsbilanzdefizits, die größtenteils durch zusätzliche langfristige Kredite des Auslands gedeckt wurde.

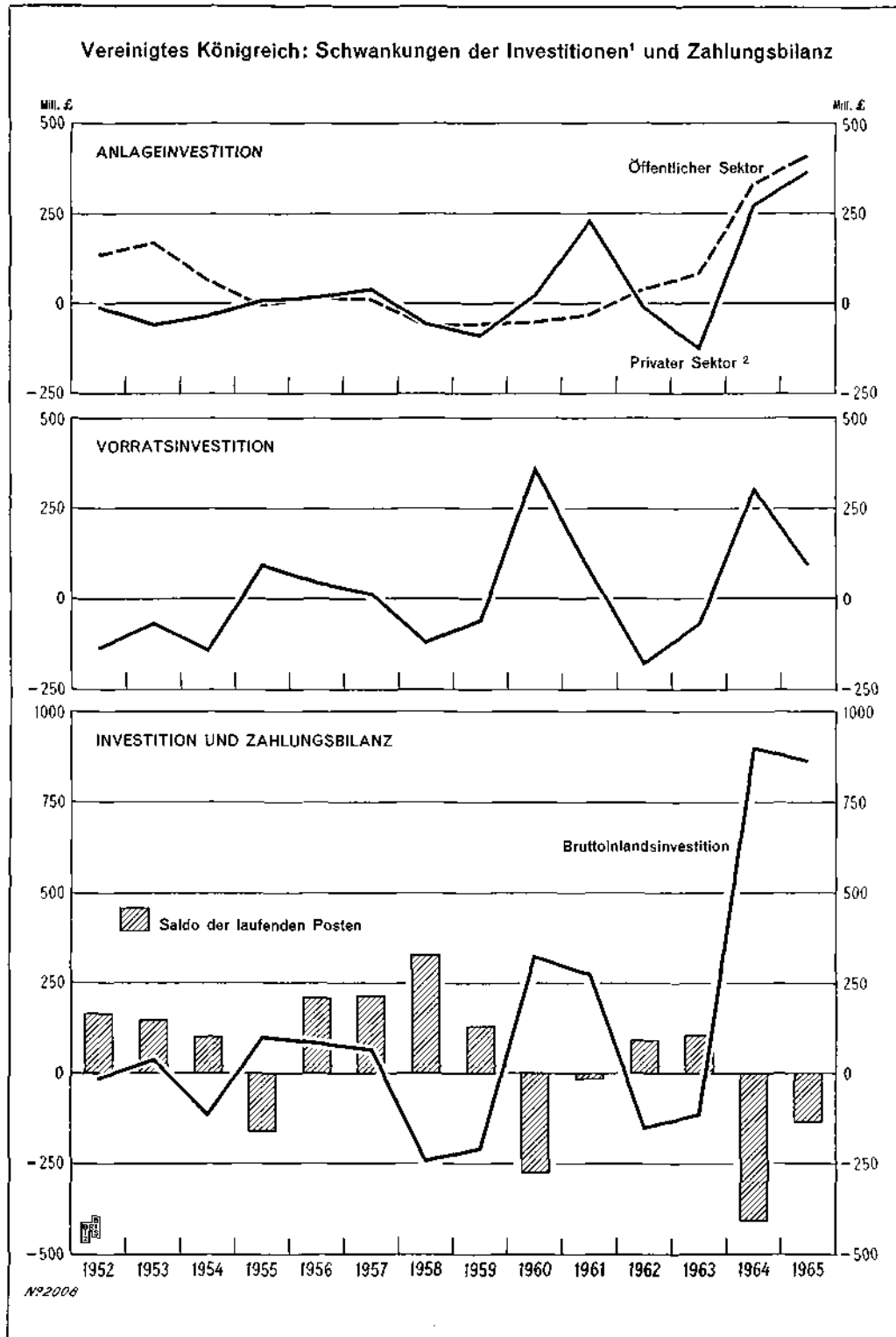
Das Gegenstück zu dieser Entwicklung war eine wachsende Überbelastung des Kreditmarktes, die entsprechend den geldpolitischen Absichten nur zum Teil durch Offenmarktoperationen gemildert wurde. Das Volumen der auf kanadische Dollar lautenden Kredite der eingetragenen Banken weitete sich wegen der verstärkten Verschuldung der Gemeinden und der Finanzgesellschaften 1965 beschleunigt aus, nämlich um 20 Prozent, verglichen mit 14 Prozent 1964. Andererseits vergrößerte sich aber auch die Bildung von Publikumsseinlagen bei den Banken, besonders von Termin- und Spareinlagen, von 7½ Prozent im Jahre 1964 auf 12 Prozent. Bis zu einem gewissen Grade beruhten diese Veränderungen sowohl im Passivgeschäft wie im Aktivgeschäft auf dem Zusammenbruch einer Finanzierungsgesellschaft im letzten Juni, durch den Gelder plötzlich zu den Banken umdisponiert wurden. Das kann man daraus ersehen, daß die verhältnismäßig liquiden Publikumsforderungen jeglicher Art, einschließlich der Einlagen bei Banken, 1965 nach Schätzungen lediglich um 9 Prozent und damit nur wenig mehr stiegen als 1964. Was die Bankenliquidität betrifft, so wurde ihre Verknappung 1965 einigermaßen durch eine Erhöhung der Nettoverbindlichkeiten der Banken gegenüber dem Ausland und eine Zunahme der öffentlichen Einlagen gemildert, so daß die Banken ihr Portefeuille an Staatspapieren fast unverändert halten konnten. Im gesamten Jahr sank aber das Verhältnis zwischen den „liquideren“ Forderungen der eingetragenen Banken und ihren gesamten Einlagen von 32 auf 30 Prozent, was sie als außergewöhnlich niedrig ansehen.

Der Bundeshaushalt, in dem sich nach der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung 1963 noch ein Defizit von 290 Millionen kanadischen Dollar, doch 1964 schon ein Überschuß von 330 Millionen ergeben hatte, verbesserte sich weiter und schloß 1965 mit einem Überschuß von 550 Millionen kanadischen Dollar. Dieser Überschuß, der trotz einer Ermäßigung der Einkommensteuer in der Jahresmitte erzielt wurde, schlug sich wie im Vorjahr in Krediten an die staatlichen Darlehensstellen nieder. Zusätzlich tilgte die Regierung aber einen kleinen Betrag ihrer längerfristigen Schuld, wodurch es für die Unternehmen leichter wurde, stärker auf den Kapitalmarkt zurückzugreifen. Außerdem schränkten die Provinzen und Gemeinden 1965 trotz kräftig steigenden Ausgaben ihre Emissionstätigkeit etwas ein und nahmen dafür mehr Kredit bei den Banken und durch den Absatz kurzfristiger Marktpapiere auf.

Vom Frühjahr 1965 an stiegen die langfristigen Zinssätze beträchtlich, und die Bank von Kanada hob ihren Diskontsatz im Dezember 1965 von  $4\frac{1}{4}$  auf  $4\frac{3}{4}$  Prozent und im März 1966 weiter auf  $5\frac{1}{4}$  Prozent an. Um die Jahreswende stand der Zinssatz für erststellige gewöhnliche Wohnungsbauhypotheken bei  $7\frac{1}{2}$  Prozent und damit auf seinem höchsten Niveau seit den zwanziger Jahren. Das Gefälle der langfristigen Zinssätze gegenüber den Vereinigten Staaten wurde bei rund 1 Prozent gehalten, blieb allerdings bald nach Beginn des Jahres 1965 eine Zeitlang darunter. Im kurzfristigen Kapitalverkehr fluktuierte die Zinsspanne unter Einrechnung der Kurssicherungskosten beträchtlich, doch kam es nicht zu umfassenden Geldbewegungen. Das allgemeine Ziel der Behörden war es, die Kapitaleinfuhr in dem Maße zu fördern, daß das Ertragsbilanzdefizit gedeckt wurde, aber kein übermäßiger Zuwachs bei den Reserven entstand.

Anfang 1966 war mit einer weiterhin übersteigerten Zunahme der Nominal-einkommen zu rechnen, und zwar unter dem Einfluß einer kräftigen Erhöhung der gewerblichen Anlageinvestitionen und der öffentlichen Ausgaben. Unter diesen Umständen wurden im März neue finanzpolitische Maßnahmen beschlossen. So soll im Juni die Einkommensteuer erhöht werden, wodurch die letztjährige Senkung für die mittleren und höheren Einkommensgruppen rückgängig gemacht wird. Um eine Zurückstellung von Investitionsvorhaben zu erreichen, wird die jetzige 11prozentige Verkaufssteuer auf Maschinen und Ausrüstungsgütern im April 1967 auf 6 Prozent gesenkt und 1968 ganz abgeschafft und die Möglichkeit zur Inanspruchnahme von Abschreibungsvergünstigungen bei bestimmten, in den kommenden zwölf Monaten erworbenen Anlagen für die Dauer von drei Jahren stark eingeschränkt. Ferner wird zur Erschwerung der Investitionsfinanzierung eine 5prozentige Steuer mit Rückvergütungsberechtigung auf die versteuerten Bruttogewinne der Unternehmen erhoben. Die — monatlichen — Zahlungen erstrecken sich auf achtzehn Monate ab Mai 1966, die Rückvergütungen samt Zinsen werden achtzehn bis sechsundreißig Monate später gezahlt. Alles in allem werden diese Maßnahmen jedoch gerade ausreichen, um den veranschlagten Anstieg der öffentlichen Ausgaben auszugleichen.

*Vereinigtes Königreich.* In wenig mehr als einem Jahrzehnt hat das Vereinigte Königreich drei außenwirtschaftliche Krisen mit einer bedeutenden Verschlechterung der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz erlebt. In jeder dieser drei



<sup>1</sup> Abweichungen vom Trend 1954–1963, der als Null-Linie erscheint. Das Trendwachstum in den Jahren 1954–1963 betrug: bei der Bruttoinlandsinvestition 6,7 Prozent; bei der öffentlichen Anlageinvestition 4,0 Prozent; bei der privaten Anlageinvestition 7,9 Prozent; bei der Vorratsinvestition 2,7 Prozent. <sup>2</sup> Auch öffentliche Unternehmen.

Krisen — 1955, 1960/61 und 1964/65 — erhöhte sich die nominale Bruttoinlandsinvestition recht kräftig: 1955 um 19 Prozent, 1960 um 21 Prozent und 1964 um 25 Prozent, wobei der Umschwung vom außenwirtschaftlichen Überschuß zum Defizit jedesmal größer wurde. Angesichts der relativen Stabilität der Sparquoten und der starken Außenhandelsabhängigkeit des Vereinigten Königreichs war es in der Tat fast unvermeidlich, daß sich eine derart starke Beschleunigung der Investitionen in einem Defizit der Zahlungsbilanz niederschlug. Wenn man andererseits den Trend betrachtet, so haben die Behörden im Laufe der Jahre eine gewisse Steigerung der Kapitalbildungsquote erreicht. In der Dekade von 1954 bis 1963 — beides Jahre mit einem bescheidenen außenwirtschaftlichen Überschuß — erhöhte sich die Bruttoinlandsinvestition von rund 16 ½ auf fast 19 Prozent des Bruttoinlandsprodukts zu Faktorkosten.

In einer wichtigen Beziehung stand die Entwicklung 1964/65 allerdings in ausgeprägtem Gegensatz zu derjenigen von 1960/61 und 1955. Während in den beiden letztgenannten Perioden der Anstieg der Anlageinvestitionen des privaten Sektors (einschließlich der verstaatlichten Industrien) partiell durch eine Abschwächung der Investitionen des öffentlichen Sektors ausgeglichen wurde, nahmen 1964 sowohl die privaten wie die öffentlichen Anlageinvestitionen gleichzeitig zu. Im Laufe des Jahres 1965 waren die Anlageinvestitionen im öffentlichen Bereich und im Wohnungsbau tendenziell nicht mehr so expansiv — zum Teil infolge von Restriktionsmaßnahmen — und im Verteiler- und Dienstleistungssektor rückläufig. Auch das Tempo der Vorratsinvestition war beträchtlich langsamer als 1964. Dagegen stiegen die Anlageinvestitionen der verarbeitenden Industrie und der öffentlichen Unternehmen weiter. Insgesamt stellte sich die Bruttoinlandsinvestition 1965 auf 21,8 Prozent des Bruttoinlandsprodukts zu Faktorkosten, womit sie nur wenig hinter der 1964 verzeichneten Nachkriegsspitze von 22,3 Prozent zurückblieb. Zusammen mit dem Lohnauftrieb im öffentlichen und im privaten Sektor trug das zur wirtschaftlichen Anspannung im vergangenen Jahr bei.

Diese Investitionsergebnisse stimmten mehr oder weniger mit der amtlichen Politik überein, die auf eine selektive Nachfragebeschränkung abzielte, um eine anhaltend hohe Wachstumsrate der Produktivinvestitionen zu ermöglichen. Diese Zielsetzungen kamen zum Teil im Budget vom April 1965 mit seinen den privaten Verbrauch dämpfenden Regelungen, aber eindeutig auch in der Gestaltung der Kreditrestriktion zum Ausdruck. Vom Frühjahr 1965 an wurde nach der raschen Kreditausweitung vom vorangegangenen Jahr der Gesamtzuwachs der Kredite an den privaten Sektor ziemlich nachhaltig begrenzt. Gegen Ende April berief die Bank von England Sondereinlagen ein, und zwar in Höhe von 1 Prozent im Falle der Londoner Clearing-Banken und von ½ Prozent im Falle der schottischen Banken. Kurz danach, in den ersten Maitagen, wurden die Clearing-Banken aufgefordert, den Zuwachs ihrer Kredite (in Pfund Sterling) in den zwölf Monaten bis März 1966 auf einen Jahreswert von höchstens 5 Prozent zu begrenzen. Gleichzeitig wurden aber die den Banken im Dezember 1964 gegebenen Empfehlungen über die Struktur der Kreditgewährung wiederholt; nach diesen Empfehlungen sollen die Banken vorzugsweise Kredite für den Export und produktive Investitionen in der verarbeitenden Industrie gewähren und die Kredite für

Erschließungsarbeiten, Teilzahlungskäufe und „berufliche und persönliche“ Zwecke einschränken. Ferner erging an die Clearing-Banken die Mahnung, den Zuwachs an Akzeptkrediten und den Ankauf von Handelswechseln zu begrenzen. Die Bank von England forderte auch die anderen Finanzinstitute auf, ein vergleichbares Maß an Disziplin zu wahren.

In den ersten Junitagen ermäßigte die Bank von England die Bankrate, die bis dahin auf ihrem Ausnahmestand von 7 Prozent belassen worden war, auf 6 Prozent. Aber gleichzeitig wurden die Mindestanzahlungen beim Kauf von Automobilen von 20 auf 25 Prozent und für die meisten anderen Güter von 10 auf 15 Prozent heraufgesetzt. Hieran schlossen sich bei erneut steigendem Druck auf das Pfund Ende Juli eine Reihe neuer Restriktionsmaßnahmen an. Unter anderem wurden nichtindustrielle Investitionsvorhaben der öffentlichen Hand und der verstaatlichten Industrien zurückgestellt, die passiven und aktiven Kreditgeschäfte der nichtzentralen öffentlichen Haushalte begrenzt, bestimmte nichtvordringliche Bauvorhaben genehmigungspflichtig gemacht, die Abzahlungsfristen im Teilzahlungsgeschäft verkürzt und die Devisenkontrollbestimmungen verschärft. Zur gleichen Zeit legte die Bank von England den Kreditinstituten eindringlich nahe, die nach wie vor wünschenswerte Bevorzugung produktiver Investitionen und des Exports mit einer Begrenzung der Importkreditgewährung zu verbinden, insbesondere der Kreditgewährung für den Bezug von Fertigwaren für den Inlandsverbrauch und zur Vorratsbildung.

Im gesamten Kalenderjahr erhöhten sich die Kredite des Bankensektors (samt Fremdwährungskrediten) an Gebietsansässige um 425 Millionen Pfund bzw. um  $6\frac{1}{2}$  Prozent, verglichen mit  $17\frac{1}{2}$  Prozent 1964. Ab Mai 1965, nach dem Inkrafttreten der Kontingentierung für Sterlingkredite, blieb das Aktivgeschäft der Banken durchaus innerhalb der vorgeschriebenen Grenzen. Nach der von der Britischen Bankiervereinigung erstellten Kreditanalyse für die zwölf Monate bis Februar 1966 stiegen die Kredite an die chemische Industrie, die Metallindustrie und den Maschinenbau um annähernd 22 Prozent, während diejenigen an sonstige Schuldner um nicht viel mehr als 1 Prozent zunahmen. Außerdem kam es zu einem ausgeprägten Rückgang der Kredite zur Finanzierung von Teilzahlungsgeschäften und für persönliche und berufliche Zwecke. Die Einlagen von Gebietsansässigen erhöhten sich im gesamten Bankensektor letztes Jahr um rund 775 Millionen Pfund bzw. um  $7\frac{1}{2}$  Prozent, verglichen mit  $5\frac{1}{2}$  Prozent 1964. Der Anstieg der Kredite an Gebietsfremde blieb 1965 um rund 100 Millionen Pfund hinter dem Zuwachs an Einlagen von Gebietsfremden (sowohl in Pfund Sterling wie in Fremdwährung) zurück.

Die beschleunigte Einlagenbildung trotz langsamerem Wachstum der Kredite an den privaten Sektor beruhte auf dem größeren Umfang des letztjährigen staatlichen Defizits und seiner Finanzierung, die hauptsächlich über das Bankensystem lief. Der staatliche Finanzbedarf stellte sich im Kalenderjahr 1965 auf 596 Millionen Pfund, verglichen mit 423 Millionen Pfund 1964, wobei aber die Steigerung der Kredite an die nichtzentralen öffentlichen Haushalte größer war als der zusätzliche Finanzbedarf. Zur Deckung des Finanzbedarfs von 1965 erhielt die Staatskasse durch den amtlichen Nettoverkauf von Devisen gegen Pfund Sterling sowie durch die Veränderung des Auslandsumlaufs an Staatsschuldtiteln

117 Millionen Pfund, gegenüber 637 Millionen Pfund 1964. Somit wurden im letzten Jahr von inländischen Quellen 479 Millionen Pfund herangezogen, wogegen sich der Staat 1964 bei den Banken und beim Publikum im Betrage von 214 Millionen Pfund entschuldet hatte. Die Verlagerung der staatlichen Geldbeschaffung von ausländischen auf inländische Kreditquellen wurde durch die Verknappung des Kredits an den privaten Sektor und die damit zusammenhängende Verbesserung der Zahlungsbilanz erleichtert.

Von den Banken erhielt die Staatskasse im letzten Jahr 308 Millionen Pfund — fast zwei Drittel ihres aus inländischen Quellen gedeckten Finanzbedarfs. Neben dem Mittelaufkommen aus dem Aufruf von Sondereinlagen im April war eine Erhöhung des Portefeuilles der Banken an Schatzwechseln um 85 Millionen Pfund und an Staatsanleihen um 73 Millionen Pfund zu verzeichnen. Was die vom Publikum bereitgestellten Mittel betrifft, so erhielt die Staatskasse durch die Ausweitung des Umlaufs an Noten und Münzen 195 Millionen Pfund Sterling, aber die verringerte Attraktivität der staatlichen Spareinrichtungen führte dazu, daß dieser Teil der Staatsschuld im letzten Jahr um 134 Millionen Pfund schrumpfte. Außerdem sank der Umlauf an Schatzwechseln im Publikum (hauptsächlich bei Unternehmen) um 37 Millionen Pfund, nachdem er schon im vorangegangenen Jahr um 70 Millionen Pfund zurückgegangen war. Dagegen erhöhte sich der Absatz von Staatsanleihen an das Publikum von nur 5 Millionen Pfund 1964 auf 147 Millionen Pfund, was zum Teil an einem Vertrauenszuwachs und an einer aktiveren Fundierungspolitik lag. Im einzelnen reduzierten dabei die privaten Haushalte als solche ihren Bestand sowohl an Staatsanleihen wie an Sparforderungen gegen den Staat zugunsten von Einlagen bei Bausparkassen und Forderungen gegen nichtzentrale öffentliche Haushalte. Die zunehmend unter Liquiditätsdruck geratenden Unternehmen verringerten ihre Bestände an Schatzwechseln und an Forderungen gegen nichtzentrale öffentliche Haushalte. Gleichzeitig übernahmen aber die nicht zum Bankensektor gehörenden Finanzinstitute Papiere öffentlicher Stellen im Betrage von etwa 500 Millionen Pfund, gegenüber weniger als 300 Millionen Pfund 1964.

Der Markt der Staatsanleihen war infolge der Kapitalmarktstätigkeit anderer Sektoren im Verlauf des Jahres ziemlich angespannt. Die Nettoemissionen der nichtzentralen öffentlichen Haushalte stiegen von 90 Millionen Pfund im Vorjahr auf 212 Millionen Pfund. Die Emissionen von an der Börse notierten Unternehmen der Industrie und des Handels waren zwar mit 404 Millionen Pfund nicht größer als 1964, aber die Einführung der neuen Körperschaftssteuer bewirkte eine bedeutende Umschichtung von der Aktien- zur Anleihefinanzierung, da sie deren relative Billigkeit steigerte. Die Nettokapitalaufnahme der verarbeitenden Industrie erhöhte sich um ungefähr 14 Prozent, während diejenige der Immobiliengesellschaften und sonstiger Unternehmen um 20 Prozent zurückging. Außerdem verzeichneten noch die Emissionen der nicht zu den Banken zählenden Finanzinstitute einen kräftigen Rückgang von 108 Millionen Pfund 1964 auf 39 Millionen Pfund 1965.

Nicht zuletzt dank der bei aller Nachhaltigkeit selektiven Gestaltung der geldpolitischen Restriktion konnte das hohe Defizit der Staatskasse ohne

Beeinträchtigung des großen Umfangs der Anlageinvestitionen finanziert werden. Anfang Februar 1966 wurde die Kreditgewährung an den privaten Sektor weiter eingeschränkt; die Bank von England forderte die Clearing-Banken und die sonstigen Finanzinstitute auf, bis auf weiteres ihre Ausleihungen, Akzeptkredite und Bestände an Handelswechseln innerhalb der vorher für März 1966 festgelegten Grenzen zu halten. Die früheren Empfehlungen über die Zusammensetzung der Kreditgewährung blieben unverändert bestehen. Ebenfalls noch in der ersten Februarwoche wurde die Regelung des Teilzahlungskredits verschärft; die höchstzulässige Tilgungszeit beträgt seither für die meisten Güter 24 (für Automobile 27) Monate — statt vorher 30 — und die Mindestanzahlung 25 statt 15 Prozent.

Der britische „Stop-go“-Zyklus der letzten Jahre beruhte weitgehend auf einer auf kurze Sicht engen negativen Korrelation zwischen der Investitionsrate und dem Außenhandelsaldo. Im Hinblick auf das Wachstum und die längerfristige Konkurrenzfähigkeit gegenüber dem Ausland ist der Wunsch verständlich, aus diesem Zyklus unter Beibehaltung einer hohen Investitionsquote auszubrechen. Jedoch sollte eine diesbezügliche Politik unbedingt auch nachhaltige Maßnahmen zur Steigerung der Rate der gesamtwirtschaftlichen Bruttoersparnis umfassen. Das erforderte unter anderem eine Erhöhung des eigenen Beitrags des öffentlichen Sektors zur Ersparnis und eine wirksame Einkommenspolitik.

Das Budget vom Mai wird trotz seinen begrenzten Möglichkeiten diesen Erfordernissen im großen und ganzen gerecht. Mit der selektiven Beschäftigungssteuer, die den Dienstleistungssektor und die Bauwirtschaft zugunsten der verarbeitenden Industrie benachteiligt, sollen verschiedene Ziele erreicht werden. Insoweit sie eine Abwanderung von Arbeitskräften zur Industrie bewirkt, soll sie die Produktivität steigern, den Lohndruck mildern und die Zahlungsbilanz verbessern. Insoweit sie für die im Dienstleistungsgewerbe und in der Bauwirtschaft verbleibenden Arbeitskräfte zu zahlen ist und dadurch die Preise und Gewinne in diesen Sektoren beeinflusst, erschwert sie den Verbrauch und weniger vordringliche Investitionen und steigert zugleich die Ersparnisbildung im öffentlichen Haushalt. Nach dem Inkrafttreten der Steuer im September wird die vorgesehene Rückvergütung — rückvergütungsberechtigt sind Betriebe des Dienstleistungsgewerbes und des Bausektors überhaupt nicht, dagegen die Transportwirtschaft, die Landwirtschaft und die öffentlichen Verwaltungen in vollem Umfang und Industrieunternehmen unter Hinzurechnung einer Prämie — erst Anfang 1967 anlaufen und dann nach einer Unterbrechung weitergehen. Unter diesen Bedingungen kommt die Steuer einer einmaligen Zwangsanleihe mit besonders starker Wirkung in den Anfangsmonaten gleich. In Verbindung mit der Begrenzung der Bankkreditexpansion bedeutet dies, daß sich ceteris paribus die Liquidität im Laufe des Jahres beträchtlich verknappen wird.

Durch die neue Steuer und sonstige Änderungen soll der veranschlagte Überschuß der Staatskasse, ohne Berücksichtigung der Kreditgewährung, von 689 Millionen Pfund im Haushaltsjahr 1965/66 auf 1 047 Millionen Pfund 1966/67 steigen. Für die staatliche Kreditgewährung, vor allem an nichtzentrale öffentliche Haushalte und an die verstaatlichte Wirtschaft, ist eine Erhöhung von 1 265 auf

1 334 Millionen Pfund veranschlagt. Somit würde der Kreditbedarf der Staatskasse von 576 auf 287 Millionen Pfund sinken. Die Finanzierung dürfte außerdem insofern erleichtert werden, als vor kurzem die Formen, in denen dem Staat Ersparnisse direkt zufließen, attraktiver gestaltet wurden. Somit wird es vermutlich nicht übermäßig schwer sein, den Finanzbedarf der Staatskasse mit Geldern inländischer Nichtbanken zu decken, vorausgesetzt daß die Zinssätze weiterhin verhältnismäßig hoch bleiben, was aus außenwirtschaftlichen und binnenwirtschaftlichen Gründen gerechtfertigt wäre.

*Bundesrepublik Deutschland.* In den ersten Monaten des Jahres 1965 nahmen die Bruttoinlandsinvestitionen, die seit zwei Jahren in einer kräftigen Expansion begriffen waren, weiter zu. Da gleichzeitig die Lohnerhöhungen den Produktivitätszuwachs übertrafen und daher die Gewinnspannen wiederum schrumpften, vergrößerte sich abermals der Kreditbedarf der Unternehmen. Die Entwicklung der öffentlichen Haushalte bot nicht nur keinen Ausgleich zur Intensität der privaten Investitionen, sondern wurde selber verstärkt inflationär. Außerdem führte ein kräftiger Anstieg der verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte trotz erhöhter Sparquote zu einer ungewöhnlichen Ausweitung des Verbrauchs. Insgesamt trugen diese Vorgänge zu einem wachsenden Defizit in der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz bei, so daß die seit dem Sommer 1964 restriktive Währungspolitik eine immer drückender werdende Restriktionslast zu übernehmen hatte. Ihre ersten Ergebnisse zeitigte diese Politik im Frühjahr 1965, als die Expansion der Investitionen und des Kreditvolumens langsamer wurde.

Im gesamten Jahr stiegen die Inlandskredite der Kreditinstitute (einschließlich ihres Wertpapiererwerbs) um 32,6 Milliarden Deutsche Mark bzw. um 13 Prozent und damit ungefähr ebenso rasch wie 1964. Die Kredite an den privaten Sektor erhöhten sich etwas stärker als diejenigen an öffentliche Stellen, deren Anteil an der gesamten Ausweitung des Kreditvolumens von rund 26 Prozent 1964 auf 22 Prozent 1965 zurückging. Innerhalb der gesamten Kreditgewährung erweiterten sich die Wertpapierbestände der Banken — die im Verhältnis zu ihren eigentlichen Kreditgeschäften klein, aber für den Kapitalmarkt bedeutend sind — um nur etwa 9 Prozent, verglichen mit 16 Prozent 1964. Dagegen war der Zuwachs bei den eigentlichen Krediten etwas größer als 1964, was vor allem auf die beschleunigte Ausweitung der kurzfristigen und der mittelfristigen Kredite an den privaten Sektor zurückzuführen ist. Die öffentlichen Stellen nahmen wiederum hohe mittelfristige und langfristige Kredite auf, deren Volumen sich in den drei Jahren bis Ende 1965 um über 16 Milliarden Deutsche Mark erhöhte, verglichen mit nur 7 Milliarden in der vorangegangenen Dreijahresperiode.

Das anhaltend rege letztjährige Aktivgeschäft der Kreditinstitute wurde zum Teil durch eine rasche Einlagenbildung erleichtert. Der ausgeprägte Anstieg der Spareinlagen, der sich auf 17½ Prozent stellte (1964: 15½ Prozent), hing mit der verstärkten Sparneigung der privaten Haushalte und mit der Zurückhaltung der Sparer gegenüber dem Kapitalmarkt zusammen. Das Geldvolumen weitete sich um 7,5 Prozent aus, bei einem Wachstum des nominalen Brutto-sozialprodukts um 8,4 Prozent.

Der große Umfang des Aktivgeschäfts der Kreditinstitute im Jahre 1965 wurde auch durch einen erheblichen Rückgriff auf ihre Liquiditätsreserven ermöglicht. Das Zahlungsbilanzdefizit bedingte für die Banken allerdings nur einen Liquiditätsverlust von 1,3 Milliarden Deutschen Mark, was gemessen am Grundbilanzdefizit von 5,5 Milliarden Deutschen Mark nicht viel war und zum Teil daran lag, daß die Kreditknappheit das Inland zur Aufnahme kurzfristiger Kredite im Ausland veranlaßte. Außerdem erhielten die Kreditinstitute 1,1 Milliarden Deutsche Mark an Liquidität durch die Verringerung der Bundesbankguthaben der öffentlichen Haushalte. Die anderen Bestimmungsfaktoren, darunter die Erhöhung der Mindestreserveanforderungen und die Ausweitung des Bargeldumlaufs, bewirkten aber einen beträchtlichen Liquiditätsentzug, so daß die frei verfügbaren flüssigen Mittel der Banken per Saldo um 3,7 Milliarden Deutsche Mark zurückgingen. Die Kreditinstitute zogen zum Ausgleich dieses Verlustes weitgehend ihre inländischen Liquiditätsreserven heran, indem sie der Bundesbank Offenmarktpapiere im Betrage von 1,9 Milliarden Deutschen Mark zurückgaben und 1,6 Milliarden Deutsche Mark an Refinanzierungskrediten aufnahmen. Da die speziell geschaffenen Anreize zur Geldanlage im Ausland weiter bestanden, wurden nur 150 Millionen Deutsche Mark durch Repatriierung kurzfristiger Auslandsanlagen beschafft.

Bei dieser Sachlage ergriff die Bundesbank Maßnahmen, durch die sich die marktinduzierte Verknappung der Bankenliquidität verstärkte. Im Januar 1965 wurde der Diskontsatz von 3 auf  $3\frac{1}{2}$  Prozent und der Abgabesatz der Zentralbank für Geldmarktpapiere um  $\frac{1}{2}$ – $\frac{3}{4}$  Prozent erhöht. Im Mai wurden die Rediskontkontingente im Zuge einer generellen Neuberechnung um bis zu 25 Prozent gekürzt; diese Kürzungen sollten im Oktober wirksam werden. Im August hob die Bundesbank den Diskontsatz von  $3\frac{1}{2}$  auf 4 Prozent, die Abgabesätze für kurzfristige Geldmarktpapiere um  $\frac{3}{4}$  Prozent und diejenigen für längerfristige Papiere um  $\frac{5}{8}$  Prozent an. Da sich jedoch der Druck auf die Bankenliquidität von anderen Seiten her verstärkt hatte, wurde die für Oktober beschlossene Kürzung der Rediskontkontingente nur zur Hälfte vorgenommen und die zweite Hälfte auf später verschoben.

Durch die finanziellen Vorgänge im öffentlichen Sektor wurde 1965 die vom privaten Sektor ausgehende Mittelverknappung ernstlich verschlimmert. Da die laufenden Ausgaben der öffentlichen Haushalte wegen der erhöhten Personalaufwendungen und Sozialversicherungsleistungen beschleunigt zunahmen, während zugleich die Einnahmen infolge der früher beschlossenen Steuersenkung verlangsamt stiegen, ging der Überschuß in der laufenden Rechnung der Gesamtheit der öffentlichen Haushalte (nach der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung) zurück. Dazu kam, daß der öffentliche Sektor an Stelle des Finanzierungsüberschusses (Ersparnis abzüglich der eigenen Investitionen) von 5,6 Milliarden Deutschen Mark, den er 1964 erzielt hatte, 1965 ein Finanzierungsdefizit von 1,6 Milliarden Deutschen Mark verzeichnete. Das Kassendefizit der zentralen öffentlichen Haushalte stieg von 3,0 Milliarden Deutschen Mark 1964 auf 6,1 Milliarden 1965. Dieses Defizit wurde zum Teil durch Beanspruchung der Kassenreserven, aber in noch größerem Umfang durch vermehrte Kreditmarktverschuldung finanziert, unter anderem durch einen beträchtlich gesteigerten Absatz

kurzfristiger Geldmarktpapiere. Bemerkenswert war ferner das beschleunigte Wachstum der Kommunalschuld in den letzten zwei Jahren; 1965 erhöhte sie sich um 4,6 Milliarden Deutsche Mark, verglichen mit 3,5 Milliarden 1964 und 2,4 Milliarden 1963. Im Juli 1965 ergriff die Bundesregierung mehrere Sparmaßnahmen, und im Dezember beschloß der Bundestag eine Kürzung früher bewilligter Ausgaben um 3,2 Milliarden Deutsche Mark. Außerdem wurden die Eisenbahntarife und die Schaumwein- und Branntweinsteuer erhöht. Im August 1965 vereinbarten die verschiedenen öffentlichen Haushalte auf Initiative der Regierung periodische Kapitalmarktgespräche am „Runden Tisch“, um ihre Emissionspläne aufeinander abzustimmen.

Am stärksten wirkte sich die angespannte Finanzlage auf den Effektenmarkt aus, an dem die Renditen von öffentlichen Anleihen, nachdem sie 1964 um  $\frac{1}{2}$  Prozent gestiegen waren, im Laufe des Jahres 1965 um reichlich 1 Prozentpunkt anzogen. Der Kursrückgang am Rentenmarkt war stetig und setzte sich auch dann noch fort, als die Behörden ab Juli zeitweilig keine Genehmigungen mehr für neue Emissionen von Inhaberschuldverschreibungen erteilten. Insgesamt war der Nettoabsatz von Wertpapieren mit 17,8 Milliarden Deutschen Mark höher als im Vorjahr, in dem er 16,6 Milliarden Deutsche Mark betragen hatte (vergleiche Seite 55). Doch war dieser Zuwachs zum Teil auf das erweiterte Volumen der Auslandsemissionen zurückzuführen, von denen zwei Drittel, da sie nicht der Kuponsteuer unterliegen, von Ausländern übernommen wurden. Außerdem war der Markt der festverzinslichen Wertpapiere besonders schwach, was teils auf der verminderten Nachfrage der Kreditinstitute, teils auf dem Interesse des Publikums an Aktienemissionen der Unternehmen beruhte, die in größerem Umfang aufgelegt wurden. Infolgedessen ging der Nettoabsatz inländischer Rentenzertifikate im letzten Jahr um 1 Milliarde Deutsche Mark auf 12,5 Milliarden Deutsche Mark zurück.

In den letzten Monaten ist die Wirtschaft überbeansprucht geblieben. Während die private Investitionstätigkeit langsamer geworden ist, hat sich die Exportausweitung beschleunigt, die Baukonjunktur hält an, und die Kosten und die Preise nehmen immer noch zu. Außerdem war damit zu rechnen, daß die Ausgaben der öffentlichen Haushalte insgesamt 1966 um rund 8 Prozent zunehmen würden, obwohl im Bundeshaushalt gegenüber den Ergebnissen von 1965 eine Verbesserung erzielt werden soll. Anfangs 1966 setzte die Bundesbank, zusätzlich zur Anhebung der Abgabesätze für Geldmarktpapiere, mit Wirkung vom Mai die zu einem früheren Zeitpunkt aufgeschobene Kürzung der Rediskont-Kontingente in Kraft. Die Bundesregierung gab im Mai in Anbetracht der nach wie vor schweren Belastung der Rentenkursentwicklung durch den öffentlichen Finanzbedarf ihre Absicht bekannt, den Kapitalmarkt 1966 nicht mehr in Anspruch zu nehmen. Ferner kamen die Länder und Gemeinden überein, ihre Ausgaben im außerordentlichen Haushalt in diesem und im kommenden Jahr nach Möglichkeit zu kürzen und bis Ende Juni keine Anleihen mehr aufzulegen. Gegen Ende Mai schließlich wurde die Währungspolitik restriktiver gestaltet. Die Bundesbank erhöhte aus binnenwirtschaftlichen und außenwirtschaftlichen Gründen ihren Diskontsatz von 4 auf 5 Prozent sowie, zusammen mit anderen damit verbundenen Satzänderungen, auch den Lombardsatz von 5 auf  $6\frac{1}{4}$  Prozent.

Aktiva und Passiva des Bankensystems

	Jahr	Forderungen			Verbindlichkeiten		Brutto- sozial- produkt zu Markt- preisen	Geld und Quasi- geld <sup>1</sup> in Pro- zent des Brutto- sozial- produkts
		Netto- aus- lands- forde- rungen	Kredite an den öffent- lichen Sektor	Kredite an den privaten Sektor	Geld	Quasi- geld		
Jährliche Veränderung								
Milliarden Einheiten der Landeswährung								
Belgien . . . . .	1963	- 1,30	21,20	16,40	24,50	8,20	697,92	47,4
	1964	8,80	9,10	10,60	19,70	6,10	774,50	45,8
	1965	6,80	16,30	14,10	21,30	11,60	834,50	46,3
Dänemark . . . . .	1963	1,66	- 0,35	2,09	1,63	1,38	54,59	49,3
	1964	0,81	- 0,85	3,58	1,39	1,51	61,62	48,4
	1965	0,17	0,72	2,38	1,57	1,26	69,03	47,5
Deutschland (BR) . . .	1963	3,20	5,10	19,20	4,20	12,00	377,60	37,6
	1964	2,70	7,70	21,70	5,40	13,90	413,80	38,6
	1965	0,50	8,10	25,30	5,10	17,30	448,80	40,4
Finnland <sup>2</sup> . . . . .	1963	117	56	468	265	464	20 464	41,4
	1964	126	- 48	1 130	56	949	23 356	39,9
	1965	- 236	21	1 167	45	1 022	25 991	40,2
Frankreich . . . . .	1963	4,16	3,78	10,70	19,06	0,69	395,97	39,2
	1964	3,80	- 0,32	10,66	12,21	2,61	435,24	39,2
	1965	3,33	1,29	12,16	14,85	3,01	461,44	40,6
Italien . . . . .	1963	- 780	810	2 594	1 402	1 031	30 193	62,6
	1964	483	548	870	908	872	33 112	61,9
	1965	992	888	1 793	1 871	1 489	35 460	65,5
Niederlande . . . . .	1963	0,63	- 0,11	0,92	1,21	2,26	52,34	63,3
	1964	0,11	0,16	1,07	1,15	2,42	60,80	59,8
	1965	0,08	0,87	1,19	1,70	2,42	67,92	60,0
Norwegen . . . . .	1963	0,39	0,21	1,00	0,48	1,01	40,51	54,7
	1964	0,27	0,20	1,39	0,57	1,23	44,98	53,4
	1965	1,15	0,10	1,22	0,54	1,74	50,96	51,2
Österreich . . . . .	1963	4,51	3,42	5,27	3,52	7,00	201,86	49,5
	1964	2,51	2,38	11,38	3,08	10,42	221,39	50,9
	1965	- 1,66	2,15	15,03	4,19	10,72	238,90	53,4
Schweden . . . . .	1963	- 0,13	- 0,63	5,65	1,18	3,31	80,98	71,2
	1964	1,06	- 0,62	4,13	1,27	2,70	90,06	69,2
	1965	0,12	- 0,35	4,57	1,08	2,77	98,54	67,4
Schweiz . . . . .	1963	0,88 <sup>3</sup>	0,80	3,95	1,80	4,54	50,37	125,2
	1964	0,85 <sup>3</sup>	0,61	3,92	1,72	4,30	55,57	124,8
	1965	0,54 <sup>3</sup>	0,66	4,46	1,09	4,73	60,20	125,1
Spanien . . . . .	1963	5,10	12,00	76,80	41,90	53,60	938,60	63,6
	1964	21,00	28,10	90,00	60,30	78,00	1 062,90	67,4
	1965	- 5,80	34,90	125,50	62,30	82,40	1 260,00	67,9
Vereinigtes Königreich <sup>2</sup> .	1963	-	292	495	-	-	30 450	-
	1964	- 578 <sup>4</sup>	- 200	967	585 <sup>4</sup>	-	32 890	34,5
	1965	- 304 <sup>4</sup>	550	570	909 <sup>4</sup>	-	35 230	34,4
Vereinigte Staaten . . .	1963	- 0,50 <sup>4</sup>	5,90	16,80	5,80	13,40	589,20	42,7
	1964	- 0,10 <sup>4</sup>	6,40	17,80	6,80	13,20	628,70	43,0
	1965	- 1,20 <sup>4</sup>	6,90	26,30	6,70	19,30	676,30	43,4
Kanada . . . . .	1963	0,15	0,24	0,49	0,52	0,51	43,42	36,2
	1964	0,35	- 0,26	1,02	0,71	0,50	47,40	35,4
	1965	0,16	0,04	1,67	1,20	0,78	51,99	36,0
Japan . . . . .	1963	39	241	4 871	2 078	2 884	21 421	103,7
	1964	- 274	727	3 791	1 177	2 772	24 968	105,0
	1965	154	745	2 774	1 043	1 888	27 140	107,9

<sup>1</sup> Jahresdurchschnitte. <sup>2</sup> Alle Beträge in Millionen Einheiten der Landeswährung. <sup>3</sup> Nur Nationalbank.  
<sup>4</sup> Forderungen des Devisenausgleichsfonds, IWF-Nettoposition und Nettoforderungen der Depositenbanken. <sup>5</sup> Auch kurzfristig kündbare Einlagen. <sup>6</sup> Zentrale Forderungen und IWF-Nettoposition.  
 Quelle: IWF, International Financial Statistics.

*Schweiz.* Die Konjunktur wurde 1965 und in den ersten Monaten des Jahres 1966 weitgehend durch die Stabilisierungsmaßnahmen vom Frühjahr 1964 bestimmt. Diese Maßnahmen waren im wesentlichen quantitative Regelungen zur Beeinflussung des Angebots an und der Nachfrage nach Mitteln bei gleichzeitiger Milderung des Zinsauftriebs. In knapper Aufzählung handelte es sich dabei um verstärkte Abwehr von Auslandskapital, Verlängerung der Plafondierung der Bankkreditexpansion, Emissionskontrolle, Verzögerung des Beginns von Bauvorhaben und Abbau der Zahl ausländischer Arbeitskräfte. In ihrer Gesamtheit beeinflussten diese Maßnahmen die private Nachfrage stark; insbesondere die industrielle Investitionstätigkeit und der Wohnungsbau weiteten sich nur noch verlangsamt aus, und das Ertragsbilanzdefizit ging zurück. Aber die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ist unter der Wirkung lebhafter Exporte und wachsender öffentlicher Ausgaben nach wie vor stark.

Das gesamte Kreditvolumen der 62 monatlich berichtenden Banken stieg im vergangenen Jahr um 4,5 Milliarden Schweizer Franken und damit wie schon im Vorjahr um fast 9 Prozent. Der Zuwachs überschritt nicht die vorgeschriebenen Grenzen, die für gewöhnliche Kredite an den privaten Sektor beibehalten, hingegen für Hypothekaranlagen sowie für Vorschüsse an öffentlich-rechtliche Körperschaften etwas erweitert wurden. In der Tat weist die Kreditgewährung an den öffentlichen Sektor im vergangenen Jahr die größte Veränderung der Zuwachsraten auf, nämlich eine Veränderung von 14 Prozent 1964 auf 19 Prozent (510 Millionen Schweizer Franken). Die längerfristig bei den Banken angelegten Mittel stiegen um über 4,7 Milliarden Schweizer Franken bzw. um fast 11 Prozent — wie 1964. Dabei wurden Kassensobligationen und Kassenscheine wegen der seit Ende 1964 verbesserten Verzinsung in gesteigertem Umfang erworben, so daß die Banken in der Lage waren, weniger Obligationen auszugeben. Andererseits expandierte die Geldmenge (Bargeld und Sichteinlagen) infolge der höheren Zinssätze und des außenwirtschaftlichen Defizits nur um 4 Prozent, verglichen mit über 6 Prozent 1964 und jahresdurchschnittlich 11 Prozent in den Jahren 1961 bis 1963.

Infolge des Kapitalzuflusses, der zum Teil mit Sterlingverkäufen zusammenhing, waren die Banken am Anfang des Jahres 1965 reichlich mit flüssigen Mitteln versorgt. Den größten Teil dieser Mittel schöpfte die Nationalbank ab, indem sie im Januar kursgesicherte Devisen im Betrage von rund 500 Millionen Schweizer Franken zeitweilig an die Banken abtrat. In den anschließenden Monaten nahm die Bankenliquidität im Zusammenhang mit einem Rückgang der amtlichen Devisenreserven ab. Im Juni milderte sich die Anspannung sowohl bei der Bankenliquidität wie auch am Kapitalmarkt in gewissem Grade, als der Bundesrat beschloß, den Betrag einer bevorstehenden Konversionsanleihe zu kürzen und dadurch dem Markt rund 100 Millionen Schweizer Franken zurückzuzahlen. Im Juli machte die Nationalbank dann den größten Teil ihrer Abschöpfungsoperationen vom Januar rückgängig, wodurch die Banken rund 445 Millionen Schweizer Franken in Landeswährung erhielten. Um diese Zeit bewirkten außerdem erneute Kapitalzuflüsse, die zum Teil wiederum mit der Sterlingposition zusammenhingen, eine Verbesserung der Bankenliquidität. Zur Dämpfung dieses Anstiegs verkaufte die BIZ auf Ersuchen der schweizerischen Behörden eigene

Wechsel im Betrage von 100 Millionen Schweizer Franken an die Banken. In den darauffolgenden Monaten wurde die Bankenliquidität durch den Devisenbedarf vermindert, obgleich der öffentliche Finanzbedarf in der entgegengesetzten Richtung wirkte. Der Bund griff zur Deckung seiner steigenden Kassenausgaben und Tilgungszahlungen im vergangenen Jahr auf seine Zentralbankguthaben und Auslandsanlagen zurück. Per Saldo wurde der Liquiditätsspielraum der Banken 1965 enger, und diese Entwicklung hielt auch 1966 an, wie sich aus der Zunahme des Diskontogeschäfts der Nationalbank ergibt.

Die Kapitalmarktentwicklung wurde 1965 stark durch die Emissionskontrolle auf der Basis vierteljährlicher Plafonds bestimmt. Das Volumen der Inlandsanleihen blieb um rund 10 Prozent unter dem Ergebnis von 1964 (vergleiche Seite 55), doch beruhte das weitgehend auf einem 30prozentigen Rückgang der Emissionen von Banken, der durch das raschere Wachstum der den Banken längerfristig überlassenen Mittel erleichtert wurde. Dagegen stiegen die Anleiheemissionen der Industrie und der Kraftwerke um 13 Prozent und diejenigen der Kantone und Gemeinden um 14 Prozent. Die Auslandsanleihen am schweizerischen Markt, deren Volumen 1965 abermals reduziert wurde, erreichten bei weitem nicht den Umfang früherer Jahre. Das Volumen der Aktienemissionen war ungefähr ebenso groß wie in den beiden vorangegangenen Jahren, während die Aktienkurse ihre Abwärtsbewegung fortsetzten. Trotz der Emissionskontrolle wurden die Zinssätze im Frühjahr 1965 von einer Auftriebstendenz erfaßt; die Nominalverzinsung neubegebener Anleihen stieg um rund  $\frac{1}{4}$  Prozent. In etwa demselben Maße erhöhten sich im Laufe des Jahres die Hypothekarzinsen.

Obwohl jetzt die Konjunktur viel ruhiger ist, mußte die Stabilisierungspolitik der Regierung wegen der Nachfrageintensität und des Preisauftriebs im wesentlichen nach den gleichen Grundsätzen wie vorher weitergeführt werden. Während im März 1966 der zwei Jahre vorher ergangene Baubeschluß aufgehoben wurde, müssen die Arbeitgeber die Zahl der ausländischen Arbeitskräfte 1966 abermals um 5 Prozent reduzieren. Was den Kapitalverkehr mit dem Ausland betrifft, so ermächtigte die Nationalbank die Großbanken mit Wirkung vom April 1966, sich mit 10 bis 15 Prozent an internationalen Konsortien für „Euro-Anleihen“ zu beteiligen. Um die gleiche Zeit wurde Ausländern der Erwerb von Hypothekenspfandbriefen und in begrenztem Umfang von Anteilscheinen der Immobilienfonds gestattet. Obgleich die inflatorischen Anspannungserscheinungen im privaten Sektor besser unter Kontrolle gebracht worden sind, gaben die Vorgänge im öffentlichen Sektor zunehmend zu Besorgnis Anlaß. Der Bundeshaushalt, der jahrelang mit erheblichen Überschüssen abgeschlossen hatte, war 1965 ausgeglichen und soll 1966 defizitär werden. Da für die Ausgaben ein Anstieg um über 21 Prozent veranschlagt wird, während die Einnahmen um 15 Prozent zunehmen sollen, wird für das Defizit mit einem Betrag von 238 Millionen Schweizer Franken gerechnet, verglichen mit einem Überschuß von 420 Millionen Schweizer Franken 1964. Die Ausgaben der Kantone und Gemeinden sind ebenfalls rasch gestiegen, und fast alle Kantone und eine größere Zahl von Gemeinden rechnen für 1966 mit einer stark defizitären Haushaltsentwicklung.

*Frankreich.* Bei stark aktiver Ertragsbilanz wurde die Konjunktur im Frühjahr 1965 wieder von einem Auftrieb erfaßt, der allmählich schwungvoller wurde. Zwar zeigten die Anlageinvestitionen der privaten Industrie keine rasche Belebung, aber die Exporte weiteten sich kräftig aus, und der Inlandsnachfrage kam die expansive Entwicklung des Wohnungsbaus sowie der öffentlichen Investitionen und gegen Ende des Jahres dann auch die Lagerauffüllung zugute. Das Stabilisierungsprogramm wurde zwecks Erleichterung des Übergangs zu erneutem Wachstum zwar in einigen Punkten modifiziert, im übrigen jedoch im Interesse seiner eigentlichen Zielsetzung beibehalten, die darin besteht, das lange Kapitel der Inflation in der französischen Wirtschaftsgeschichte endgültig abzuschließen. Das hieß im wesentlichen: Fortführung der Preiskontrolle, Einkommenspolitik im öffentlichen Sektor, Ausgleich des Staatshaushalts und monetäre Maßnahmen zur Beschränkung der Liquiditätsschöpfung.

Das Budget leistete einen wesentlichen Beitrag zur Nachfragebegrenzung und Erhöhung der gesamtwirtschaftlichen Ersparnisbildung. Nachdem das Haushaltsdefizit von 8,2 Milliarden französischen Franken 1963 auf nur 1,6 Milliarden Franken 1964 verringert worden war, konnte die Finanzrechnung seither mehr oder minder im Gleichgewicht gehalten werden. Zum Teil wurde das freilich dadurch erreicht, daß man bestimmte Ausgabenposten aus dem Budget herausnahm, aber dennoch geht die Verbesserung hauptsächlich auf die Drosselung des öffentlichen Verbrauchs zurück, dessen nominaler Umfang in den letzten beiden Jahren in Übereinstimmung mit der Ausweitung des Bruttosozialprodukts stieg. Der ordentliche Haushalt wies 1965 einen Überschuß von rund 4,3 Milliarden Franken auf; dem stand ein etwa gleich hohes Defizit im außerordentlichen Haushalt gegenüber, das vor allem auf Darlehen an den Fonds für wirtschaftliche und Soziale Entwicklung und für den sozialen Wohnungsbau beruhte.

Angesichts der gefestigten Haushaltslage und der mäßigen privaten Kreditnachfrage nahm die Bank von Frankreich im April 1965 ihren Diskontsatz von 4 auf  $3\frac{1}{2}$  Prozent zurück. Außerdem senkten die Behörden schon im Januar und dann wieder Ende April den sogenannten T-Satz für die Berechnung der Mindestzinskonditionen der Banken. Ferner wurde im Juni die 10prozentige Begrenzung der höchstzulässigen Zuwachsrates für Bankkredite aufgehoben; allerdings wurde den Banken nahegelegt, daß sie diesen Plafond nicht zu sehr überschreiten sollten. Im gesamten Jahr 1965 ging die Kreditgewährung der Banken an die Wirtschaft etwas über diese Grenze hinaus; sie stieg um 12,9 Milliarden Franken und damit um über 12 Prozent. Dabei erhöhten sich die mittelfristigen Kredite um 3,1 Milliarden Franken oder 17 Prozent.

Trotz dem größeren Zahlungsbilanzüberschuß wurde die Bankenliquidität im vergangenen Jahr knapper. Durch den Nettodevisenzustrom wuchs sie um rund 5,9 Milliarden Franken, doch stand dem ein Liquiditätsentzug von 4,6 Milliarden Franken durch die Ausweitung des Notenumlaufs gegenüber. Außerdem absorbierte die Staatskasse mit den Überschußmitteln, die ihr aus Postkonten, Korrespondentenkonten usw. zufließen, Liquidität im Betrage von 4,0 Milliarden Franken. Denn während sie 1964 mit solchen Geldern hauptsächlich Bankschulden zurückgezahlt hatte, verringerte sie 1965 ihre Zentralbankschuld und tilgte

Auslandsschulden. Per Saldo mußten die Banken daher, um sich die für ihr Aktivgeschäft benötigten Mittel zu verschaffen, ihre Rediskontierungen bei der Bank von Frankreich um 2,7 Milliarden Franken steigern, von denen 0,3 Milliarden Franken auf mittelfristige Papiere entfielen. Im Dezember 1965 wurde der innerhalb des „coefficient de trésorerie“ bestehende Schatzwechsel-Pflichtanlagesatz erneut gesenkt, und zwar von  $7\frac{1}{2}$  auf 5 Prozent, so daß die Banken vermehrt die Möglichkeit hatten, zur Erfüllung ihrer Anlageverpflichtungen mittelfristige Papiere heranzuziehen.

Infolge dieser Vorgänge expandierte die Geld- und Quasigeldmenge beim Bankensystem im letzten Jahr um 18,0 Milliarden Franken und damit um 10,1 Prozent, verglichen mit einem Zuwachs von 9 Prozent 1964 und von 13,7 Prozent 1963. Die sonstigen liquiden Ersparnisse (größtenteils Einlagen bei den Sparkassen) erhöhten sich in ähnlicher Weise, nämlich um 9,5 Milliarden Franken und damit um rund 10,8 Prozent. Der Anteil der gesamten liquiden Forderungen am Bruttosozialprodukt stieg von 57,1 Prozent 1964 auf 58,5 Prozent 1965. Diese Steigerung ist, auch wenn sie immer noch eine gewisse Liquiditätsvorliebe erkennen läßt, wesentlich geringer als in den Jahren von 1958 bis 1963, dem ersten Jahr des Stabilisierungsprogramms.

Die Nettoausgabe von Wertpapieren lag 1965 mit 12,2 Milliarden Franken nicht viel über dem Vorjahresergebnis von 11,3 Milliarden Franken. Doch scheint im vergangenen Jahr wiederum ein wachsender Ersparnisanteil dem Wohnungsbau unmittelbar zugeflossen zu sein, was das Aufkommen am Effektenmarkt entsprechend begrenzte. Zu bedenken ist ferner, daß der Staat, der 1964 eine öffentliche Anleihe von 1,5 Milliarden Franken begeben hatte, 1965 keine Mittel für sich selber in Anspruch nahm. Im Oktober emittierte er eine mit einem Zinssatz von  $5\frac{1}{2}$  Prozent ausgestattete Nationale Investitionsanleihe von 1 Milliarde Franken, doch war der Erlös speziell für Investitionsdarlehen an öffentliche und private Unternehmen bestimmt. Faktisch hat sich 1965 daher das Aufkommen zugunsten nichtstaatlicher Schuldner um rund 25 Prozent erhöht. Dabei blieben die langfristigen Zinssätze verhältnismäßig konstant, wenn man die Steuergutschrift mit ihrer die Effektivverträge steigernden Wirkung in Rechnung stellt.

Dagegen war der Geldmarkt zeitweise angespannt. Die Behörden bedienten sich aber weiterhin des „coefficient de trésorerie“ auch zur Geldmarktregulierung (er wurde von 36 Prozent, seinem Normalstand, vorübergehend in mehreren Etappen auf 32 Prozent im Dezember gesenkt und im Januar wieder auf 35 Prozent, seinen neuen Normalstand, angehoben) und erweiterten ihre Offenmarktgeschäfte. Dadurch konnte der Tagesgeldsatz bei  $4\frac{1}{2}$  Prozent gehalten werden, was zur Abwehr unerwünschter Mittelzuflüsse aus dem Ausland beitrug.

Die positiven Ergebnisse des Stabilisierungsprogramms ermöglichten auch eine abermalige Verbesserung der Finanzstruktur. Nach den im Staatshaushalt für 1966 vorgesehenen Grundsätzen wurde durch mehrere Regelungen ein besseres, nicht durch Unterschiede in der steuerlichen Behandlung verzerrtes Verhältnis zwischen den Renditen lang-, mittel- und kurzfristiger Ersparnisse angestrebt,

um die längerfristige Geldanlage zu fördern und die Banken beim Wettbewerb um Spargelder den anderen öffentlichen Instituten und der Staatskasse gleichzustellen. Eine wichtige Maßnahme insbesondere betraf die im Besitz von Inländern befindlichen Aktien, deren Rendite mit Wirkung vom 1. Januar 1966 durch eine Steuergutschrift erhöht wurde, die 50 Prozent des Dividendenertrages entspricht. Durch verschiedene Maßnahmen wurde auch der Wettbewerb zwischen den Banken und den anderen Finanzinstituten verstärkt. Seit Februar 1966 dürfen die Depositenbanken Einlagen mit zweijähriger oder noch längerer Laufzeit und umgekehrt die Investitionsbanken (*banques d'affaires*) Einlagen auf weniger als zwei Jahre entgegennehmen. Außerdem wurde der für die Mindestkonditionen der Banken maßgebliche T-Satz, nachdem er schon in den ersten Monaten des Jahres 1965 zweimal ermäßigt worden war, im März 1966 ganz abgeschafft. Die Finanzierung des Wohnungsbaus wurde durch eine großzügige Erweiterung der Darlehensgrenzen bei Ausleihungen des *Crédit Foncier* und durch die Einführung eines neuen Wohnungsbau-Sparsystems erleichtert. Zur besseren Finanzierung produktiver Investitionen wurde die Höchstlaufzeit zentralbankfähiger mittelfristiger Kredite von fünf Jahren auf sieben Jahre heraufgesetzt, sofern die Restlaufzeit nur noch höchstens drei Jahre beträgt.

Mit dem erneuten Konjunkturaufschwung ist es in den letzten Monaten wahrscheinlicher geworden, daß die Anlageinvestitionen in der privaten Industrie wieder rascher zunehmen werden. In diesem Zusammenhang führte die Regierung, zusätzlich zu den Maßnahmen zur Steigerung des Aufkommens an längerfristigen Krediten, im Februar 1966 eine Steuergutschrift ein, die einer Subvention von 10 Prozent für alle im Laufe des Jahres gekauften oder bestellten Investitionsgüter gleichkommt. Der zu erwartende größere — und durch die private Anlageinvestition noch verstärkte — Nachfragedruck läßt es geraten erscheinen, die Bemühungen um Stabilisierung der Kosten und Preise fortzusetzen.

*Italien.* Die italienische Konjunkturerholung, die im Frühjahr 1965 zunächst zögernd begonnen hatte, ging mit der Zeit auf einer solideren Grundlage weiter. Doch trotz der eindrucksvollen Exportsteigerung und der herrschenden Kreditfülle wurde der Aufschwung durch die Investitionsflaute sowohl in der Industrie wie im Wohnungsbau behindert. Die reale Bruttoinlandsinvestition, die 1964 um über 8 Prozent zurückgegangen war, sank 1965 abermals um  $7\frac{1}{2}$  Prozent. Ihr Anteil am Bruttosozialprodukt ging damit von 24,8 Prozent 1963 auf 19,8 Prozent 1965 zurück, was fast ausschließlich auf einer Verringerung im Bereich der produktiven Investitionen zum Unterschied von den Sozialinvestitionen beruhte. Die Erholung der Anlageinvestitionen, die beim Einsetzen des Abschwungs ungewöhnlich hoch gewesen waren, wurde durch das unausgeglichene Verhältnis zwischen Kosten und Preisen und durch Überkapazitäten beeinträchtigt — beides Faktoren, die jetzt allmählich verschwinden. Im letzten Jahr war der Lohnauftrieb wesentlich schwächer, obgleich er immer noch unter der Wirkung des automatischen Teuerungsausgleichs stand. Im außenwirtschaftlichen Bereich waren diese Vorgänge fast das ganze Jahr 1965 hindurch von einer erneuten Zunahme des Ertragsbilanzüberschusses begleitet, doch gegen Ende des Jahres kam diese Zunahme wegen der Steigerung der Einfuhr zum Stillstand.

Angesichts der Unterausnutzung der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis suchte die Regierung die Konjunktur durch eine Reihe haushaltspolitischer Maßnahmen zu beleben, von denen die meisten im März 1965 in Kraft traten. Unter anderem wurde beschlossen, die Durchführung öffentlicher Arbeiten und die Investitionstätigkeit der staatlich kontrollierten Unternehmen zu erweitern und zu beschleunigen. Ferner übernahm die Regierung 1965, wie schon im September 1964, abermals die Zahlung von Sozialversicherungsbeiträgen der Arbeitgeber, und zwar in Höhe von 277 Milliarden Lire für das gesamte Jahr. Zur Bereitstellung neuer Kreditmöglichkeiten für den Ankauf von Maschinen durch Kleinbetriebe wurde ein Fonds von 100 Milliarden Lire geschaffen, und der Wohnungsbau sollte durch Steuervergünstigungen, Zuschüsse für den sozialen Wohnungsbau und Zinssubventionen gefördert werden. Schließlich wurden die Altersrenten rückwirkend für die Zeit ab Anfang 1965 erhöht, nachdem 1964 bereits die Familienzulagen verbessert worden waren.

Infolge dieser Regelungen stieg die Nettoschuld der öffentlichen Verwaltung (zentrale und nichtzentrale öffentliche Haushalte und Sozialversicherung) 1965 um 1 165 Milliarden Lire, verglichen mit einem Zuwachs von nur 90 Milliarden 1964. Diese Zunahme der Verschuldung beruht vorwiegend darauf, daß die Einkommensübertragungen, hauptsächlich im Bereich der Sozialversicherung, um über 1 000 Milliarden Lire (24 Prozent) und die Vermögensübertragungen an Unternehmen um 200 Milliarden Lire (58 Prozent) stiegen. Die eigenen Investitionen der öffentlichen Stellen, die nur langsam auf die geplante Ausweitung reagierten, waren ungefähr ebenso groß wie 1964. Was die Finanzierung betrifft, so erhielt der Staat 1965 von der Bank von Italien und vom Devisenamt knapp 300 Milliarden Lire, bei denen es sich zum Teil um die in Staatspapieren angelegten Pflichtreserven der Banken handelte. Außerdem erhöhte die Regierung ihre direkte und indirekte Kreditaufnahme durch neue Emissionen, und zwar von 229 Milliarden Lire 1964 auf 662 Milliarden Lire 1965, von denen ein großer Teil bei den Kreditinstituten untergebracht wurde.

Mit dem Defizit der öffentlichen Haushalte und dem größeren Zahlungsbilanzüberschuß ging eine kräftige Ausweitung der Liquiditätsbildung einher. Die Geldmenge (Bargeld und Sichteinlagen) expandierte um 1 985 Milliarden Lire oder 16 Prozent und damit doppelt so rasch wie 1964. Auch das Quasigeldvolumen weitete sich um 1 890 Milliarden Lire bzw. 15 Prozent aus, verglichen mit einem Zuwachs von rund 10 Prozent im vorangegangenen Jahr. Die gesamte Liquiditätsmenge stieg damit von 70,5 Prozent des Bruttosozialprodukts 1964 auf 74,0 Prozent 1965.

Andererseits erhöhten sich die Inlandsausleihungen der Kreditinstitute wegen der Schwäche der privaten Kreditnachfrage nur um 935 Milliarden Lire bzw. um 7 Prozent, nach einem noch geringeren Zuwachs von 3 Prozent im Jahre 1964. Daher sank das Verhältnis zwischen ihren Krediten und Einlagen, das sich Ende 1963 auf 78,6 Prozent gestellt hatte, von 74,4 Prozent im Dezember 1964 auf 67,7 Prozent 1965. Mit ihren reichlichen Mitteln wandten sich die Banken hauptsächlich zwei anderen Geschäftsbereichen zu. Erstens erhöhten sie unter Mitwirkung der Zentralbank ihre Auslandsforderungen erheblich, was dazu beitrug,

daß ihre Nettoauslandsverbindlichkeiten im Laufe des Jahres von 508 auf 111 Milliarden Lire sanken. Zweitens erweiterten sie ihr Wertpapierportefeuille um 1 150 Milliarden Lire und damit mehr als doppelt so stark wie 1964. Bei diesen zusätzlichen Wertpapierbeständen, zu denen nicht die zur Erfüllung der Reserveverpflichtungen erworbenen Wertpapiere rechnen, handelte es sich weitgehend um Anleihen des Staates, der Sonderkreditinstitute und der öffentlichen Unternehmen. Per Saldo vermehrte sich die Liquidität der Banken unter Hinzurechnung ihres Kreditspielraums bei der Zentralbank im letzten Jahr um 68 auf 1 116 Milliarden Lire.

Die Nettoemissionen nahmen, nachdem sie von 1 485 Milliarden Lire 1963 auf 2 005 Milliarden Lire 1964 gestiegen waren, im letzten Jahr weiter zu, und zwar auf 2 345 Milliarden Lire. Die Zuwächse beruhten zum größten Teil auf der gesteigerten Kreditaufnahme des Staates, dessen Nettoemissionen sich 1965 auf 660 Milliarden Lire stellten — während er 1963 per Saldo noch getilgt hatte —, und der öffentlichen Unternehmen, deren Anleihen 1965 den doppelten Betrag von 1963 erreichten, nämlich 550 Milliarden Lire. Das Kapitalmarktaufkommen zugunsten der Sonderkreditinstitute wie auch der privaten Industrie war 1965 etwas kleiner als 1963. Auf der Seite der Kreditgeber erhöhte sich, im Zusammenhang mit der starken Liquiditätsvorliebe des Publikums, der Wertpapiererwerb des Bankensystems stärker als das gesamte Volumen an neuen Emissionen. Die meisten langfristigen Zinssätze sanken weiter; die Rendite der Industriefinanzierungen, die im Juni 1964 nicht weniger als 8,57 Prozent betragen hatte, ging von 7,63 Prozent im Dezember 1964 auf 6,88 Prozent im Dezember 1965 zurück.

Die gegen Ende 1965 festzustellende Belebung der privaten Kreditnachfrage scheint sich in den ersten Monaten des Jahres 1966 fortgesetzt zu haben. Der Zahlungsbilanzüberschuß blieb eine Quelle der Liquiditätsschöpfung. Andererseits steigerte der Staat, dessen Nettofinanzbedarf in den ersten Monaten des Jahres 1966 höher war als in der entsprechenden Vorjahreszeit, seine langfristige Verschuldung sogar über den Bedarf hinaus, so daß er Liquidität vom Markt abschöpfte. Die Rendite der Industrieobligationen sank aber, in Übereinstimmung mit der Notwendigkeit einer Förderung der Produktivinvestitionen, in der Zeit von Dezember bis März weiter von 6,88 auf 6,60 Prozent.

*Niederlande.* Die Geldeinkommen und die Ausgaben stiegen in der niederländischen Volkswirtschaft 1965 wiederum beträchtlich stärker als die Produktion. Hauptsächlich infolge einer kräftigen Ausweitung des privaten Verbrauchs, des Wohnungsbaus und der öffentlichen Ausgaben erhöhte sich das Bruttosozialprodukt nominal um rund 11 ½ Prozent und damit mehr als doppelt so stark wie real. In wechselseitigem Zusammenhang mit dieser Entwicklung wurden die Löhne und Gehälter im privaten Sektor um annähernd 11 Prozent und im öffentlichen Sektor um 15 Prozent angehoben. Nichtsdestoweniger verbesserte sich die Zahlungsbilanzlage, hauptsächlich wegen der Verlangsamung bei den industriellen Anlageinvestitionen und wegen des ausgeprägten Rückgangs der Vorratsbildung.

Die Entwicklung im öffentlichen Sektor wirkte in den letzten beiden Jahren stark expansiv. Das Finanzierungsdefizit aller öffentlichen Haushalte

zusammengenommen (Ersparnis minus eigene Investitionen) stieg auf Kassenbasis von 1 750 Millionen holländischen Gulden 1963 auf 3 080 Millionen Gulden 1965. Andererseits erhöhte sich der Finanzierungsüberschuß des privaten Sektors (einschließlich der Kapitalsammelstellen) nur von 2 730 auf 2 970 Millionen Gulden. Als Gegenvorgang dieser Veränderungen war die Ertragsbilanz, die 1963 mit einem beträchtlichen Überschuß abgeschlossen hatte, 1965 leicht defizitär.

Das Finanzierungsdefizit des Staates wuchs von 730 Millionen Gulden 1964 auf 1 040 Millionen Gulden 1965. Diese Verschlechterung beruhte zum Teil auf einer ab Mitte 1965 wirksamen Einkommensteuerermäßigung, hauptsächlich aber auf einer starken Zunahme der Ausgaben, besonders für Löhne und Gehälter und zur Subventionierung des Wohnungsbaus. Überdies ging die Regierung wegen der starken Kapitalnachfrage von anderer Seite von ihrem Prinzip der geldneutralen Finanzierung, das heißt von der Deckung ihres Defizits durch Kapitalmarktmittel, ab. Sie verringerte vielmehr etwas ihre langfristige Verschuldung, während sie zugleich erheblich mehr Mittel im Bankensystem, besonders bei der Zentralbank, aufnahm.

Das Finanzierungsdefizit der nichtzentralen öffentlichen Haushalte ging, nachdem es sich 1963 auf 1 440 Millionen Gulden und 1964 auf den sehr viel höheren Betrag von 2 230 Millionen Gulden gestellt hatte, 1965 auf 2 040 Millionen Gulden zurück. Zum Teil beruhte diese Verbesserung auf einer beträchtlichen Einnahmensteigerung, doch zur Hauptsache war sie auf eine Verringerung der Zuwachsrates bei der Anlageinvestition (ohne den Wohnungsbau) zurückzuführen, die im Vorjahr reichlich über 30 Prozent betragen hatte. Somit zeitigten die anhaltenden Bemühungen der Regierung, die Investitionsausgaben der nichtzentralen öffentlichen Haushalte einzudämmen — weitgehend durch Begrenzung ihrer Gesamtkreditaufnahme und dabei speziell auch ihrer kurzfristigen Schuld —, im letzten Jahr Ergebnisse. Da außerdem die Regierung den Kapitalmarkt etwas entlastete, konnten die nichtzentralen öffentlichen Haushalte genügend langfristigen Kredit erhalten, um ihr Finanzierungsdefizit zu decken und einen Teil ihrer kurzfristigen Schuld zu konsolidieren.

Das Volumen der kurzfristigen Bankkredite an den privaten Sektor expandierte 1965 um 670 Millionen Gulden und damit um ein geringes mehr als 9 Prozent, verglichen mit einem Zuwachs von 12 Prozent 1964. Diese Ausweitung entsprach ungefähr dem Plafond, der für 1965 auf 11 Prozent (Basis erstes Halbjahr 1963) festgesetzt worden war. Wiederum erhöhten aber die Banken im vergangenen Jahr stark ihre längerfristige Kreditgewährung, die nicht plafondierte war. Damit hat sich das Volumen ihrer mittelfristigen Kredite, das um 480 Millionen Gulden zunahm (1964: um 310 Millionen Gulden), im Zeitraum von zwei Jahren mehr als verdoppelt. Außerdem stiegen 1965 die Kapitalmarktanlagen der Banken um 570 Millionen Gulden bzw. um 15 Prozent, nachdem sie im Jahr davor um 18 Prozent zugenommen hatten. Diese Entwicklung veranlaßte die Zentralbank im Juni 1965, die Geschäftsbanken aufzufordern, künftig die Gewährung längerfristiger Kredite auf das Wachstum ihrer längerfristigen Verbindlichkeiten abzustimmen. Die Kreditaufnahme des privaten und des öffentlichen

Sektors zusammen ging mit einer Erhöhung der liquiden Inlandsforderungen (einschließlich der Bestände an kurzfristigen Staatspapieren) um 1 920 Millionen Gulden oder  $8\frac{1}{2}$  Prozent einher, womit die Zuwachsrate etwas geringer war als 1964 und erheblich niedriger als die Ausweitung des nominalen Bruttosozialprodukts. Innerhalb dieses Gesamtbetrags expandierte aber die Geldmenge um 11 Prozent, während die sekundäre Liquidität nur um 3 Prozent zunahm.

Das Netto-Kapitalmarktaufkommen, zu dem die Wertpapieremissionen, die privaten Darlehen und die Hypothekarkredite rechnen, stellte sich 1965 auf 7,2 Milliarden Gulden, was einem Zuwachs von 13 Prozent entsprach (1964: 19 Prozent). Wie in den beiden vorangegangenen Jahren entfielen auf die Kreditaufnahme des privaten Sektors ungefähr drei Fünftel des Gesamtaufkommens. Auf der Kapitalgeberseite wurden in wachsendem Umfang Mittel von den Unternehmen und den privaten Haushalten bereitgestellt, und zwar 1 230 Millionen Gulden 1965 und 900 Millionen Gulden 1964, verglichen mit durchschnittlich nur 215 Millionen Gulden in den Jahren 1959 bis 1963. Der Anstieg der langfristigen Zinssätze war somit ein maßgeblicher Faktor, der dem Markt Kapitalgeber zuführte. Die mittlere Rendite langfristiger Staatsschuldverschreibungen erhöhte sich in der Zeit von Herbst 1963 bis Ende 1965 um über  $1\frac{3}{4}$  Prozentpunkte.

Für 1966 bemühten sich die Behörden, die vom öffentlichen Sektor ausgehenden expansiven Wirkungen zu mildern. Die staatlichen Gesamtausgaben, die 1964 um 18 Prozent und 1965 um fast 13 Prozent gestiegen waren, sollen im laufenden Jahr um weitere 10 Prozent zunehmen. Jedoch wird bei den Einkünften — hauptsächlich wegen der Erhöhung indirekter Steuern — mit einem noch stärkeren Wachstum gerechnet, so daß für das Gesamtdefizit eine Verringerung um 400 auf 1 080 Millionen Gulden veranschlagt ist. Im Dezember 1965 trat außerdem an die Stelle des zur Regulierung der Investitionstätigkeit der nicht-zentralen öffentlichen Haushalte dienenden Verschuldungsplafonds ein System zentralisierter Finanzierung über die Bank für Niederländische Gemeinden und über ein anderes öffentliches Kreditinstitut. Trotz diesen Vorgängen weitete sich die Gesamtnachfrage in den ersten Monaten des Jahres 1966 bei verstärkter defizitärer Entwicklung der Zahlungsbilanz wiederum rasch aus, und im April hatte die Rendite langfristiger Staatsanleihen einen Stand von mehr als  $6\frac{1}{2}$  Prozent erreicht. Infolgedessen erhöhte die Nederlandsche Bank ihren Diskontsatz, den sie seit Juni 1964 nicht mehr geändert hatte, im Mai von  $4\frac{1}{2}$  auf 5 Prozent. Außerdem wurde die Ausweitung der kurzfristigen Bankkredite für die Zeit bis August stärker kontingentiert. Kurz danach beschloß die Regierung weitere Maßnahmen gegen die Inflation, darunter Einsparungen im Staatshaushalt, eine Begrenzung der Lohnerhöhungen auf  $7\frac{1}{2}$  Prozent und ein System, wonach Preiserhöhungen der vorherigen Billigung bedürfen.

*Belgien.* Die Ausweitung der Nachfrage hatte sich im Laufe des Jahres 1964 abzuschwächen begonnen, und ab Frühjahr 1965 war die Erzeugung nicht mehr expansiv. Die Anspannung am Arbeitsmarkt ließ nach, und der Auftrieb bei den Großhandelspreisen wurde mäßiger, aber die Verbraucherpreise sowie die Löhne und Gehälter mit ihrer engen Indexbindung stiegen ziemlich rasch

weiter. Angesichts der gedämpfteren Nachfrageentwicklung und der starken Aktivierung der Zahlungsbilanz hielten es die Behörden jedoch für ratsam, allmählich einige der 1963 und 1964 getroffenen Restriktionsmaßnahmen zu lockern.

Im monetären Bereich wurden im Januar 1965 die Rediskontierungsbedingungen für bestimmte Wirtschaftszweige, besonders für die Textilwirtschaft, günstiger gestaltet. Im April erhielten die Finanzinstitute die Ermächtigung, Kredite für Investitionszwecke sowie zum Ersatz von Dollarkrediten von US-Banken unabhängig von der bestehenden quantitativen Kreditbegrenzung zu gewähren. Im Juli wurde die 10prozentige Plafondierung der Kreditausweitung ganz suspendiert und der Kassenreservesatz von 1 Prozent beseitigt. Gleichzeitig betonte die Nationalbank aber, da sie die Konjunkturflaute als vorübergehend ansah, daß bei der Kreditgewährung weiterhin Zurückhaltung zu üben sei. Insbesondere empfahl sie den Banken, die Gewährung von Immobilien- und Konsumkrediten nicht zu steigern, die Ausweitung der nicht refinanzierbaren Kredite zu mäßigen und längerfristige Kreditgeschäfte nur mit angemessenen längerfristigen Mitteln zu finanzieren. Außerdem wurde der Diskontsatz der Nationalbank, der in den zwölf Monaten bis Juli 1964 von  $3\frac{1}{2}$  auf  $4\frac{3}{4}$  Prozent erhöht worden war, nicht ermäßigt.

Vom Staatshaushalt ging eine expansive Wirkung aus. Im Frühjahr 1965 wurde die öffentliche Investitionstätigkeit etwas intensiviert, während die Einnahmenentwicklung im gesamten Jahr nicht mehr so lebhaft war und die — ebenfalls indexgebundenen — Personalaufwendungen erheblich stiegen. Der Finanzbedarf der Staatskasse ohne den Tilgungsbedarf stellte sich auf 22,1 Milliarden belgische Franken, gegenüber 15,0 Milliarden Franken 1964. Dabei erhöhte die Staatskasse ihre Verschuldung am belgischen Markt jedoch von 13,9 Milliarden Franken 1964 auf 26,9 Milliarden Franken 1965. Bei einer Kreditaufnahme von diesem Umfang konnte die Staatskasse 4,8 Milliarden Franken zur Tilgung ihrer Auslandsschuld ins Ausland zurückleiten.

Mit der Konjunkturberuhigung, dem Zahlungsbilanzüberschuß und dem Haushaltsdefizit ging eine rasche Liquiditätsbildung einher. Die der Geld- und Quasigeldmenge zuzurechnenden Verbindlichkeiten des Bankensystems erhöhten sich, insbesondere im Zuge des beschleunigten Wachstums der Termin- und Spareinlagen, um 33 Milliarden Franken bzw. um 9 Prozent, nachdem sie 1964 um  $7\frac{1}{2}$  Prozent gewachsen waren. Auf der Aktivseite stand dem unter anderem eine Erhöhung der Forderungen der Geldinstitute gegen den öffentlichen Sektor um 12,2 Milliarden Franken gegenüber, verglichen mit einem Zuwachs von 9,8 Milliarden Franken 1964. Die Bankkreditnachfrage des privaten Sektors weitete sich zwar fast das ganze Jahr 1965 hindurch nicht mehr so rasch aus, blieb aber dennoch ziemlich stark, was zum Teil an den steigenden Kosten und den schrumpfenden Gewinnspannen lag. Gegen das Jahresende gewährten die Banken dann im Zuge der beginnenden Lagerauffüllung erheblich mehr Kredit. Betrachtet man die Gesamtergebnisse von 1965, so erhöhten die Geldinstitute ihre Ausleihungen an den privaten Sektor um 14,3 Milliarden Franken bzw. um rund  $14\frac{1}{2}$  Prozent, verglichen mit einer Zuwachsrate von  $10\frac{1}{2}$  Prozent 1964. Da sich jedoch die Kreditgewährung der anderen Finanzinstitute — namentlich

der öffentlichen Kreditinstitute — verlangsamte, expandierten die Gesamtkredite an den privaten Sektor um fast 12 ½ Prozent und damit etwa ebenso rasch wie 1964.

Das gesteigerte Haushaltsdefizit, das zunächst als Konjunkturstütze gedient hatte, erwies sich im weiteren Verlauf des Jahres 1965 als wachsende Bedrohung der Stabilität. Bei der Vorlage des Budgets für 1966 beschloß im vergangenen Dezember die Regierung, die mit einem weiteren erheblichen Anstieg der Ausgaben rechnete, die Erhöhung verschiedener indirekter Steuern einschließlich der Umsatzsteuer (von 6 auf 7 Prozent) und der Benzinsteuern. Auf Grund dessen wurde das gesamte Haushaltsdefizit (ohne Schuldentilgung) für 1966 auf annähernd 16 Milliarden Franken veranschlagt, während das Defizit für 1965 ursprünglich auf rund 4 Milliarden Franken geschätzt worden war und dann effektiv etwa 14 Milliarden Franken betragen hatte.

Im Frühjahr 1966 wurde die Konjunktur bedeutend lebhafter. Infolgedessen wiederholte die Nationalbank gegen Ende April ihre Empfehlung bezüglich der quantitativen Begrenzung der Bankkredite, wobei sie die Finanzinstitute aufforderte, die Ausweitung ihrer Kreditgewährung 1966 auf höchstens 12 Prozent des Volumens von Ende 1965 zu begrenzen. Innerhalb dieses Plafonds ist Produktivinvestitionen, besonders für Rationalisierungszwecke, die Priorität einzuräumen, während bei der Gewährung von Krediten für den Verbrauch, für Bauten und für die Vorratsbildung Zurückhaltung zu üben ist. Außerdem gab die Regierung in den ersten Maitagen eine Reihe von Stabilisierungsmaßnahmen bekannt, darunter den Plan einer zeitlichen Streckung der öffentlichen Ausgaben und eines dreimonatigen Preisstops für Güter und Dienstleistungen. Dem folgte am 2. Juni eine Erhöhung des Diskontsatzes der Nationalbank von 4 ¾ auf 5 ¼ Prozent.

*Österreich.* Nach der 1964 verzeichneten Belebung wurde die Konjunktur 1965 erheblich ruhiger, obwohl die Nachfrage stark durch den Lohnauftrieb von durchschnittlich rund 10 Prozent alimentiert wurde. Die Preise stiegen, und die Einfuhr beschleunigte sich, so daß sich die Leistungsbilanz leicht passivierte. Noch mehr erhöhte sich überdies das Defizit in der Grundbilanz, was weitgehend daran lag, daß die Bundesregierung und andere öffentliche Stellen, entsprechend früheren Empfehlungen der Nationalbank, die Aufnahme langfristiger Auslandskredite reduzierten. Innerhalb dieser Vorgänge spielte die Haushaltspolitik eine stabilisierende Rolle. Durch verschiedene Einsparungen und Kürzungen bei den Ermessensausgaben der Ressorts wurde das nachfragewirksame (das heißt das nach Abzug der Schuldentilgungen und der per Saldo vom Ausland an den Bund geleisteten Zahlungen verbleibende) Budgetdefizit von 1,7 Milliarden Schilling 1964 auf 0,5 Milliarden Schilling 1965 verringert.

Unter den gegebenen Umständen sahen die Währungsbehörden keinen Grund, die Kreditausweitung einzuschränken. Einerseits bewerteten sie den Preisauftrieb als teilweise durch Sonderfaktoren bedingt und die Nachfrageausweitung als nicht überhitzt, und andererseits wollten sie der Wirtschaft die Umstellung von ausländischen auf inländische Kreditquellen erleichtern. Daher

veränderte die Nationalbank bei gleichzeitig steigenden Zinssätzen im Ausland ihren Diskontsatz nicht, und im April 1965 wurde den Kreditinstituten empfohlen, ihre Konditionen für Kontokorrentkredite um  $\frac{1}{2}$  Prozent auf 8 Prozent zu senken. Im Oktober erleichterte die Nationalbank außerdem ihre Lombardbedingungen.

Infolgedessen erhöhten sich die Kredite der Kreditinstitute im vergangenen Jahr trotz der Konjunkturberuhigung beträchtlich, nämlich um 14,8 Milliarden Schilling und damit um fast 19 Prozent, verglichen mit einem Anstieg um 17 Prozent 1964 und um  $11\frac{1}{2}$  Prozent 1963. Das Volumen der Einlagen dagegen erweiterte sich um 12,6 Milliarden Schilling bzw. um rund 14 Prozent und damit ebenso rasch wie im Vorjahr. Die Währungsbehörden unternahmen zwar nichts, um die Auswirkung der kontraktiven Marktfaktoren auf die Bankenliquidität zu verstärken, doch ließen sie diesen Kräften freies Spiel. So stieg die Gesamtliquidität der Banken, die 1964 um 4,7 Milliarden Schilling zugenommen hatte, im letzten Jahr nur noch um 1,0 Milliarden Schilling, und der Liquiditätskoeffizient verringerte sich von 39,5 auf 35,7 Prozent, wobei in erster Linie die Bankeneinlagen bei der Nationalbank schrumpften, und zwar um 1,1 Milliarden Schilling. Im gleichen Zeitraum erhöhten die Kreditinstitute ihre Verschuldung bei der Zentralbank von rund 360 Millionen auf fast 1,5 Milliarden Schilling. Im Sommer 1965, als die im Ausland gebundenen Bankenguthaben im Gegenwert von 1,4 Milliarden Schilling frei wurden, sorgte die Nationalbank dafür, daß der Rückfluß von Mitteln nicht die kontraktiven Wirkungen des Zahlungsbilanzdefizits kompensierte. Die Mindesteinlagensätze wurden um  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt erhöht, wodurch 400 Millionen Schilling stillgelegt wurden, und weitere Liquidität verloren die Banken durch die Verpflichtung, auf ein Jahr Geldmarktschatzscheine im Betrage von 1 Milliarde Schilling zu übernehmen.

Ogleich die Konjunkturaussichten im großen und ganzen nicht schlecht sind, bereitete der Preis- und Lohnauftrieb nach wie vor Sorgen. Nachdem sich die Regierung nicht über den Haushalt für 1966 hatte einigen können und daraufhin zurückgetreten war, wurde ein provisorisches Budget für die ersten sechs Monate des Jahres 1966 vorgelegt. Ihm zufolge soll der Bundeshaushalt nach den Ansätzen von 1965 geführt werden, aber durch Begrenzung der Kreditoperationen wird faktisch das Investitionsvolumen beschränkt. Für das gesamte Jahr strebt die neue Regierung einen ausgeglichenen Haushalt an.

*Spanien.* Die Wirtschaft Spaniens setzte 1965 ihr rasches Wachstum fort, war aber dabei zunehmenden Belastungen ausgesetzt, die sowohl vom öffentlichen wie vom privaten Sektor ausgingen. Die rasche Expansion der Nachfrage, die zum Teil mit Lohnanhebungen zusammenhing, bewirkte einen weiteren erheblichen Preisauftrieb und eine rasche Beschleunigung der Einfuhr, besonders von Fertigwaren und Nahrungsmitteln. Zwar stiegen die Einnahmen aus dem Fremdenverkehr und die Überweisungen von Spaniern aus dem Ausland abermals stark, doch genügte das nicht, um die Erhöhung des Defizits im Außenhandel und die Verringerung des Zuflusses langfristigen Kapitals auszugleichen, so daß die Währungsreserven bald nach Beginn des Jahres 1965 zurückgingen. Gleichzeitig gerieten aber die Banken wegen des Zahlungsbilanzdefizits immer mehr

unter Liquiditätsdruck, mit dem Ergebnis, daß sich das rasche Wachstum der Bankkredite gegen Ende 1965 und in der ersten Zeit des Jahres 1966 in gewissem Grade verlangsamte.

Die gesamte Kreditgewährung (einschließlich der Wertpapierkäufe) aller Kreditinstitute an den privaten Sektor erhöhte sich 1965 um über 125 Milliarden Peseten und damit um 24 Prozent, nachdem sie 1964 um 21 Prozent zugenommen hatte. Die Kreditgewährung dieser Institute an den öffentlichen Sektor stieg um 37 Milliarden Peseten und damit um fast 19 Prozent, verglichen mit einem Zuwachs von 17 Prozent im vorangegangenen Jahr. Auf der anderen Seite wurde im Zusammenhang mit der Passivierung der Zahlungsbilanz die Ausweitung der gesamten Bankeinlagen etwas langsamer; sie betrug 20 Prozent, nachdem sie 1964 fast 24 Prozent ausgemacht hatte. Im Zuge der Steigerung ihrer Kreditfähigkeit mußten die Banken sich daher sehr verstärkt bei der Zentralbank refinanzieren, bei der sich ihre Nettoschuld im Laufe des Jahres von 15,4 auf 41,2 Milliarden Peseten erhöhte. Im November 1965 hob die Zentralbank zur Erschwerung dieser Refinanzierung ihre Lombardsätze um  $\frac{1}{2}$  Prozent an.

Durch die finanziellen Vorgänge im öffentlichen Sektor wurde die Hochkonjunktur nicht nur nicht gedämpft, sondern weiter angeheizt. Das Kassendefizit des Staates, das in den Jahren 1960 bis 1963 durchschnittlich 1,5 Milliarden Peseten betragen hatte, stieg 1964 auf 18,7 und 1965 auf 33,3 Milliarden Peseten. Diese Verschlechterung ist allem Anschein nach weniger auf Investitionsausgaben im Rahmen des staatlichen Vierjahresplanes als vielmehr auf die Zunahme der öffentlichen Verbrauchsausgaben einschließlich des Personalaufwands und der Sozialleistungen zurückzuführen. Als Deckungsmittel erhielt die Regierung im letzten Jahr 5,7 Milliarden Peseten durch die Erhöhung des Bargeldumlaufs und durch direkte Zentralbankkredite sowie 27,5 Milliarden Peseten durch Anleihen, die hauptsächlich von den Kreditinstituten übernommen wurden.

Die Obligationen- und Aktienemissionen beliefen sich 1965 auf 97,3 Milliarden Peseten, verglichen mit 63,4 Milliarden 1964 und 53,6 Milliarden 1963. Der private Sektor, dessen Anteil am gesamten Emissionsvolumen von 74 Prozent 1963 auf 62 Prozent 1965 sank, ging im letzten Jahr mehr zur Ausgabe von Anteilspapieren über. Die Kreditinstitute, die ihren Bestand sowohl an privaten wie an öffentlichen Wertpapieren steigerten, erwarben reichlich 40 Prozent des gesamten Emissionsvolumens von 1965.

Zur Dämpfung des inflatorischen Trends hat die Regierung nach vorliegenden Meldungen gegen Ende 1965 verschiedene Maßnahmen getroffen. Im Budget wurde für das erste Quartal 1966 als Obergrenze der Ausgaben in wesentlichen Kategorien der im entsprechenden Vorjahreszeitraum bewilligte Betrag festgelegt, und auch Arbeits- oder Lieferaufträge sollen nur erteilt werden, wenn sie keine höheren Ausgaben nach sich ziehen als in der entsprechenden Vorjahreszeit. Außerdem wurde die Anhebung des durchschnittlichen Lohnniveaus für das gesamte Jahr auf 8 Prozent begrenzt. Ferner wurde für die Kreditgewährung der Geschäftsbanken und der Sparkassen an den privaten Sektor im Jahre 1966 ein Zuwachsplafond von 17 Prozent festgesetzt. Im März 1966 erhöhte die

Zentralbank ihren Lombardsatz zweimal um  $\frac{1}{2}$  Prozent. Es ist zwar noch zu früh zu beurteilen, wie diese Maßnahmen insgesamt wirken werden, doch scheinen sie in den letzten Monaten zu einer Entspannung beigetragen zu haben.

*Dänemark.* Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, die 1964 unter dem Einfluß hoher Investitionsausgaben stark beschleunigt zugenommen hatte, setzte ihren raschen Anstieg bis zum Sommer 1965 fort und expandierte von da an langsamer. Infolgedessen blieb das Defizit in der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz, das sich 1964 mit zunehmender Auslastung der Kapazitäten ergeben hatte, im ersten Halbjahr 1965 groß, wurde dann aber kleiner. Eine neue Komplikation, die von der Verfassung des Arbeitsmarktes und den Teuerungszulagen herrührte, ergab sich im vergangenen Jahr aus dem knapp 15prozentigen Anstieg der Einkommen der privaten Haushalte, der seinerseits wieder zu einem ausgeprägten Preisauftrieb beitrug. Die Preis- und Lohnbewegung wirkte sich zusammen mit den vermehrten Sozialleistungen auch bei den öffentlichen Haushalten aus, deren Ausgaben stark zunahmen. Im Frühjahr 1965 erhöhte die Regierung die Körperschaftssteuern und die allgemeine Umsatzsteuer sowie verschiedene sonstige indirekte Steuern und Gebühren, doch die geplante neue Mehrwertsteuer konnte infolge von Verzögerungen im Legislativstadium nicht eingeführt werden. Die Regierung beschloß auch eine zeitliche Streckung ihres eigenen Bauprogramms und der Bauvorhaben der Gemeinden. Per Saldo ging jedoch der Kassenüberschuß der Regierung von über 1,1 Milliarden dänischen Kronen in dem bis März 1965 laufenden Haushaltsjahr auf weniger als 0,6 Milliarden Kronen im vergangenen Jahr zurück.

Unter diesen Umständen wurde die Geldpolitik 1965 weiter gestrafft. Bereits im Juni 1964 war der Diskontsatz der Nationalbank von  $5\frac{1}{2}$  auf  $6\frac{1}{2}$  Prozent angehoben worden, und im August wurde für Überschreitungskredite bei der Zentralbank ein Zuschlagszins von 6 Prozent eingeführt. Im Oktober wurde die langfristige Auslandsverschuldung der öffentlichen Körperschaften beschränkt. Im Februar und März 1965 hielt es die Nationalbank dann aber für unerlässlich, mit den Banken freiwillige Kreditvereinbarungen zu treffen, da die Kreditexpansion — zum Teil auf der Basis vermehrter Auslandsverbindlichkeiten der Banken — unabgeschwächt weiterging. Dementsprechend verpflichteten sich die Banken, den Zuwachs ihrer Kundeneinlagen zu 20 Prozent und den Gegenwert des Zuwachses ihrer Auslandsverbindlichkeiten in voller Höhe bei der Nationalbank oder im Ausland anzulegen.

Der Erfolg dieser Maßnahmen läßt sich ohne weiteres an der Kreditfähigkeit der Banken im Verhältnis zur Entwicklung ihrer Einlagen ablesen. Der Zuwachs bei den Gesamteinlagen der Geschäftsbanken und der großen Sparkassen ging nur leicht von 11 Prozent 1964 auf 10 Prozent 1965 zurück, was unter anderem am geringeren Umfang der Mittelstillegung bei der Nationalbank über den staatlichen Kassenüberschuß lag. Dagegen sank bei diesen Banken die Wachstumsrate der gesamten Kredite von 15 auf 9 Prozent, und ihre Wertpapieranlagen nahmen fast überhaupt nicht zu. Unter dem Einfluß der Maßnahmen aus den ersten Monaten des Jahres 1965 haben die Banken also ihre Kreditgewährung eingeschränkt und ihre Liquiditätslage verbessert, indem sie insbesondere auch ihre

Nettoauslandsverbindlichkeiten im Laufe des Jahres von 730 auf 135 Millionen Kronen abbauten. Diese Verringerung, die auf eine Erhöhung um 350 Millionen Kronen im Jahre 1964 folgte, wurde zum Teil durch die verstärkte Refinanzierung der Banken bei der Nationalbank und durch deren Offenmarktkäufe von längerfristigen Wertpapieren erleichtert.

Am Kapitalmarkt stiegen die Zinssätze unter der Wirkung der kräftigen Nachfrage nach Hypothekengeldern bis zum Frühjahr 1965 auf einen Maximalstand von fast 9 bis reichlich 10 Prozent. Zur Entspannung des Marktes schloß die Nationalbank im Juni mit den Hypothekeninstituten ein Kreditabkommen, wonach diese Institute die Ausweitung ihres Aktivgeschäfts in verschiedenen Kategorien auf bestimmte Verhältniszahlen (zum Beispiel 110 Prozent für den Wohnungsbau) des Zuwachses aus dem Jahr bis März 1965 begrenzen sollten. Wegen ihrer bereits eingegangenen Darlehensengagements schränkten diese Institute ihre Emissionstätigkeit nicht sofort ein, und die Nationalbank mußte im Jahr als Ganzes gesehen den Markt mit umfangreichen Obligationenkäufen stützen. Insgesamt betrugen 1965 die neuen Emissionen von Schuldverschreibungen und Aktien 5,1 Milliarden Kronen, verglichen mit 3,7 Milliarden 1964, wobei sich die Käufe der Nationalbank von 0,4 Milliarden Kronen 1964 auf fast 1,4 Milliarden erhöhten.

Obgleich sich der Nachfragedruck von der Mitte des Jahres 1965 an etwas abschwächte, stiegen die Löhne und die Preise weiter. Um einen Beitrag zur binnenwirtschaftlichen Stabilität zu leisten und der Währungspolitik einen Teil ihrer Last abzunehmen, suchte die Regierung ihre Haushaltslage zu verbessern. Im Februar 1966 wurden die Getränkesteuer und die Tabaksteuer erhöht, und der gesamte Kassenüberschuß für das Haushaltsjahr 1966/67 soll auf rund 800 Millionen Kronen steigen. In der ersten Zeit des Jahres 1966 milderte sich auch die Anspannung am Rentenmarkt bis zu einem gewissen Grade, da das Abkommen vom Juni zunehmende Wirkungen zeitigte, und ab April durften die Hypothekeninstitute in ihrem Aktivgeschäft von geringfügig höheren Kreditplafonds ausgehen.

*Norwegen.* Bei weiterhin lebhafter Nachfrage besonders im Bereich der Investitionen und der öffentlichen Ausgaben blieb die Produktionskapazität 1965 voll genutzt. Jedoch wurde der Preisauftrieb etwas schwächer, und auch das Defizit in der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz verringerte sich, wenn man die erhöhten Schiffseinfuhren außer Betracht läßt.

Da die Wirtschaftspolitik 1965, neben der Förderung des Wohnungsbaus, den öffentlichen Leistungen die Priorität einräumte, wurde im Staatshaushalt eine Steigerung der Ausgaben um 16 Prozent gegenüber dem Vorjahresstand eingeplant. Damit war der Überschuß im Staatshaushalt (ohne Kreditbudget) 1965 der kleinste seit vielen Jahren, obwohl im Dezember 1964 die indirekten Steuern heraufgesetzt worden waren. Um den nötigen Spielraum für diese Politik zu schaffen, wurde die Bautätigkeit außerhalb des Wohnungsbaus stärker eingeschränkt, und die geldpolitische Restriktion erfuhr insofern eine Verschärfung, als die Refinanzierung bei der Zentralbank neuregelt und für die Ausweitung des Volumens der Bankkredite ein Plafond festgelegt wurde, der unter

der effektiven Wachstumsrate von 1964 liegt. In der Praxis war die Expansion der Darlehens- und Kreditgewährung des Bankensektors 1965 mit 6,6 Prozent zwar geringer als 1964 — in jenem Jahr hatte sie 8,1 Prozent betragen —, aber dennoch ein wenig größer als der Plafond von  $5\frac{1}{2}$ –6 Prozent. Infolge des gesamten Kassendefizits der Regierung und einer auf dem Kapitalzustrom beruhenden Zunahme der amtlichen Devisenreserven erhöhten sich sowohl der Geldumlauf wie die Bankenliquidität erheblich.

Das Budget für 1966 entspricht den Erfordernissen der wirtschaftlichen Lage etwas besser. Obwohl die Ausgaben um  $6\frac{1}{2}$  Prozent steigen sollen, ist für den Staatshaushalt (ohne Kreditbudget) ein vermehrter Überschuß veranschlagt. Der staatliche Finanzbedarf allerdings wird nur um rund 50 Millionen Kronen auf ungefähr 1,3 Milliarden Kronen sinken. Hiervon sollen rund 800 Millionen Kronen durch Staatsanleihen am Inlandsmarkt aufgebracht werden, während die nichtstaatlichen Anleiheemissionen auf 1,0 Milliarden Kronen begrenzt werden sollen. Was die Währungspolitik betrifft, so erhielten die Behörden im Juni 1965 neue gesetzliche Vollmachten. Dementsprechend wird das bisherige, mit den Banken vereinbarte System von Kreditrichtlinien in diesem Jahr durch Empfehlungen der Zentralbank und darauf beruhende Regierungsverordnungen ersetzt. Nach der Empfehlung für 1966 sollen die Banken die Ausweitung ihrer Kredite an den privaten Sektor auf höchstens 6–7 Prozent begrenzen, und sie sind aufgefordert worden, ihre Auslandsverschuldung zu vermindern. Nach einer seit Januar 1966 geltenden Verordnung müssen die Banken auch Mindestreserven halten, die für Geschäftsbanken 5 Prozent und für Sparkassen je nach ihrer Größe 10 oder 13 Prozent betragen. Außerdem wurde mit den Kapitalsammelstellen ein Abkommen über ihre Käufe von staatlichen und sonstigen Obligationen abgeschlossen. Ferner haben die Behörden mitgeteilt, daß das gegenwärtige Zinsniveau von 5 Prozent (für erste Hypotheken) bis 6 Prozent (für Kassenkredite der Banken) beibehalten werden soll und daß keine Anleihen genehmigt werden, deren Zinssätze nicht mit den jeweils angegebenen Werten übereinstimmen.

*Schweden.* Da die Inlandsnachfrage sich bei schmaler werdendem Kapazitätsspielraum weiterhin rasch ausweitete und der Exportanstieg stark an Tempo verlor, ergab sich 1965 in der Ertragsbilanz ein beträchtliches Defizit. Außerdem wurde 1965 das Wachstum der gewerblichen Anlageinvestitionen nach mehrjähriger relativer Stagnation rascher, während vorher die seit Anfang 1963 herrschende Nachfrageexpansion vor allem von der Ausfuhr, den öffentlichen Ausgaben und dem Wohnungsbau getragen worden war. Unter diesen Umständen zielten sowohl die Fiskalpolitik wie die Geld- und Kreditpolitik darauf ab, die Nachfrage zu mäßigen und dabei die Umstellung der Investitionsstruktur zugunsten produktiver industrieller Anlagen zu erleichtern.

Im öffentlichen Sektor wurde die Politik sowohl der zentralen wie der nicht-zentralen öffentlichen Haushalte restriktiver. Der Kassenhaushalt der Regierung, der 1964 defizitär geworden war, befand sich Mitte 1965 wieder in der Überschußzone. Das beruhte weitgehend auf einer zeitlichen Streckung der staatlichen Investitionen und auf einer Erhöhung der allgemeinen Verkaufssteuer von etwas über 6 auf 10 Prozent (diese Erhöhung wurde allerdings zum Teil durch eine

Ermäßigung der Einkommensteuer ausgeglichen). Außerdem durften die nichtzentralen öffentlichen Haushalte nur noch in geringerem Umfang neue Emissionen auflegen, und sie erhielten die Aufforderung, bei einem unterdurchschnittlichen Einnahmen/Ausgaben-Verhältnis ihre Steuersätze zu erhöhen. Trotz diesen Maßnahmen stiegen die öffentlichen Verbrauchsausgaben und die Bruttoinvestitionen der nichtzentralen öffentlichen Haushalte (ohne den Wohnungsbau) 1965 nominal um je 14,5 Prozent, verglichen mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 3 ½ Prozent.

Die Bankenliquidität wurde 1965 ziemlich eingeeengt. Zwar wurde das Defizit in der Grundbilanz von rund 1,0 Milliarden schwedischen Kronen weitgehend durch einen mit der inländischen Kreditknappheit einhergehenden Zufluß kurzfristigen Kapitals ausgeglichen. Aber gleichwohl bedeutete der außenwirtschaftlich bedingte Liquiditätsverlust, der 167 Millionen Kronen betrug, einen großen Wechsel gegenüber dem Jahr 1964, in dem die Liquidität durch den Devisenzustrom um 838 Millionen Kronen vermehrt worden war. Außerdem entzog der staatliche Haushaltsüberschuß den Banken flüssige Mittel im Betrage von 245 Millionen Kronen, während ihnen 1964 durch das staatliche Haushaltsdefizit über 260 Millionen Kronen zugeflossen waren. Angesichts dieser Veränderungen verringerte sich die durch staatliche Kreditaufnahme außerhalb des Bankensystems ausgeübte monetäre Restriktion von 654 Millionen Kronen 1964 auf 183 Millionen Kronen 1965. Durch diese und andere Faktoren sank die Bankenliquidität 1965 um 478 Millionen Kronen, nachdem sie 1964 um 651 Millionen Kronen zugenommen hatte. Die Folge war, daß der Bestand der Geschäftsbanken an Schatzwechseln, größtenteils durch Weitergabe an die Riksbank, um 756 Millionen Kronen schrumpfte und ihre Direktverschuldung bei der Zentralbank stark wuchs. Im April 1965 erhöhte die Riksbank zum vierten Mal in der jetzigen Expansionsphase den Diskontsatz, und zwar von 5 auf 5 ½ Prozent, und gleichzeitig den Zins für Überschreitungskredite von 10 auf 11 Prozent.

Wegen der fortschreitenden Liquiditätsverknappung weitete sich die gesamte Kreditgewährung der Geschäftsbanken 1965 längst nicht mehr so rasch aus, nämlich nur um 2,2 Milliarden Kronen, verglichen mit 2,9 Milliarden 1964. Dabei konnten die Banken aber durch Verringerung ihrer liquiden Forderungen, vor allem gegen den Staat, entsprechend der starken Kreditnachfrage das Volumen ihrer Ausleihungen an den privaten Sektor (ohne den Wohnungsbau) um über 1,8 Milliarden Kronen steigern und damit den Vorjahreszuwachs um mehr als ein Viertel übertreffen. Dagegen verringerte sich die Ausweitung der Kredite für den Wohnungsbau um 4 Prozent auf 1,2 Milliarden Kronen. Die mittelbare Ursache hierfür war, daß die Behörden im letzten Jahr den Hypothekeninstituten nur noch in begrenzterem Umfang Emissionsgenehmigungen erteilten und die Banken daher zögerten, ihr bereits großes Volumen an Baukrediten noch mehr zu erhöhen und damit auch entsprechend vermehrte Konsolidierungen auf sich zu nehmen.

Das gesamte Kreditaufkommen über die organisierten Finanzmärkte einschließlich der Kreditgewährung der Geschäftsbanken stieg 1965 um 10,3 Milliarden Kronen, verglichen mit 9,2 Milliarden 1964 und 8,5 Milliarden 1963. Der Anteil der über den Kapitalmarkt geleiteten Kredite (einschließlich der von

den Kapitalsammelstellen bereitgestellten Gelder) betrug 1965 rund 80 Prozent und damit genausoviel wie im Vorjahr. Da jedoch die Ausgabe von Obligationen und Aktien genehmigungspflichtig war, gingen die Kapitalsammelstellen mehr zu Direktkrediten über, deren Betrag 1965 mit insgesamt 3,9 Milliarden Kronen um 43 Prozent größer war als 1964. Das wirtschaftspolitische Ziel der Förderung von Produktivinvestitionen zeigt sich in der Kreditgewährung an die einzelnen Sektoren. So ging die Ausweitung des Volumens der Kredite an den öffentlichen Sektor und an den Wohnungsbau von 6,1 Milliarden Kronen 1964 auf 5,8 Milliarden 1965 zurück, während sich der Zuwachs bei den Krediten an die Unternehmen und die privaten Haushalte von 3,1 auf 4,4 Milliarden Kronen erhöhte.

Obgleich die Investitionen der nichtzentralen öffentlichen Haushalte und der Wohnungsbau sich im bisherigen Verlauf des Jahres 1966 wiederum verlangsamt ausgeweitet haben, steht die Volkswirtschaft weiterhin im Zeichen hohen Nachfragedrucks. Als erschwerender Faktor erwies sich hierbei die im Budget für 1965/66 vorgesehene Ermäßigung der Einkommensteuer ab Januar 1966. Diese Ermäßigung, durch die mit einigem zeitlichem Abstand ein gewisser Ausgleich für die im vorangegangenen Juli vorgenommene Erhöhung der allgemeinen Verkaufssteuer geboten werden sollte, wird für 1966 insgesamt 1,2 Milliarden Kronen ausmachen. So wie die Dinge dann liefen, hielt es die Regierung aber schon bald nach Jahresbeginn für notwendig, die indirekten Steuern für Automobile und Benzin zu erhöhen, und eine weitere Steigerung der indirekten Steuern ist im Voranschlag für 1966/67 geplant. Dennoch soll sich im neuen Staatshaushalt an Stelle des bisherigen Überschusses ein Defizit von 209 Millionen Kronen ergeben, da mit einem Anstieg der Ausgaben um rund 5 ½ Prozent gerechnet wird. Als gleichgewichtsstörender Faktor müssen auch die Tarifverträge gelten, nach denen die Lohnkosten 1966 um rund 8 ½ Prozent und in den beiden anschließenden Jahren in ähnlichem Maße steigen sollen. Im Frühjahr 1966 genehmigte die Riksbank zur Erleichterung der Konsolidierung von Baukrediten die Ausgabe von Hypothekenspfandbriefen im Betrage von 500 Millionen Kronen, aber gleichzeitig schloß sie mit den Geschäftsbanken ein Abkommen zur Begrenzung der Kreditausweitung. Außerdem kürzte die Regierung ihre Bauvorhaben in bestimmten Kategorien und unterstellte alle „nicht dringlichen“ Bauvorhaben einem besonderen Genehmigungsverfahren.

*Finnland.* In der ersten Zeit des Jahres 1965 wurde die wirtschaftliche Entwicklung weitgehend durch die Vorgänge des Jahres 1964 bestimmt, in dem ein Gemisch aus Nachfrage- und Kosteninflation eine 10prozentige Teuerung, eine fast 25prozentige Erhöhung der Einfuhr und eine kräftige Verschlechterung der Ertragsbilanz bewirkt hatte. Nach der Jahreswende blieb die gesamtwirtschaftliche Nachfrage stark, während der Kapitalzustrom nachließ, so daß das Zahlungsbilanzdefizit noch größer wurde und die amtlichen Devisenreserven erheblich schrumpften.

Da die Staatseinnahmen hinter den Staatsausgaben zurückblieben, ergab sich im Regierungsbudget wieder ein Defizit, und die staatliche Verschuldung nahm abermals einen beträchtlichen Umfang an. Indessen wurde zur Verminderung der Einfuhr von Automobilen im Januar die Steuer auf flüssigen

Brennstoffen erhöht und im Juni die Autoeinfuhrsteuer so heraufgesetzt, daß die Autopreise um 5 bis 15 Prozent stiegen. Außerdem wurde im April die Regelung des Teilzahlungskredits für den Erwerb von Automobilen — die bereits im November 1964 verschärft worden war — und von einigen anderen Gebrauchsgütern restriktiver gestaltet. Im Mai wiesen die Währungsbehörden bei gleichzeitiger Lockerung der Rediskontbeschränkungen die Banken an, in der Periode Januar–Oktober 1965 die Ausweitung ihres Kreditbestandes auf höchstens 9 Prozent des Bestandes von Ende 1964 zu begrenzen. Im September 1965 wurden die Banken dann aufgefordert, ihr Kreditvolumen bis April 1966 innerhalb eines Plafonds von 113 Prozent des Basisvolumens zu halten. Für Banken, die ihre Kreditplafonds nicht überschritten, wurde der Diskontsatz, der im übrigen bei 7 Prozent belassen wurde, mit Wirkung vom November auf 6 Prozent ermäßigt. Ferner durften die Banken ihre Zinsen heraufsetzen, doch hatte das in einer Weise zu geschehen, die den Import und den Konsumkredit benachteiligte.

Die Expansion des Bankkredits verringerte sich von 13 ½ Prozent 1964 auf 11 ½ Prozent 1965. Die Banken blieben durchaus innerhalb der vorgeschriebenen Kreditgrenzen, obgleich dieses Ergebnis zum Teil dem letztjährigen kräftigen Rückgang der Bankenliquidität zugeschrieben werden muß, der insbesondere auf einer Abnahme der amtlichen Devisenreserven um 200 Millionen Finnmark (rund 20 Prozent) beruhte. Infolgedessen refinanzierten sich die Banken zunehmend bei der Zentralbank, deren Kredite sich um 238 Millionen Finnmark auf 620 Millionen am Jahresende erhöhten.

Nach der Mitte des Jahres 1965 schwächte sich die Inlandsnachfrage ab, und die Preisentwicklung wurde stabiler. Doch obgleich der Reservenverlust eine Zeitlang aufhörte, bestanden keine Anzeichen für eine nachhaltige außenwirtschaftliche Erholung. Im November wurden die Reisedevisenzuteilungen gekürzt, und im Januar 1966 wurde die Einfuhr von Personenwagen begrenzt. Im April 1966 zogen die Währungsbehörden die Zügel weiter an, indem sie die Banken aufforderten, ihre Kredite bis Ende Oktober 1966 auf nicht mehr als 115 Prozent des Bestandes von Ende 1964 wachsen zu lassen. Im Haushaltsvoranschlag von 1966 ist jedoch wiederum ein erhebliches Defizit vorgesehen, während die Löhne unabhängig von möglichen Indexanpassungen 1966 um rund 5 ½ Prozent und 1967 und 1968 noch stärker angehoben werden sollen.

*Japan.* In der Zeit von Herbst 1964 bis Mitte 1965 beseitigten die Behörden bei günstiger Zahlungsbilanzlage und zunehmend rezessiven Tendenzen in der Binnenwirtschaft nach und nach die ungefähr ein Jahr vorher getroffenen monetären Restriktionsmaßnahmen. Der Diskontsatz der Bank von Japan wurde im Januar, April und Juni 1965 jeweils um 0,365 Prozent auf schließlich 5,48 Prozent gesenkt. Ferner wurde die Reserveverpflichtung der Banken im Dezember 1964 und dann nochmals im Juli 1965 herabgesetzt und die höchstzulässige Zuwachsrate für Bankkredite anfangs 1965 gelockert und um die Jahresmitte ganz außer Kraft gesetzt.

Der Lockerung der Kreditpolitik folgte nicht gleich ein erneuter Konjunkturaufschwung. Das lag vor allem am Verhalten der gewerblichen Anlageinvestition, die in dem Jahr bis März 1966 um rund 7 Prozent niedriger war als

in der entsprechenden Vorjahresperiode. In einigen Wirtschaftszweigen war der Rückgang offenbar das praktisch unvermeidliche Ergebnis der jahrelang hohen Investitionsrate, die letztlich zur Überkapazität führte. Jedoch wurde Japan, genau wie bestimmte Länder des westlichen Europa, immer mehr auch von einem Arbeitskräftemangel in bestimmten Bereichen und von einem Kostenanstieg betroffen, und die Folge war eine Schmälerung der Rentabilität der Investitionen.

Jedenfalls faßten die Behörden angesichts der stagnierenden Nachfrage, die in der unfreiwilligen Bildung von Fertigwaren-Lagerbeständen und in einer Reihe von Konkursen zum Ausdruck kam, den Beschluß, zu einer flexibleren Handhabung der Fiskalpolitik überzugehen. In der ersten Jahreshälfte verlief die Entwicklung im fiskalischen Bereich allerdings noch so, daß die Nachfrageabschwächung intensiviert wurde. Denn zu einem früheren Zeitpunkt hatte die Regierung, die bei nicht mehr so lebhaft steigenden Einnahmen dem Prinzip eines ausgeglichenen Budgets treu bleiben wollte, Maßnahmen zur zeitlichen Streckung der Haushaltsausgaben besonders in der Zeit von April bis September 1965 getroffen. Im Laufe des Sommers beschloß die Regierung dann aber, daß die Konjunktur durch größere öffentliche Ausgaben angeheizt werden müsse, die soweit nötig durch Anleihen finanziert werden sollten. Für das bis März 1966 laufende Haushaltsjahr waren ursprünglich Anleihen von insgesamt 200 Milliarden Yen (0,6 Milliarden Dollar) vorgesehen, von denen die ersten 70 Milliarden Yen im Januar 1966 emittiert wurden. 10 Prozent der Titel wurden zur öffentlichen Zeichnung angeboten, während der Rest von den Banken und den Kapitalsammelstellen übernommen werden sollte. Im gleichen Monat legte die Regierung ihren Haushaltsvoranschlag für 1966/67 vor, der auf eine weitere Konjunkturbelebung abzielt. In der Allgemeinen Rechnung ist eine 18prozentige Steigerung veranschlagt, und die Staatskasse plant für 1966/67 die Ausgabe von Staatsanleihen im Betrage von 730 Milliarden Yen, mit denen ausschließlich öffentliche Arbeiten finanziert werden sollen.

Das Volumen der Bankkredite weitete sich 1965 um 14,2 Prozent aus, verglichen mit 15,6 Prozent 1964 und 26,7 Prozent 1963. Der Zuwachs bei den Bankeinlagen dagegen erhöhte sich von 14,3 Prozent 1964 auf 17,4 Prozent 1965. Die Kreditnachfrage blieb das ganze Jahr hindurch ziemlich gedämpft, während das verhältnismäßig raschere Wachstum der Einlagen hauptsächlich auf das starke Liquiditätsbedürfnis des privaten Sektors zurückzuführen war. Dementsprechend verbesserte sich im Laufe des Jahres die Liquiditätsposition der Banken, und die Bank von Japan nahm durch ihre Verkaufsoperationen die überflüssigen Bankmittel auf; gegen Jahresende erhöhte sie allerdings ihre Kredite. Beim Publikum nahmen die Bankeinlagen stark zu und die Aktienbestände ab. Die Nettoausgabe von Wertpapieren ohne Anteilscharakter weitete sich wesentlich aus, und zum größeren Teil wurden diese Papiere von Banken und Kapitalsammelstellen erworben. Die Aktienausgabe schrumpfte stark, und zwar von 860 Milliarden Yen 1964 auf rund 277 Milliarden Yen 1965. Jedoch erholten sich die Aktienkurse gegen Ende 1965 und auch 1966 recht gut, so daß die Währungsbehörden an den Wiederverkauf eines Teils der vorher zur Stützung des Marktes übernommenen Aktien gehen konnten.

## II. DER INTERNATIONALE HANDELS- UND ZAHLUNGSVERKEHR

Die Ausdehnung des Welthandels, die sich in den vergangenen Jahren ständig beschleunigt hat, verlangsamte sich etwas im Jahre 1965. Ein Hauptfaktor für die schwächere Expansionsrate war die Tatsache, daß sich die Antriebskräfte des Wirtschaftswachstums in der industrialisierten Welt aus dem westlichen Europa nach Nordamerika verlagert haben, wo der Anteil der Einfuhr am Sozialprodukt viel geringer ist. Die wertmäßige Zunahme der Weltausfuhr zu laufenden Preisen betrug 8 Prozent, gegenüber 13 Prozent im vorangegangenen Jahr. Infolge eines anhaltenden Streiks der Hafenarbeiter in den Vereinigten Staaten lag die Weltausfuhr im ersten Quartal 1965 nur um 5 Prozent über dem Ergebnis im entsprechenden Quartal 1964. Die durchschnittliche Zunahme in den verbleibenden drei Quartalen des Jahres erreichte immerhin 10 Prozent, wenn auch das Tempo sich gegen Jahresende etwas abschwächte.

Die wertmäßige Erhöhung des internationalen Handels im Jahre 1965 war fast ausschließlich die Folge einer Ausdehnung seines Volumens. Für die Welt insgesamt stieg das Ausfuhrvolumen um 7 Prozent, und zwar für die

Der Welthandel

	Ausfuhr			Einfuhr			Volumenmäßige Veränderung 1965 gegenüber 1964	
	1963	1964	1965	1963	1964	1965	Ausfuhr	Einfuhr
	Milliarden US-Dollar						Prozent	
<b>Industrialisierte Gebiete</b>								
Westliches Europa								
EWG . . . . .	37,5	42,6	47,9	40,4	44,9	49,0	+ 11,8	+ 7,2
EFTA . . . . .	22,2	24,4	26,6	26,4	30,7	32,2	+ 5,6	+ 4,3
Sonstige Länder . . . . .	4,0	4,6	5,0	6,7	7,6	8,8	+ 7,0 <sup>1</sup>	+ 14,5 <sup>1</sup>
Westliches Europa zusammen . .	63,7	71,6	79,5	73,5	83,2	90,0	+ 9,8	+ 6,6
Vereinigte Staaten . . . . .	23,4	26,6	27,4	18,6	20,3	23,2	+ 0,7	+ 13,4
Kanada . . . . .	6,8	8,1	8,5	6,6	7,6	8,7	+ 3,2	+ 13,6
Japan . . . . .	5,5	6,7	8,5	6,7	7,9	8,2	+ 24,8	+ 1,1
Sonstige Gebiete <sup>2</sup> . . . . .	5,1	5,6	5,5	5,6	6,6	7,5	+ 8,6	+ 15,3
Industrialisierte Gebiete zusammen	104,5	118,6	129,4	111,0	125,6	137,6	+ 8,1	+ 8,2
<b>Entwicklungsgebiete</b>								
Lateinamerika . . . . .	9,2	9,9	10,4	7,8	8,6	8,7	+ 6,4 <sup>1</sup>	+ 3,8 <sup>1</sup>
Sonstige Gebiete . . . . .	21,1	23,3	24,8	23,8	25,8	27,0	+ 5,4 <sup>1</sup>	+ 6,3 <sup>1</sup>
Entwicklungsgebiete zusammen .	30,3	33,2	35,2	31,6	34,4	35,7	+ 5,7	+ 5,6
Insgesamt <sup>3</sup> . . . . .	134,8	151,8	164,6	142,6	160,0	173,3	+ 7,1	+ 7,6

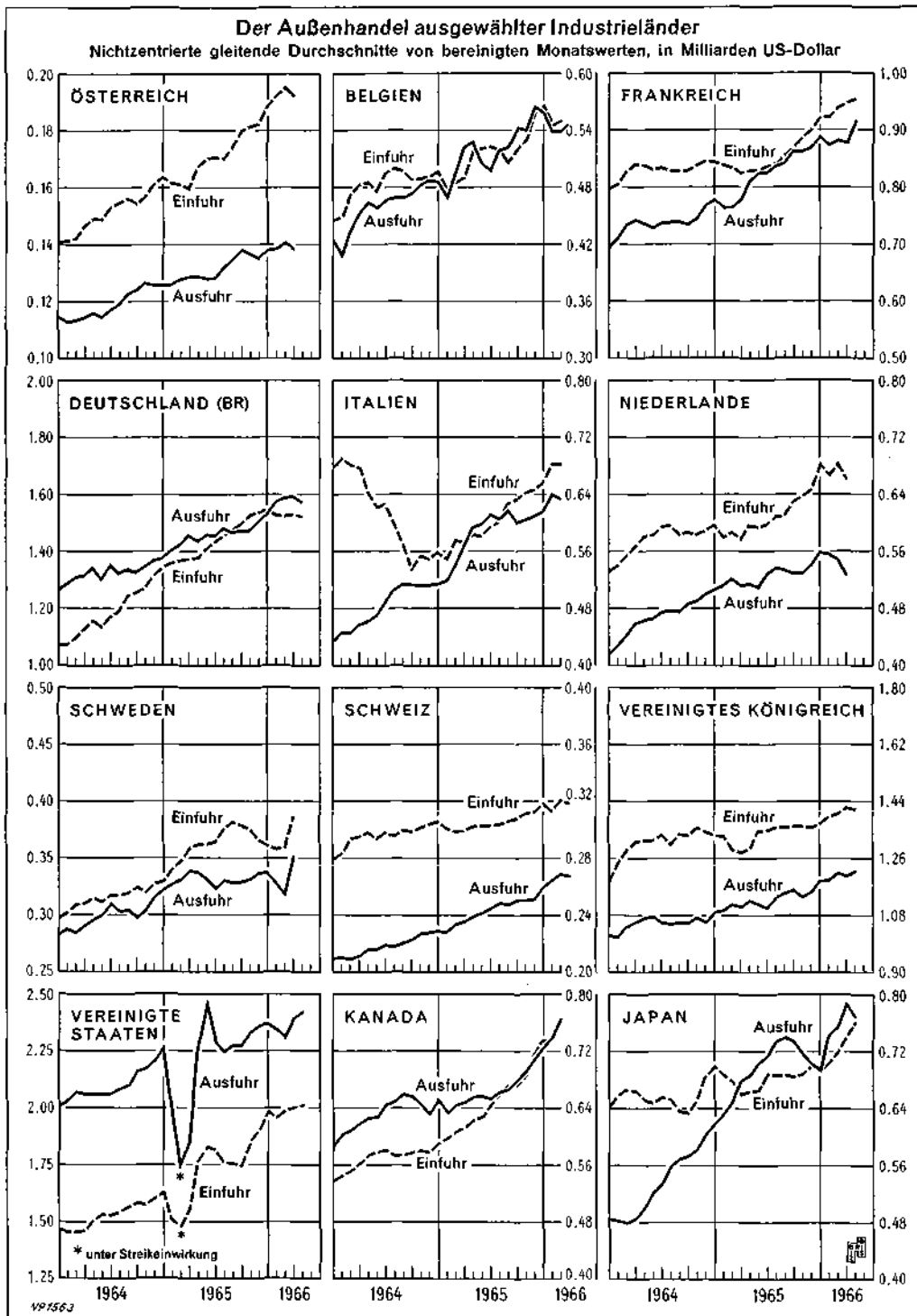
<sup>1</sup> Schätzung. <sup>2</sup> Australien, Neuseeland und Südafrika. <sup>3</sup> Umfaßt ungefähr 90 Prozent des Welthandels, da der Handel von Ländern mit zentralgesteuerter Wirtschaft nur insoweit enthalten ist, als er sich in der Einfuhr und der Ausfuhr ihrer Handelspartner im Westen niederschlägt.

Industrielländer um 8 Prozent und für die Entwicklungsländer um etwas weniger als 6 Prozent. Auch die Einfuhr erhöhte sich in den Industrieländern rascher als in der übrigen Welt.

Während der letzten drei Jahre sind die Terms of Trade sowohl in den Industrie- wie auch in den Entwicklungsgebieten der Welt unverändert geblieben, wobei die Durchschnittswertindizes der Importe wie der Exporte um etwa 1 Prozent jährlich zunahmen. Hinter dieser stabilen Gesamtentwicklung verbergen sich jedoch stark divergierende Veränderungen. So sind im Jahre 1965 die Rohstoffpreise um 5 Prozent gesunken; darin spiegelt sich eine Preisabnahme bei Ernährungsgütern von 13 Prozent wider, vor allem bei Kakao und Zucker. Andererseits erhöhten sich die Preise für Nichteisenmetalle, mit Zinn an der Spitze, im vergangenen Jahr um 20 Prozent, nachdem sie 1964 um 27 Prozent gestiegen waren. Je nach Zusammensetzung ihrer Ausfuhr waren die einzelnen Entwicklungsländer in stärkerem oder geringerem Umfang von diesen Preisveränderungen betroffen. Unter den Industrieländern verbesserten die Vereinigten Staaten, Kanada und die EFTA-Gruppe ihre Terms of Trade 1965 um 2 Prozent, da sich die Ausfuhrpreise mehr erhöhten als die Einfuhrpreise. Für die EWG-Länder ergab sich keine Veränderung. Die Austauschrelationen im Außenhandel Japans wiesen eine geringfügige Verschlechterung auf, und jene Australiens, Neuseelands und Südafrikas zusammengekommen verschlechterten sich um 8 Prozent infolge eines scharfen Rückgangs der Wollpreise und, in Südafrika, auch wegen der niedrigen Exportpreise für Nahrungsmittel und Rinder.

Wertmäßig weitete sich die Ausfuhr 1965 in den beiden Gruppen der EWG- und der EFTA-Länder sowie in Japan rascher aus als die Einfuhr. In den Vereinigten Staaten und in Kanada verursachte die umgekehrte Entwicklung eine beträchtliche Verschlechterung der Handelsbilanz. In der Gruppe, die Australien, Neuseeland und Südafrika umfaßt, nahmen die Exporte sogar ab, während die Importe erheblich zunahmen. Die Handelsbilanz der Entwicklungsländer insgesamt verbesserte sich.

Der Handel innerhalb der EWG stieg um 13 Prozent, gegenüber einer Zunahme von 15 Prozent im Jahre 1964. In der Belgisch-Luxemburgischen Wirtschaftsunion, in Frankreich und den Niederlanden erhöhten sich die Lieferungen in die Gemeinschaft rascher als die Bezüge von dort. In Italien nahm die Einfuhr aus den übrigen EWG-Ländern sogar um 3 Prozent ab, während die Ausfuhr in die Gemeinschaft um 28 Prozent stieg. Somit schloß die italienische Handelsbilanz gegenüber der Gemeinschaft zum ersten Mal seit 1958 mit einem Überschuß, der sich auf 600 Millionen Dollar belief. In der Bundesrepublik Deutschland dagegen ergab der Handel mit den übrigen EWG-Ländern ein Defizit von 355 Millionen Dollar infolge einer Importzunahme von 31 Prozent (die Bezüge aus Italien erhöhten sich um 47 Prozent) gegenüber einer Ausfuhrzunahme von nur 7 Prozent, der kleinsten jährlichen Zuwachsrate seit 1958. Die EWG-Ausfuhr nach dritten Ländern wuchs erneut um 12 Prozent, wobei Italien und Belgien-Luxemburg die größten Steigerungen verzeichneten. Die Einfuhrsteigerung betrug 6 Prozent — geringfügig weniger als 1964 —, wovon der größte Teil auf Deutschland entfiel. Das gesamte Handelsbilanzdefizit der EWG gegenüber dritten Ländern verringerte sich von 2,7 auf 1,5 Milliarden Dollar.



Die Einfuhr der EFTA-Länder erhöhte sich nur um 5 Prozent, verglichen mit 16 Prozent 1964; die Ausfuhr stieg erneut um fast 10 Prozent. Zwei unterschiedliche Tendenzen traten hervor. Das Vereinigte Königreich, auf das die

Hälfte des Außenhandelsumsatzes entfällt, und die Schweiz, deren Importe sich 1964 stark erhöht hatten, verzeichneten im vorigen Jahr als Reaktion auf wirtschaftspolitische Maßnahmen eine erhebliche Verlangsamung der Einfuhr. Da gleichzeitig die Ausfuhr beschleunigt zunahm, verringerte sich das Handelsbilanzdefizit im Vereinigten Königreich (auf Zahlungsbilanzbasis) um 755 Millionen Dollar und in der Schweiz um 235 Millionen Dollar. In den übrigen fünf Ländern dagegen weiteten sich 1965 die Passivsalden in der Handelsbilanz aus.

In den zurückliegenden Monaten ergaben sich einige bedeutsame Veränderungen im Außenhandel der wichtigsten Industrieländer. In Frankreich ist die Ausfuhr wieder scharf angestiegen, und das Handelsbilanzdefizit, das sich seit vergangenem Herbst vergrößert hatte, verringerte sich trotz einer weiteren Einfuhrzunahme. In der Bundesrepublik Deutschland sind die Exporte erneut in die Höhe geschneit, während die Importe eine ruhigere Tendenz aufwiesen. In Italien, den Niederlanden, Österreich und der Schweiz waren in letzter Zeit sowohl die Einfuhr wie die Ausfuhr abwärtsgerichtet, während sich für Schweden ein scharfer Aufschwung ergeben hat. Die Importe des Vereinigten Königreichs haben, nachdem sie während des überwiegenden Teils von 1965 stabil geblieben waren, wieder zu steigen begonnen.

Die kanadische Einfuhr nahm im Laufe des Jahres 1965 sehr stark zu; da die Exporte sich im zweiten Halbjahr beschleunigt erhöhten, war die Bilanz praktisch im Gleichgewicht. Der Außenhandel der Vereinigten Staaten wies während des größeren Teils des vergangenen Jahres erhebliche Schwankungen auf. Infolge eines scharfen Einfuhranstiegs gegen Ende 1965 nahm der Exportüberschuß ab, und Anfang 1966 verringerte er sich weiter, da die Ausfuhr zurückging. Im März jedoch begann sie sich wieder zu erholen. In Japan hat sich im vergangenen Herbst der steigende Trend der Ausfuhr umgekehrt, doch 1966 ergab sich ein neuerlicher scharfer Umschwung, so daß trotz steigender Importe die Handelsbilanz weiterhin einen Überschuß aufwies.

Die allgemeine Struktur des Weltzahlungsverkehrs ist aus der Tabelle ersichtlich, in der die Weltzahlungsbilanz für die vergangenen drei Jahre zusammengestellt ist. Der Überschuß in der laufenden Rechnung der Vereinigten Staaten verringerte sich 1965 um 1,5 Milliarden Dollar; von der entsprechenden Verbesserung in den anderen Ländern entfiel ein Drittel auf das westliche Europa und der Rest auf die übrige Welt. Der Kapitalabfluß aus den Vereinigten Staaten verringerte sich um 1,6 Milliarden Dollar, doch war davon ausschließlich das westliche Europa betroffen. Während für das westliche Europa die laufende Rechnung sich um 0,5 Milliarden Dollar verbesserte — der Fehlbetrag ging von 1,9 auf 1,4 Milliarden Dollar zurück —, verringerte sich die Nettokapitaleinfuhr als Folge der amerikanischen Zahlungsbilanzmaßnahmen um 1,6 Milliarden Dollar; letztere war mit 1,9 Milliarden Dollar jedoch noch beträchtlich und ermöglichte eine Reservenzunahme von 0,5 Milliarden Dollar.

Die übrige Welt konnte ihr Ertragsbilanzdefizit um 1 Milliarde Dollar reduzieren, da ihr Fehlbetrag gegenüber den Vereinigten Staaten sich um 0,7 Milliarden Dollar verminderte und in der Bilanz mit dem westlichen Europa, die 1964 ausgeglichen gewesen war, ein Überschuß von 300 Millionen Dollar zustande kam.

Weltzahlungsbilanz

1963	Saldo in der Bilanz <sup>1</sup>		
	der Vereinigten Staaten	des westlichen Europa	der übrigen Welt
	Milliarden US-Dollar		
Ertragsbilanz gegenüber den Vereinigten Staaten . . . . .	—	— 1,2	— 2,0
dem westlichen Europa . . . . .	+ 1,2	—	— 0,3
der übrigen Welt . . . . .	+ 2,0	+ 0,3	—
Gesamte Ertragsbilanz <sup>2</sup> . . . . .	+ 3,2	— 0,9	— 2,3
Kapitalbilanz, nichterfaßte Posten und Ermittlungsfehler . . .	— 5,3	+ 2,6	+ 3,1
Gesamtbilanz (Veränderung des amtlichen Bestandes an Gold und Devisen und der IWF-Nettoposition) . . . . .	— 2,1	+ 1,7	+ 0,8
Verkauf von Gold für monetäre Zwecke . . . . .	—	—	+ 0,8
1964			
Ertragsbilanz gegenüber den Vereinigten Staaten . . . . .	—	— 1,9	— 3,9
dem westlichen Europa . . . . .	+ 1,9	—	0
der übrigen Welt . . . . .	+ 3,9	0	—
Gesamte Ertragsbilanz <sup>2</sup> . . . . .	+ 5,8	— 1,9	— 3,9
Kapitalbilanz, nichterfaßte Posten und Ermittlungsfehler . . .	— 7,0	+ 3,5	+ 3,6
Gesamtbilanz (Veränderung des amtlichen Bestandes an Gold und Devisen und der IWF- und AKV-Nettoposition) . . . . .	— 1,2	+ 1,6	— 0,3
Verkauf von Gold für monetäre Zwecke . . . . .	—	—	+ 0,8
1965			
Ertragsbilanz gegenüber den Vereinigten Staaten . . . . .	—	— 1,1	— 3,2
dem westlichen Europa . . . . .	+ 1,1	—	+ 0,3
der übrigen Welt . . . . .	+ 3,2	— 0,3	—
Gesamte Ertragsbilanz <sup>2</sup> . . . . .	+ 4,3	— 1,4	— 2,9
Kapitalbilanz, nichterfaßte Posten und Ermittlungsfehler . . .	— 5,4	+ 1,9	+ 3,5
Gesamtbilanz (Veränderung des amtlichen Bestandes an Gold und Devisen und der IWF- und AKV-Nettoposition) . . . . .	— 1,1	+ 0,5	+ 0,6
Verkauf von Gold für monetäre Zwecke . . . . .	—	—	+ 0,2

<sup>1</sup> Die Salden in der Gesamtbilanz der einzelnen Räume entsprechen den Veränderungen der amtlichen Bestände an Gold und Devisen und der IWF- und AKV-Nettoposition der zum jeweiligen Raum gehörenden Länder. In den Salden schlagen sich auch die unterschiedliche statistische Darstellung und der Fluß amtlicher Dollarreserven zum oder aus dem Eurodollarmarkt nieder. Die Währungsreserven der Sowjetunion, der übrigen osteuropäischen Länder, Kontinentasinas und Nordkoreas sind nicht enthalten. Die US-Währungsreserven erscheinen abzüglich der kurzfristigen Dollarverbindlichkeiten gegenüber amtlichen Stellen im Ausland und abzüglich der nichtmarktfähigen Schuldverschreibungen und Schatzanweisungen der US-Regierung im Besitz amtlicher Stellen im Ausland. Die Währungsreserven des Vereinigten Königreichs erscheinen abzüglich der Sterlingverbindlichkeiten gegenüber ausländischen Währungsbehörden. Die Summe der Salden aller drei Gesamtbilanzen eines Jahres weist ein positives Ergebnis auf. Dieses entspricht, soweit es nicht durch Uneinheitlichkeiten in der Statistik der Devisenbestände verfälscht ist, dem Weltzuwachs an Währungsgold im betreffenden Jahr.

<sup>2</sup> Einschließlich Übertragungen.

Die Verbesserung in der laufenden Bilanz der übrigen Welt ging vollständig von den Entwicklungsländern aus, deren Defizit um 1,7 Milliarden Dollar auf etwas unter 1 Milliarde Dollar gesunken war. Die fünf entwickelten Länder, das heißt Australien, Japan, Kanada, Neuseeland und Südafrika, erhöhten ihr zusammengefaßtes Defizit um 0,7 Milliarden Dollar; lediglich Japan konnte seine

Position verbessern. Der Nettokapitalstrom nach der übrigen Welt belief sich auf 3,5 Milliarden Dollar und damit auf etwa ebensoviel wie im vorangegangenen Jahr. Während den fünf entwickelten Ländern 50 Millionen Dollar mehr zufließen, waren es bei den Entwicklungsländern 150 Millionen Dollar weniger.

### Zahlungsbilanzen

*Vereinigte Staaten.* Die amerikanische Zahlungsbilanzlage stand 1965 unter dem starken Einfluß von zwei entgegengesetzten Vorgängen. Einerseits verminderte sich die private Kapitalausfuhr von 6,5 auf 3,5 Milliarden Dollar infolge der Einführung des Programms der freiwilligen Kreditbeschränkung. Andererseits ging der Aktivsaldo des Warenhandels von 6,7 auf 4,8 Milliarden Dollar zurück. So verringerte sich das auf Liquiditätsbasis errechnete Zahlungsbilanzdefizit von 2,8 auf 1,3 Milliarden Dollar; auf der Basis der offiziellen Ausgleichsoperationen hingegen ergab sich praktisch keine Verbesserung. Im ersten Quartal 1966 belief sich der saisonbereinigte Fehlbetrag auf Liquiditätsbasis auf einen Jahreswert von 2,3 Milliarden Dollar.

Die Verschlechterung der Handelsbilanz im Jahre 1965 — die fast ausschließlich von den kommerziellen Transaktionen ausging — war darauf zurückzuführen, daß die Einfuhr viel rascher zunahm als die Ausfuhr. Die Warenausfuhr erhöhte sich nämlich nur um 1 Milliarde Dollar oder um 4 Prozent; 1964 war sie um 14 Prozent gestiegen, und während der vorangegangenen zehn Jahre hatte die jährliche Steigerungsrate durchschnittlich 7 Prozent betragen. Die zwei Hauptursachen des Rückgangs waren die Verlangsamung der Auslandsnachfrage und der Auftrieb der Binnennachfrage. Hinzu kommt, daß Ende 1964 in Erwartung des Hafenarbeiterstreiks, der Anfang 1965 erfolgte, beschleunigte Verschiffungen stattgefunden haben. Selbst wenn man dies aber berücksichtigt, schwächte sich die Ausfuhr in der ersten Jahreshälfte 1965 ab. Im zweiten Halbjahr nahmen die Exporte jedoch wieder einen Aufschwung, und im letzten Quartal lagen sie 8 Prozent höher als ein Jahr zuvor.

Der gedämpfte Wirtschaftsablauf im westlichen Europa und in Japan hatte zur Folge, daß die amerikanische Ausfuhr in diese Gebiete nur um je etwa 4 Prozent zunahm, während 1964 die Steigerung 10 Prozent übertroffen hatte. Die Ausfuhr in die Entwicklungsländer — auf die ein Drittel der US-Gesamtausfuhr entfällt — nahm nicht zu, wogegen die Lieferungen nach Kanada um 15 Prozent stiegen. Die Ausfuhr landwirtschaftlicher Erzeugnisse nahm geringfügig ab, hauptsächlich infolge verringerter Weizenverkäufe in die Entwicklungsländer und nach Osteuropa. Die Ausfuhr nichtlandwirtschaftlicher Güter stieg um 1,1 Milliarden Dollar, oder um etwa 6 Prozent, die der industriellen Erzeugnisse allein um 5,5 Prozent.

Die Einfuhr dagegen nahm um 2,9 Milliarden Dollar bzw. 15,5 Prozent zu — die höchste seit 1959 erreichte Zuwachsrate. Wie in früheren Jahren mit außergewöhnlich rascher wirtschaftlicher Expansion, zum Beispiel 1959 und 1962, nahm die Einfuhr etwa doppelt so schnell zu wie das Bruttosozialprodukt.

Ungefähr 80 Prozent der Zunahme im Jahre 1965 entfielen auf industrielle Erzeugnisse. Wenn man die Stahlimporte ausklammert — die wegen eines bevorstehenden Streiks um 450 Millionen Dollar wuchsen —, erhöhte sich die Einfuhr von Verarbeitungsgütern um 12 Prozent. Die Einfuhr von Konsumgütern, einschließlich der Motorfahrzeuge, stieg um 22 Prozent und von Investitionsgütern um nicht weniger als 41 Prozent. Die Einfuhrzunahme bei Nahrungsmitteln war sehr gering. Was die Herkunft der Einfuhr betrifft, so erhöhten sich die US-Käufe in Japan um 38 Prozent, die im westlichen Europa und in Kanada um 20 bzw. 15 Prozent und die in den Entwicklungsländern nur um 7 Prozent.

Der Aktivsaldo im außermilitärischen Dienstleistungsverkehr nahm wieder zu, und zwar von 3,1 auf 3,3 Milliarden Dollar. Die Reiseverkehrsausgaben erhöhten sich weiter; doch stand dem Zuwachs ein noch größerer Anstieg der Zins- und Dividendenerträge gegenüber, der durch die wachsenden US-Auslandsinvestitionen, die hohen Zinssätze im Ausland und durch eine außergewöhnlich umfangreiche Repatriierung von Erträgen bewirkt wurde. Die Nettoausgaben für militärische Zwecke nahmen etwas ab, jedoch ist es in Anbetracht des Vietnamkrieges unwahrscheinlich, daß sich diese Tendenz fortsetzen wird.

Die private US-Kapitalausfuhr verminderte sich hauptsächlich als Reaktion auf das Programm der freiwilligen Kreditbeschränkung, das im Februar 1965 eingeführt wurde, um 2,9 Milliarden Dollar bzw. um fast die Hälfte. Die Verbesserung erfolgte praktisch in voller Höhe im kurzfristigen Kapitalverkehr, der nach einem Nettoabfluß von 2,1 Milliarden Dollar im Jahre 1964 mit einem Nettozufluß von 0,7 Milliarden Dollar abschloß. In gewissem Umfang spiegelte sich in dem Umschwung die Rückführung freier Gelder wider, die im Ausland wegen der etwas höheren Rendite angelegt worden waren, und wahrscheinlich wären bei den gegenwärtig angespannten Kreditverhältnissen in den Vereinigten Staaten einige dieser Guthaben auch ohne das Programm zur Finanzierung längerfristiger Investitionen beansprucht worden.

Die Richtlinien der Regierung für Banken und sonstige Finanzinstitute vom Februar 1965 hatten einen scharfen Rückgang der Kreditgewährung an das Ausland zur Folge. Im weiteren Verlauf des Jahres verminderten die Banken ihre Auslandsforderungen ständig und vergrößerten damit den freien Teil innerhalb der ihnen für die Ausleihungen gesetzten Grenzen. Zunächst kam darin hauptsächlich der Wunsch zum Ausdruck, einen Spielraum für zukünftige Kreditzusagen zu behalten. Gegen Ende des Jahres jedoch verlagerten die Banken offensichtlich einen Teil ihrer Ausleihungen vom Ausland auf das Inland. Die Folge davon war, daß die Banken einen Zufluß an kurz- und langfristigen Geldern in Höhe von 0,1 Milliarden Dollar verzeichneten, gegenüber einem Abfluß von 2,4 Milliarden Dollar im vorangegangenen Jahr: der Abfluß kurzfristiger Gelder in Höhe von 1,5 Milliarden Dollar im Jahr 1964 wurde von einem Zufluß von 0,3 Milliarden Dollar abgelöst, während die Zunahme der langfristigen Ausleihungen von 0,9 auf 0,2 Milliarden Dollar zurückfiel. Diese Verminderung setzte sich in den ersten Monaten 1966 fort, und bis Ende März waren die gesamten Auslandsforderungen der Banken um weitere 260 Millionen Dollar verringert worden; der ihnen verbleibende Spielraum hatte sich auf 715 Millionen Dollar erhöht.

Vereinigte Staaten: Zahlungsbilanz

	1964	Ganzes Jahr	1965				1966
			I	II	III	IV	I
			saisonbereinigt				
Millionen Dollar							
Waren- und Dienst- leistungsverkehr							
Ausfuhr (fob)							
Staatlich finanziert . . . . .	+ 2 815	+ 2 715	+ 575	+ 745	+ 715	+ 680	.
Kommerziell . . . . .	+ 22 457	+ 23 570	+ 5 050	+ 6 055	+ 6 115	+ 6 350	.
Gesamtausfuhr . . . . .	+ 25 290	+ 26 285	+ 5 625	+ 6 800	+ 6 830	+ 7 030	+ 7 115
Einfuhr (fob) . . . . .	- 18 620	- 21 490	- 4 660	- 5 480	- 5 595	- 5 755	- 6 010
Saldo des Warenhandels .	+ 6 670	+ 4 795	+ 965	+ 1 320	+ 1 235	+ 1 275	+ 1 105
Kapitalerträge einschließlich							
Gebühren, Patente usw. . . .	+ 4 810	+ 5 330	+ 1 390	+ 1 455	+ 1 335	+ 1 150	.
Militärische Ausgaben							
abzüglich Einnahmen . . . .	- 2 060	- 2 025	- 490	- 475	- 520	- 540	.
Pensionszahlungen und							
Überweisungen . . . . .	- 840	- 980	- 225	- 290	- 230	- 235	.
Sonstige Dienstleistungen . . .	- 860	- 1 020	- 310	- 265	- 230	- 215	.
Dienstleistungen insgesamt	+ 1 050	+ 1 305	+ 365	+ 425	+ 355	+ 160	.
Saldo des Waren- und Dienstleistungsverkehrs	+ 7 720	+ 6 100	+ 1 330	+ 1 745	+ 1 590	+ 1 435	.
Private Kapitaleleistungen							
US-Kapitaleleistungen							
Langfristig							
Direktinvestitionen . . . . .	- 2 375	- 3 265	- 1 160	- 890	- 515	- 700	.
Wertpapiere . . . . .	- 680	- 720	- 210	- 15	- 290	- 205	.
Bankkredite . . . . .	- 940	- 215	- 485	+ 180	- 65	+ 155	.
Sonstige . . . . .	- 355	- 55	+ 15	- 5	- 5	- 60	.
Langfristig insgesamt . .	- 4 350	- 4 255	- 1 840	- 730	- 875	- 810	.
Kurzfristig							
Banken . . . . .	- 1 525	+ 310	+ 45	+ 185	+ 10	+ 70	.
Nichtbanken . . . . .	- 585	+ 420	+ 255	+ 230	+ 45	- 110	.
Kurzfristig insgesamt . . .	- 2 110	+ 730	+ 300	+ 415	+ 55	- 40	.
Gesamte private US-Kapitaleleistungen . .	- 6 460	- 3 525	- 1 540	- 315	- 820	- 850	.
Ausländische nichtliquide Kapitalanlagen*							
Käufe nichtliquider Wertpapiere von US-Gesellschaften . .	- 85	- 425	+ 35	- 255	- 235	+ 30	+ 150
Sonstige . . . . .	+ 310	+ 375	+ 240	+ 10	+ 40	+ 85	.
Ausländische nichtliquide Kapitalanlagen insgesamt	+ 225	- 50	+ 275	- 245	- 195	+ 115	.
Saldo der privaten Kapitaleleistungen . . .	- 6 235	- 3 575	- 1 265	- 560	- 1 015	- 735	.
Unentgeltliche Leistungen und Kredite des Staates (abzüglich Rückzahlungen) und verschiedene nichtliquide Kapitaltransaktionen . . . . .	- 3 120	- 3 165	- 715	- 845	- 775	- 830	.
Nichterfaßte Posten und Ermittlungsfehler . . . . .	- 1 165	- 660	- 10	- 80	- 315	- 255	.
Saldo der Zahlungsbilanz (auf Liquiditätsbasis) . .	- 2 900	- 1 300	- 660	+ 260	- 515	- 385	- 580
abzüglich: Saisonbereinigungs- posten . . . . .	-	-	- 475	+ 70	+ 455	- 50	.
Saldo der Zahlungsbilanz vor saisonaler Bereinigung	- 2 900	- 1 300	- 185	+ 190	- 970	- 335	.

\* Ausländische private und amtliche Anlagen in nichtliquiden privaten US-Papieren.

Die private langfristige Kapitalausfuhr war mit 4,3 Milliarden Dollar trotz dem Rückgang der Bankkredite fast so hoch wie im Jahre 1964. Die Direktinvestitionen erhöhten sich von 2,4 auf 3,3 Milliarden Dollar, obwohl sie sich im Rahmen des Selbstbeschränkungsprogramms hielten, und waren während des ersten Quartals besonders umfangreich, als die Gesellschaften ihre Kapitalausfuhr in Erwartung nachfolgender Restriktionen beschleunigten. Das Programm hatte trotzdem eine gewisse Wirkung: einige Pläne für Direktinvestitionen wurden eingeschränkt, während andere über umfangreiche Kreditaufnahme im Ausland zu höheren Zinssätzen finanziert wurden. Darüber hinaus erfolgte ein ausgeprägter Umschwung in der geographischen Verteilung der langfristigen Kapitalausfuhr, der teilweise den behördlichen Prioritäten entsprach; die neuen Direktinvestitionen in Europa nahmen nur um ein Zehntel zu, während sich jene in Kanada verdreifachten und die in den ölerzeugenden Ländern Asiens und Afrikas sich mehr als verdoppelten. Trotzdem war der scharfe Anstieg der Direktinvestitionen im Ausland den amtlichen Zielen eindeutig entgegengerichtet. Als die Regierung im vergangenen Dezember die Richtlinien auf ein weiteres Jahr ausdehnte, begrenzte sie den Anstieg des Gesamtbetrages von Direktinvestitionen und einbehaltenen Gewinnen in den Industrieländern und bestimmten Ländern mit nichtagrarischer Grundstoffproduktion. Gemeinsam mit der Ausdehnung des Programms auf 400 weitere Gesellschaften soll dadurch eine Verbesserung von fast 1 Milliarde Dollar erreicht werden.

Die Kapitalausfuhr auf Grund amerikanischer Wertpapierkäufe wies im vergangenen Jahr wenig Veränderung auf. Neuemissionen ausländischer Wertpapiere — die nahezu alle von der Steuer befreit und überwiegend kanadischer Herkunft waren — nahmen um fast 150 Millionen Dollar zu, und sie hätten sich um das Doppelte erhöht, wenn der Transfer des Erlöses aus einigen kanadischen Emissionen nicht aufgeschoben worden wäre. Der durch Neuemissionen bedingte größere Abfluß wurde jedoch durch vermehrte US-Nettoverkäufe umlaufender ausländischer Wertpapiere ausgeglichen. Die ausländischen Verkäufe langfristiger Papiere von US-Unternehmen verzeichneten 1965 eine beträchtliche Erhöhung auf 0,4 Milliarden Dollar. Dabei handelte es sich hauptsächlich um die Realisierung des Dollar-Wertpapierbestandes des britischen Schatzamtes und damit um einen ziemlich außergewöhnlichen und einmaligen Vorgang. Dennoch ergab sich im privaten Kapitalverkehr eine bedeutende Verbesserung, die wahrscheinlich größer war, als aus den gemeldeten Zahlen ersichtlich ist, da der Passivsaldo der nichterfaßten Posten und Ermittlungsfehler um 0,5 Milliarden Dollar abnahm.

Die unentgeltlichen Leistungen und Nettokapitaltransaktionen der US-Regierung blieben im Jahr 1965 nahezu unverändert. Die Nettokapitalhilfe für Entwicklungsländer war wie in den zurückliegenden Jahren mit etwa 4 Milliarden Dollar ziemlich konstant.

*Kanada.* Während die kanadische Wirtschaft im Jahre 1965 ihre kräftige Aufwärtsbewegung fortsetzte, verschlechterte sich die Zahlungsbilanz. Das laufende Defizit hatte sich seit 1959, als es eine Spitze von 1,4 Milliarden Dollar erreichte, ziemlich stetig verringert, indem die Ausfuhr rascher zugenommen

Kanada: Zahlungsbilanz

	1964	1965	1964	1965			
			IV	I	II	III	IV
	Millionen US-Dollar						
Warenhandel (fob)							
Ausfuhr . . . . .	7 625	8 080	1 970	1 690	2 025	2 090	2 275
Einfuhr . . . . .	6 975	7 985	1 820	1 730	2 050	1 945	2 260
Saldo des Warenhandels . . .	+ 650	+ 95	+ 150	- 40	- 25	+ 145	+ 15
Dienstleistungen							
Kapitalerträge . . . . .	- 615	- 680	- 175	- 160	- 155	- 150	- 215
Sonstige Dienstleistungen . . .	- 435	- 465	- 125	- 170	- 160	+ 15	- 150
Saldo der Dienstleistungen . .	- 1 050	- 1 145	- 300	- 330	- 315	- 135	- 365
Saldo der laufenden Posten . .	- 400	- 1 050	- 150	- 370	- 340	+ 10	- 350
Langfristige Kapitalleistungen							
Wertpapieranlagen							
Netto-Neuemissionen							
kanadischer Wertpapiere . .	+ 710	+ 700	+ 425	+ 195	+ 120	+ 220	+ 165
Transaktionen in umlaufenden							
kanadischen Wertpapieren . .	- 20	- 165	- 15	- 75	- 60	+ 10	- 40
Ausländische Wertpapiere . . .	- 10*	- 40*	- 10	- 35	- 5	- 20	+ 20*
Direktinvestitionen . . . . .	+ 105	+ 255	+ 60	+ 35	+ 105	+ 45	+ 70
Sonstige . . . . .	+ 5	- 190	- 5	- 10	- 75	- 60	- 45
Zusammen . . . . .	+ 790	+ 560	+ 455	+ 110	+ 85	+ 195	+ 170
Saldo der Grundbilanz . . . .	+ 390	- 490	+ 305	- 260	- 255	+ 205	- 180
Kurzfristige Kapitalleistungen	+ 195	+ 230	+ 60	- 75	+ 85	+ 45	+ 175
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz) . . . . .	+ 585	- 260	+ 365	- 335	- 170	+ 250	- 5

\* Einschließlich der Nettoeinnahmen von 50 Millionen Dollar 1964 und 30 Millionen Dollar im vierten Quartal 1965 im Zusammenhang mit dem Columbia-River-Abkommen.

hatte als die Einfuhr. Dieser Trend kehrte sich im vergangenen Jahr unter dem Einfluß des wachsenden Nachfragedrucks auf dem Inlandsmarkt und infolge eines Rückgangs der Weizenverkäufe um. Der Fehlbetrag gegenüber den Vereinigten Staaten nahm zu, und der traditionelle Überschuß im Verkehr mit den überseeischen Ländern ging scharf zurück.

Die Einfuhr erhöhte sich um 1 Milliarde Dollar bzw. 15 Prozent, was der Zuwachsrate von 1964 entsprach; dabei ergab sich im vierten Quartal ein Aufschwung. Umfangreichen Käufen von industriellen Rohstoffen, Investitionsgütern, Automobilen und anderen dauerhaften Konsumgütern standen infolge des Rückgangs des Zuckerpreises geringere Ausgaben für Nahrungsmittel gegenüber.

Die Ausfuhr erhöhte sich um 455 Millionen Dollar bzw. 6 Prozent, verglichen mit 16 Prozent im Jahre 1964. Während die Verkäufe nach den Vereinigten Staaten und nach Kontinentaleuropa sich um 14 Prozent ausdehnten, nahmen die Lieferungen in das Vereinigte Königreich und in die übrige Welt geringfügig ab. Die Ausfuhr von Nichteisenmetallen wies eine der größten Zuwachsraten auf

und erhöhte sich um 165 Millionen Dollar. Die Automobilausfuhr stieg um etwa denselben Betrag, teilweise als Folge eines bilateralen Freihandelsabkommens, das mit den Vereinigten Staaten im Januar 1965 geschlossen worden war. Die Verkäufe von Weizen und Mehl lagen um etwa 160 Millionen Dollar unter denen des Jahres 1964 — großenteils wegen eines Rückgangs der Lieferungen an die Sowjetunion und die osteuropäischen Länder. Im August 1965 wurde ein neuer Vertrag mit der Sowjetunion geschlossen, der Lieferungen in Höhe von 370 Millionen Dollar vorsieht. Die Hälfte davon wurde 1965 verschifft.

Das Defizit im Dienstleistungsverkehr nahm, hauptsächlich infolge vermehrter Zins- und Dividendenzahlungen, um 95 Millionen Dollar zu, und so stellte sich der Fehlbetrag in laufender Rechnung auf 1 050 Millionen Dollar.

Die Einfuhr von langfristigem Kapital war mit 560 Millionen Dollar die niedrigste im vergangenen Jahrzehnt und lag um 230 Millionen Dollar unter der für 1964. Eine Zunahme der ausländischen Direktinvestitionen in Kanada wurde durch eine Verringerung der Wertpapieranlagen und durch Rückflüsse im Zusammenhang mit anderen Kapitaltransaktionen überkompensiert. Die Wertpapieranlagen, die die bedeutendste Kapitalquelle darstellen, verminderten sich von 680 Millionen Dollar im Jahre 1964 auf 495 Millionen Dollar im Jahre 1965. Die Auslandsverkäufe von im Umlauf befindlichen kanadischen Wertpapieren stiegen von 20 auf 165 Millionen Dollar und die kanadischen Käufe ausländischer Wertpapiere von 10 auf 40 Millionen Dollar. Die Nettoneuemissionen kanadischer Wertpapiere im Ausland waren mit 700 Millionen Dollar etwa ebenso hoch wie 1964. Ohne den im November 1965 erfolgten Beschluß, den Transfer von Erlösen aus bestimmten kanadischen Emissionen, die gegen Ende des vergangenen Jahres in den Vereinigten Staaten aufgelegt wurden, bis 1966 aufzuschieben, wären die Erlöse aus den Nettoneuemissionen im Ausland beträchtlich höher gewesen als 1964.

Die ausländischen Nettodirektinvestitionen in Kanada, die während vier aufeinanderfolgender Jahre zurückgegangen waren, erhöhten sich 1965, und zwar von 235 auf 360 Millionen Dollar. Etwa vier Fünftel kamen aus den Vereinigten Staaten und waren noch nicht von der freiwilligen Begrenzung der US-Direktinvestitionen betroffen; der Rest stammte aus überseeischen Ländern ohne das Vereinigte Königreich. Die kanadischen Direktinvestitionen im Ausland verringerten sich von 130 auf 105 Millionen Dollar und entfielen etwa zu gleichen Teilen auf die Vereinigten Staaten und auf überseeische Länder ohne das Vereinigte Königreich. Der Saldo der Direktinvestitionen stieg somit von 105 auf 255 Millionen Dollar.

Die „sonstigen“ langfristigen Kapitalleistungen, die 1964 ungefähr ausgeglichen waren, schlossen im vergangenen Jahr mit einem Nettoabfluß von 190 Millionen Dollar. Die tatsächlichen Abflüsse entsprachen etwa dem Volumen der neugewährten Exportkredite. Der Grund für die Veränderung dieses Postens vom einen Jahr zum anderen liegt in der Verminderung der langfristigen Bankkreditaufnahme, der Abnahme von Hypothekenanlagen in Kanada und der Anlage-tätigkeit der Versicherungsgesellschaften.

Der Fehlbetrag in der Grundbilanz stellte sich auf 490 Millionen Dollar, verglichen mit einem Aktivsaldo von 390 Millionen Dollar im vorangegangenen Jahr. Die kurzfristigen Kapitalbewegungen (ohne diejenigen der kanadischen Banken) deckten 230 Millionen Dollar des Defizits, so daß die Devisenbilanz mit einem Passivsaldo von 260 Millionen Dollar abschloß.

*Westliche europäische Länder.* Das zusammengefaßte Ertragsbilanzdefizit der westeuropäischen Länder verminderte sich von 1,7 Milliarden Dollar im Jahr 1964 auf 1,4 Milliarden Dollar im vergangenen Jahr. Der Überschuß der EWG-Länder verdoppelte sich nahezu und betrug 715 Millionen Dollar, während das Defizit der EFTA-Länder von 1,6 Milliarden auf 1 Milliarde Dollar abnahm. Diese Verbesserungen wurden teilweise ausgeglichen durch eine Verschlechterung um 530 Millionen Dollar in der Bilanz der sechs Länder außerhalb der EWG und der EFTA.

Die herausragenden Merkmale des Jahres 1965 waren die hohen Aktivsaldo Italiens und Frankreichs, der scharfe Rückgang des Defizits des Vereinigten Königreichs sowie das Auftauchen großer Ertragsbilanzdefizite in der Bundesrepublik Deutschland und in Spanien.

*Vereinigtes Königreich.* Die Wirtschaftspolitik des Vereinigten Königreichs mußte seit dem vierten Quartal 1964 in zunehmendem Maße von Zahlungsbilanz-erwägungen geleitet werden, nachdem man in der vorangegangenen Periode das wirtschaftliche Wachstum in den Vordergrund gestellt hatte. Zusätzlich zu dem im Oktober 1964 eingeführten Importzollzuschlag von 15 Prozent (der im Frühjahr 1965 auf 10 Prozent gesenkt wurde) legte die Regierung im April 1965 ein Budget vor, das Steuererhöhungen beinhaltete und mit besonderen Maßnahmen zur Verminderung der Kapitalausfuhr und zur Erleichterung der Exportfinanzierung verbunden war. Als sich die Zahlungsbilanz, nach einer Anfang 1965 erfolgten Verbesserung, während des zweiten Quartals verschlechterte, wurden im Juli zusätzliche Maßnahmen zur Beschränkung der inländischen Nachfrage und der Kapitalausfuhr beschlossen.

Das Zahlungsbilanzdefizit verminderte sich von 2 150 Millionen Dollar im Jahre 1964 auf 990 Millionen Dollar im vergangenen Jahr bzw. von 2 090 auf 700 Millionen Dollar, wenn man die nichterfaßten Transaktionen einschließt. Wenn auch der starke Druck auf die Produktionskräfte anhielt, so führten doch die Nachfragebeschränkungen dazu, daß das Ertragsbilanzdefizit von 1 135 auf 380 Millionen Dollar abnahm, während die Devisenbewirtschaftungsmaßnahmen zum Rückgang des Nettoabflusses langfristigen Kapitals von 1 015 auf 610 Millionen Dollar beitrugen.

Die Verbesserung in der Bilanz der laufenden Posten war auf eine Verminderung des Fehlbetrages im Warenhandel von ungefähr 1 500 auf 740 Millionen Dollar zurückzuführen. Die Warenausfuhr erhöhte sich um 860 Millionen Dollar, während die Einfuhrzunahme durch den Zollzuschlag auf nur 105 Millionen Dollar beschränkt wurde.

Verglichen mit dem Jahresdurchschnitt von nur etwa 4,5 Prozent während der vorangegangenen zehn Jahre, war der Ausfuhranstieg mit 7 Prozent recht

Die Zahlungsbilanzen der westlichen europäischen Länder

	Jahr	Saldo des Waren- handels- (fob)	Dienst- leistungen <sup>1</sup>	Saldo der laufenden Posten	Nettokapitalleistungen (Zufluß +) <sup>2</sup>		Saldo der Gesamt- bilanz <sup>3</sup>
					Langfristig	Kurzfristig	
					Millionen US-Dollar		
Belgien-Luxemburg . . . . .	1964	- 175	+ 175	- 0	+ 190	- 15	+ 175
	1965	- 35	+ 185	+ 150	-	15	+ 135
Deutschland (BR) . . . . .	1964	+ 2 415	- 2 295	+ 120	- 205	+ 180	+ 95
	1965	+ 1 275	- 2 830	- 1 555	+ 175	+ 1 100	- 280
Frankreich . . . . .	1964	- 90	+ 175	+ 85	+ 445	+ 265 <sup>4</sup>	+ 795
	1965	+ 390	+ 130	+ 520	+ 290 <sup>5</sup>	+ 330 <sup>4</sup>	+ 1 140
Italien . . . . .	1964	- 1 490 <sup>6</sup>	+ 1 815	+ 325	+ 465	+ 10	+ 800
	1965	- 475 <sup>6</sup>	+ 2 105	+ 1 630	- 40	- 15	+ 1 575
Niederlande . . . . .	1964	- 765	+ 650	- 115	+ 90	+ 90	+ 65
	1965	- 670	+ 640	- 30	- 35	+ 35	- 30
EWG zusammen . . . . .	1964	- 105	+ 520	+ 415	+ 985	+ 530	+ 1 930
	1965	+ 485	+ 230	+ 715	+ 1 825		+ 2 540
Dänemark . . . . .	1964	- 215	+ 160	- 55	+ 170		+ 115
	1965	- 285	+ 175	- 110	+ 130		+ 20
Norwegen . . . . .	1964	- 705 <sup>6</sup>	+ 630	- 75	+ 115		+ 40
	1965	- 775 <sup>6</sup>	+ 675	- 100	+ 260		+ 160
Österreich . . . . .	1964	- 415 <sup>6</sup>	+ 475	+ 60	+ 35		+ 95
	1965	- 500 <sup>6</sup>	+ 490	- 10	- 50		- 60
Portugal . . . . .	1964	- 185	+ 200	+ 15	+ 115	- 25	+ 105
	1965	- 305	+ 290	- 15	+ 80	+ 20	+ 85
Schweden . . . . .	1964	- 190 <sup>6</sup>	+ 160	- 20	+ 210		+ 190
	1965	- 405 <sup>6</sup>	+ 115	- 290	+ 315		+ 25
Schweiz . . . . .	1964	- 945 <sup>6</sup>	+ 535	- 410	+ 555		+ 145 <sup>7</sup>
	1965	- 710 <sup>6</sup>	+ 580	- 130	+ 190		+ 60 <sup>7</sup>
Vereinigtes Königreich . . . . .	1964	- 1 495	+ 360	- 1 135	- 1 015	+ 60	- 2 090
	1965	- 740	+ 360	- 380	- 610	+ 290	- 700
EFTA zusammen . . . . .	1964	- 4 140	+ 2 520	- 1 620	+ 220		- 1 400
	1965	- 3 720	+ 2 685	- 1 035	+ 625		- 410
Finnland . . . . .	1964	- 220 <sup>6</sup>	+ 45	- 175	+ 155	+ 60	+ 40
	1965	- 225 <sup>6</sup>	+ 40	- 185	+ 35	+ 65	- 85
Griechenland . . . . .	1964	- 575 <sup>6</sup>	+ 375	- 200	+ 190	- 35	- 45
	1965	- 700 <sup>6</sup>	+ 435	- 265	+ 205	+ 35	- 25
Irland . . . . .	1964	- 355 <sup>6</sup>	+ 265	- 90	+ 105		+ 15
	1965	- 415 <sup>6</sup>	+ 290	- 125	+ 75		- 50
Island . . . . .	1964	- 10	+ 0	- 10	+ 15		+ 5
	1965	- 10	+ 5	- 5	+ 10		+ 5
Spanien . . . . .	1964	- 995	+ 1 055	+ 60	+ 265	+ 40	+ 365 <sup>7</sup>
	1965	- 1 670	+ 1 280	- 390	+ 200	+ 85	- 105 <sup>7</sup>
Türkei . . . . .	1964	- 125 <sup>6</sup>	+ 20	- 105	+ 120		+ 15 <sup>7</sup>
	1965	- 110 <sup>6</sup>	+ 30	- 80	+ 90		+ 10 <sup>7</sup>
Alle Länder zusammen	1964	- 6 525	+ 4 800	- 1 725	+ 2 650		+ 925
	1965	- 6 365	+ 4 995	- 1 370	+ 3 250		+ 1 880

<sup>1</sup> Mit Saldo der Übertragungen. <sup>2</sup> Berechnet als Differenz zwischen dem Saldo der laufenden Posten und dem Saldo der Gesamtbilanz. Die langfristigen Kapitalleistungen sind, wenn möglich, gesondert ausgewiesen. Der Gesamtwert bzw. der Wert für die kurzfristigen Kapitalleistungen schließt die nichterläßten Posten und Ermittlungsfehler ein. <sup>3</sup> Veränderung der amtlichen Nettoforderungen und der Devisenposition der Geschäftsbanken. <sup>4</sup> Einschließlich des Saldo der französischen Überseegebiete im Verkehr mit den Ländern außerhalb der Frankenzonen. <sup>5</sup> Ausschließlich der amtlichen vorzeitigen Schuldentrückzahlungen. <sup>6</sup> Einfuhr cif. <sup>7</sup> Nur amtliche Nettoforderungen.

Vereinigtes Königreich: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1964	1965				
		Ganzes Jahr	I	II	III	IV
		Millionen US-Dollar				
Warenhandel (fob) <sup>2</sup>						
Einfuhr . . . . .	14 015	14 120	3 375	3 550	3 600	3 595
Ausfuhr und Wiederausfuhr . . . . .	12 520	13 380	3 265	3 220	3 395	3 500
Saldo des Warenhandels . . . . .	- 1 495	- 740	- 110	- 330	- 205	- 95
Dienstleistungen <sup>2</sup> . . . . .	+ 360	+ 360	+ 60	+ 135	+ 50	+ 115
Saldo der laufenden Posten <sup>2</sup> . . . . .	—	—	- 50	- 195	- 155	+ 20
Saldo der laufenden Posten vor Bereinigung	- 1 135	- 380	- 105	- 15	- 330	+ 70
Langfristige Kapitaleleistungen						
Öffentlich . . . . .	- 325	- 225	- 40	- 30	- 70	- 85
Privat						
Anlagen von Inländern im Ausland . . . . .	- 1 115	- 875	- 275	- 200	- 195	- 205
Anlagen von Ausländern im Inland . . . . .	+ 425	+ 490	+ 130	+ 140	+ 5	+ 215
Saldo der langfristigen Kapitaleleistungen . . . . .	- 1 015	- 610	- 185	- 90	- 260	- 75
Saldo der Grundbilanz . . . . .	- 2 150	- 990	- 290	- 105	- 590	- 5
Nichterfaßte Posten und Ermittlungsfehler . . . . .	+ 60	+ 290	- 5	+ 130	+ 15	+ 150
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz)	- 2 090	- 700	- 295	+ 25	- 575	+ 145

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis. <sup>2</sup> Quartalszahlen saisonbereinigt.

zufriedenstellend, jedoch lag er noch deutlich unter der Zunahme von 10 Prozent im übrigen westlichen Europa. Der volumenmäßige Anstieg der Exporte belief sich auf 5 Prozent. Wenn die relativ befriedigende Ausfuhrentwicklung im Jahre 1965 auch in gewissem Maße mit der im Oktober 1964 zugunsten der Exportindustrie eingeführten Steuerermäßigung (durchschnittlich 1,5 Prozent) und mit verschiedenen Verbesserungen bei Exportkrediten und -garantien zusammenhängen mag, die in dem Paket von Maßnahmen vom April und Juli 1965 enthalten waren, so läßt die geographische Analyse des Anstiegs doch vermuten, daß Nachfrageentwicklungen im Ausland der wichtigste Faktor waren. So erhöhte sich die Ausfuhr nach Nordamerika und der Bundesrepublik um 18 bzw. 15 Prozent, die Ausfuhr nach Frankreich, Italien und Japan ging dagegen zurück. Die Ausfuhr in die EWG verzeichnete per Saldo eine sehr geringe Zunahme, während die Exporte sowohl in die EFTA wie in das Sterlinggebiet um 7 Prozent anstiegen. Was die Aufgliederung nach Gütern betrifft, so weitete sich die Ausfuhr von gewerblichen Waren wertmäßig um 8 Prozent und dem Volumen nach um 4,5 Prozent aus, wobei die starke Erhöhung des Durchschnittswertindex teilweise den Auftrieb der Metallpreise widerspiegelt. Die Ausfuhr von Erzeugnissen des Maschinenbaus expandierte um 7,5 Prozent und die Ausfuhr von Straßenfahrzeugen um 5 Prozent, während sich der 38prozentige Zuwachs der Ausfuhr von sonstiger Transportausrüstung in erster Linie durch außergewöhnlich hohe Flugzeuglieferungen erklärt. Die Ausfuhr von Erzeugnissen der metallverarbeitenden Industrie stieg um 12 Prozent und von chemischen Erzeugnissen um 6,5 Prozent.

Die Einfuhr, deren rasche Ausdehnung bereits Mitte 1964 aufgehalten worden war, stieg sowohl dem Wert wie auch dem Volumen nach um etwa 1 Prozent an. Die sehr starke Diskrepanz zwischen dieser Zahl und der 6prozentigen Zunahme der inländischen Bruttoausgaben liegt hauptsächlich in dem Importzollzuschlag, in der geringeren Lagerbildung und in der hervorragenden Ernte des Jahres 1964 begründet. Die Einfuhr von Nahrungs- und Genußmitteln verminderte sich um 3 Prozent und von Grundstoffen um 1 Prozent. Andererseits stiegen die Importe von Brennstoffen um 6 Prozent und von Nichteisenmetallen (in erster Linie als Folge höherer Preise) um 12 Prozent. Die Einfuhr der Güter, die nicht dem Zollzuschlag unterliegen, verzeichnete per Saldo einen leichten Anstieg. Die Importe andererseits, auf die der Zollzuschlag erhoben wird, wiesen keine Veränderung auf. Die Einfuhr von chemischen Erzeugnissen und gewerblichen Fertigwaren erhöhte sich um 12 bzw. 5 Prozent, während die Einfuhr von gewerblichen Halbfertigwaren (ohne Nichteisenmetalle) sich um 3 Prozent verminderte. Innerhalb der Gruppe der gewerblichen Fertigwaren zeigte sich die Auswirkung des Zollzuschlages am deutlichsten bei der Einfuhr von Verbrauchsgütern, die sich trotz der Tatsache, daß die Verbrauchsausgaben zu laufenden Preisen um 5 Prozent zunahmen, um 11 Prozent verminderte; andererseits stieg die Einfuhr von Investitionsgütern um 14 Prozent.

Der Aktivsaldo im Dienstleistungsverkehr blieb unverändert bei 360 Millionen Dollar. Trotz dem höheren britischen Diskontsatz wuchsen die Nettokapitalerträge um 135 Millionen Dollar, und auch die Nettoeinkünfte aus dem Transportverkehr nahmen beträchtlich zu. Diese Verbesserungen wurden hauptsächlich durch eine Ausweitung der laufenden Auslandszahlungen des Staates und durch ein Ansteigen der Reiseausgaben ausgeglichen.

Die Nettoabflüsse von privatem langfristigem Kapital lagen, mit 385 Millionen Dollar, um 305 Millionen Dollar unter dem Ergebnis des Jahres 1964, doch im Vergleich mit früheren Jahren waren sie noch beträchtlich. Im ersten Quartal 1965 beliefen sich die Nettoabflüsse auf 145 Millionen Dollar; sie fielen jedoch im Anschluß an die Einführung der Restriktionsmaßnahmen im zweiten Quartal auf 60 Millionen Dollar. Im Juli wurden die Beschränkungen im Kapitalverkehr dadurch verstärkt, daß man die Vornahme von Direktinvestitionen außerhalb des Sterlinggebietes über den amtlichen Devisenmarkt untersagte und die Versorgungsquellen für den Investmentdollarmarkt weiter verringerte. Außerdem wurde die Bank von England angewiesen, die inländische Kreditaufnahme jener Gesellschaften schärfer zu überwachen, die von Devisenausländern kontrolliert sind und sich im Vereinigten Königreich niedergelassen haben. Trotz diesen Maßnahmen erhöhte sich der Nettoabfluß von Privatkapital im dritten Quartal sprunghaft auf 190 Millionen Dollar; im vierten Quartal jedoch ergab sich ein geringer Überschuß.

Die Auswirkungen der Beschränkungen im langfristigen Kapitalverkehr schlugen sich am deutlichsten in den britischen Anlagen in ausländischen Wertpapieren nieder: nach Abflüssen im Jahr 1964 von 25 Millionen Dollar folgten 1965 Zuflüsse in Höhe von 250 Millionen Dollar. Die Nettoinvestitionen der Ölgesellschaften im Ausland, die sich 1964 auf Grund der Shell-Montecatini-

Transaktion ausgeweitet hatten, gingen beträchtlich zurück. Andererseits setzten die sonstigen Nettodirektinvestitionen ihren Anstieg fort.

Die langfristige Kapitalausfuhr des Staates verminderte sich von 325 auf 225 Millionen Dollar. Die Nettoausleihungen im Rahmen des Auslandshilfeprogramms waren geringer, und es gab 1965 keine Parallele zu der Rückzahlung des Kredits der Schweiz von 50 Millionen Dollar im Jahre 1964. Wie schon im Jahre 1964 machte das Vereinigte Königreich wieder von dem Recht Gebrauch, die Rückzahlung von 85 Millionen Dollar auf die nordamerikanischen Nachkriegsanleihen zu verschieben.

Die Verbesserung der Zahlungsbilanz im Jahre 1965 beschleunigte sich im Verlauf des Jahres. So verminderte sich das Ertragsbilanzdefizit auf saisonbereinigter Basis von 245 Millionen Dollar im ersten Halbjahr 1965 auf 135 Millionen Dollar im zweiten Halbjahr. Die Ausfuhrzunahme im Warenhandel belief sich im vierten Quartal, verglichen mit dem Niveau ein Jahr vorher, auf nicht weniger als 10 Prozent, und das Defizit im Warenhandel betrug, mit 95 Millionen Dollar, ein Viertel des Defizits für das vierte Quartal 1964.

Dagegen scheint die verfügbare Außenhandelsstatistik für das erste Quartal 1966 eine Fortsetzung dieser Tendenz nicht anzudeuten. Nachdem die Ausfuhr während der ersten neun Monate 1964 stagniert, sich gegen Ende jenes Jahres erholt und in der zweiten Hälfte 1965 beschleunigt zugenommen hatte, wies sie im ersten Quartal 1966 nur einen Anstieg von 1 Prozent auf. Die Importe andererseits, die sich während der letzten drei Quartale 1965 auf dem gleichen Niveau gehalten hatten, weiteten sich anschließend recht kräftig aus, und zwar um rund 4 Prozent. Die Folge war, daß sich das Handelsbilanzdefizit im ersten Quartal 1966 (auf saisonbereinigter Basis) von 95 auf 200 Millionen Dollar erhöhte, und auf Jahresbasis lag es, mit 805 Millionen Dollar, geringfügig über dem Fehlbetrag von 740 Millionen Dollar im Jahre 1965.

Obwohl man die Bedeutung von Zahlen für ein einzelnes Quartal nicht überbewerten sollte, besteht wenig Zweifel darüber, daß in der erneuten Aufwärtsbewegung der Importe die anhaltende Stärke der inländischen Nachfrage zum Ausdruck kam. Verschärfend wirkten die sehr starken Verbrauchsausgaben, die der Vorlage des Budgets vorausgingen, wie auch die vorweggenommenen Dividendenausschüttungen vor Inkrafttreten der neuen Körperschaftssteuer. In seiner Budgetrede im Mai dieses Jahres versprach der Schatzkanzler, den Importzollzuschlag im November aufzuheben, und er kündigte ein Programm der freiwilligen Beschränkung für Direktinvestitionen in den entwickelten Ländern des Sterlinggebiets an, dessen Einzelheiten auf Seite 151 wiedergegeben sind.

*Frankreich.* Der Überschuß in der französischen Gesamtbilanz belief sich 1964 auf rund 800 Millionen Dollar und im Jahre 1965 auf 1 140 Millionen Dollar. Während er 1964 hauptsächlich auf den großen Umfang der ausländischen Privatinvestitionen zurückging, hing er 1965 vor allem mit einem beträchtlichen Ausfuhrüberschuß zusammen. In beiden Jahren trugen die französischen überseeischen Gebiete in ansehnlichem Maße zu dem Aktivsaldo bei.

Frankreich: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1964	Ganzes Jahr <sup>2</sup>	1965			
			I	II	III	IV
	Millionen US-Dollar					
Warenhandel (fob)						
Ausfuhr . . . . .	7 625	8 600	2 030	2 075	2 125	2 235
Einfuhr . . . . .	7 715	8 210	1 985	2 020	1 880	2 260
Saldo des Warenhandels . . .	— 90	+ 390	+ 45	+ 55	+ 245	— 25
Dienstleistungen						
Transportverkehr . . . . .	+ 25	+ 40	— 0	+ 15	+ 25	+ 10
Reiseverkehr . . . . .	+ 35	— 30	+ 25	+ 75	— 100	+ 10
Überweisungen der Gastarbeiter . .	— 230	— 275	— 50	— 60	— 65	— 65
Sonstige Dienstleistungen . . . .	+ 345	+ 395	+ 90	+ 95	+ 80	+ 120
Saldo der Dienstleistungen . .	+ 175	+ 130	+ 65	+ 125	— 60	+ 75
Saldo der laufenden Posten . .	+ 85	+ 520	+ 110	+ 180	+ 185	+ 50
Langfristige Kapitalleistungen						
Öffentlich . . . . .	— 80	— 70 <sup>3</sup>	— 10	— 5	— 25 <sup>4</sup>	— 30
Privat . . . . .	+ 525	+ 360	+ 105	+ 110	+ 60	+ 85
Saldo der langfristigen Kapitalleistungen . . . . .	+ 445	+ 290	+ 95	+ 105	+ 35	+ 55
Saldo der Grundbilanz . . . . .	+ 530	+ 810	+ 205	+ 285	+ 220	+ 105
Kurzfristige Kapitalleistungen und Ausgleichsposten . . . . .	+ 5	+ 60	— 15	+ 10	— 40	+ 70
Übriges Frankengebiet . . . . .	+ 260	+ 270	+ 100	+ 55	+ 55	+ 90
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz) . . . . .	+ 795	+ 1 140	+ 290	+ 350	+ 235	+ 265

<sup>1</sup> Auf Zahlungsbasis. <sup>2</sup> Die Summe der Quartalszahlen entspricht nicht der Jahreszahl, da letztere Berichtigungen enthält, die in den Quartalszahlen fehlen. <sup>3</sup> Ohne die vorzeitige Schuldentrückzahlung von 179 Millionen Dollar an die Export-Import-Bank.

Die Handelsbilanz wies nach einem Fehlbetrag von 90 Millionen Dollar im Jahre 1964 im vergangenen Jahr einen Überschuß von 390 Millionen Dollar auf. Das war eine Folge sowohl der regen Nachfrage im Ausland wie auch der Stabilisierungsmaßnahmen im Inland, die, indem sie den Verbrauch abbremsten, die französische Einfuhrnachfrage verlangsamten, während sie die Unternehmen veranlaßten, ihre Verkäufe auf ausländischen Märkten auszudehnen. Diese Ausdehnung wurde weiter dadurch erleichtert, daß sich die französischen Preise in geringerem Maße erhöhten als die in den wichtigsten europäischen Konkurrenzländern.

Die Ausfuhr nach Ländern außerhalb des Frankengebiets stieg von 7 400 auf 8 450 Millionen Dollar im Jahre 1965 (nach der Zollstatistik) bzw. um 14 Prozent und damit um etwas mehr als im vorangegangenen Jahr. Die Verkäufe gewerblicher Verbrauchsgüter wiesen den größten Anstieg auf — 16 Prozent gegenüber 7 Prozent im Jahre 1964. Der Ausfuhranstieg bei Ernährungsgütern verlangsamte sich, jedoch waren die Weizenverkäufe, insbesondere nach Ländern des Ostblocks, viel höher. Was die Einfuhr aus Ländern außerhalb des

Frankengebiets betrifft, so ging ihre Zuwachsrate von 17 auf 4,5 Prozent im vergangenen Jahr zurück. Wertmäßig stieg sie von 8 400 auf 8 800 Millionen Dollar. Die Einfuhr von Investitionsgütern und Halbfertigwaren, die 1964 um über 20 bzw. 23 Prozent zugenommen hatte, vermehrte sich nur um 4 und 5 Prozent, während die Zuwachsrate für Importe von Verbrauchsgütern von 23 auf 9 Prozent fiel. Die Einfuhr von Ernährungsgütern stieg um 8 Prozent, gegenüber 27 Prozent im Jahre 1964, da die Fleischknappheit, die der Hauptgrund für den vorangegangenen Aufschwung gewesen war, an Schärfe verlor. Die Einfuhr von Rohstoffen — ohne Brennstoffe — nahm weiter ab, und ihr Anteil an der Gesamteinfuhr betrug im vergangenen Jahr nur noch 15 Prozent gegenüber 22 Prozent im Jahre 1961. Der Ausfuhrüberschuß erhöhte sich bei industriellen Erzeugnissen von 390 auf 930 Millionen Dollar und bei Ernährungsgütern von 150 auf 250 Millionen Dollar. Das Handelsbilanzdefizit gegenüber Ländern außerhalb des Frankengebiets verminderte sich von 1 Milliarde Dollar im Jahre 1964 auf 350 Millionen Dollar im vergangenen Jahr. Die Verbesserung erfolgte zum großen Teil gegenüber einigen der Haupthandelspartner Frankreichs, wobei auf die Bundesrepublik Deutschland 300 Millionen Dollar, auf die Vereinigten Staaten 170 Millionen Dollar und auf die Niederlande 90 Millionen Dollar entfielen. Die Einfuhr aus dem Frankengebiet verminderte sich im vergangenen Jahr um 110 Millionen Dollar, hauptsächlich infolge eines Rückgangs der Käufe von Ernährungsgütern. Da die Ausfuhr auf ihrem Niveau von 1964 verblieb, ergab sich ein Umschwung in der Handelsbilanz von einem Defizit von 55 Millionen Dollar zu einem Überschuß von derselben Größenordnung.

Die Nettoeinnahmen aus dem Dienstleistungsverkehr nahmen weiter ab und beliefen sich auf 130 Millionen Dollar, verglichen mit 175 Millionen Dollar im Jahre 1964 und der Spitze von 540 Millionen Dollar, die im Jahre 1960 erreicht wurde. Die Reiseverkehrsbilanz verschlechterte sich um 65 Millionen Dollar und ergab zum ersten Mal ein Defizit. Die Überweisungen der Gastarbeiter ins Ausland stiegen von 230 auf 275 Millionen Dollar an, was teilweise mit einem Zustrom von etwa 100 000 neuen Gastarbeitern im vergangenen Jahr zusammenhing.

Der Nettozufluß von privatem langfristigem Kapital fiel von 525 auf 360 Millionen Dollar im vergangenen Jahr, vor allem infolge eines Anstiegs der französischen Neuanlagen im Ausland und in gewissem Maße auf Grund eines Rückgangs der Neuanlagen des Auslands in Frankreich. Die französischen Nettokapitalanlagen im Ausland vermehrten sich von 75 auf 175 Millionen Dollar, hauptsächlich wegen des scharfen Anstiegs der Direktinvestitionen von 160 auf 235 Millionen Dollar, aber auch wegen einer Verminderung der Verkäufe ausländischer Wertpapiere durch französische Deviseninländer. Die privaten Nettokapitalanlagen des Auslands in Frankreich, die sich im Jahre 1964 auf 600 Millionen Dollar erhöht hatten, gingen im vergangenen Jahr auf 535 Millionen Dollar zurück; das ist im Vergleich zu früheren Jahren immer noch ein recht hoher Betrag. Die Kredite mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr (die noch genehmigungspflichtig sind, wenn ihre Laufzeit zwei Jahre übersteigt) verminderten sich um 50 Millionen Dollar und die Wertpapieranlagen um 20 Millionen Dollar, was wahrscheinlich mit der gedrückten Verfassung der französischen Börse

zusammenhing. Die Direktinvestitionen hielten sich auf dem bisherigen Stand trotz dem Druck, den die US-Regierung auf die Gesellschaften ausübt, ihre Auslandsinvestitionen einzuschränken.

Von 1959 bis 1963 benutzten die französischen Behörden einen Teil des Zahlungsbilanzüberschusses, um vorzeitige Rückzahlungen auf die Auslandsschuld vorzunehmen. Im Jahre 1964 fanden solche Rückzahlungen nicht statt; sie wurden jedoch im vergangenen Jahr wiederaufgenommen. Am 1. Juli erfolgte eine abschließende Zahlung von 179 Millionen Dollar im Zusammenhang mit einem Kredit, der 1945 von der Export-Import-Bank gegeben worden war. Die gesamte Auslandsschuld der Regierung, die sich Ende 1958 auf 2 080 Millionen Dollar belaufen hatte, wurde somit Ende 1965 auf 454 Millionen Dollar zurückgeführt.

*Bundesrepublik Deutschland.* In der Bilanz der laufenden Posten erfolgte ein Umschwung von einem geringen Überschuß im Jahre 1964 zu einem Defizit von 1,5 Milliarden Dollar im vergangenen Jahr, hauptsächlich infolge einer Abnahme des Exportüberschusses. Etwa die Hälfte des Defizits in laufender Rechnung wurde aber durch umfangreiche Nettozuflüsse von privatem Kapital, zum großen Teil kurzfristiger Natur, kompensiert.

Die starke Nachfrageexpansion im Jahre 1965 ließ die Einfuhr um 20 Prozent auf 17,6 Milliarden Dollar ansteigen, während die Ausfuhr nur halb so stark zunahm und sich auf 17,9 Milliarden Dollar belief. Der Ausfuhrüberschuß, der in jedem der vorangegangenen zwei Jahre 1,5 Milliarden Dollar erreicht hatte, nahm auf 300 Millionen Dollar ab.

Die Einfuhr von industriellen Erzeugnissen erhöhte sich 1965 um 30 Prozent, worin die hohe Inlandsnachfrage und die größere Wettbewerbsfähigkeit ausländischer Produkte zum Ausdruck kommt. Die Käufe von Verteidigungsgütern ergaben etwa dieselbe Zuwachsrate wie die Käufe von Gütern für zivile Zwecke. Die Einfuhr von Ernährungsgütern weitete sich um 20 Prozent aus, was zum Teil mit der schlechten Ernte in der Bundesrepublik zusammenhing, während die Importe von Rohstoffen und Halbfertigwaren zusammengenommen um 7 Prozent anstiegen. In der zweiten Hälfte 1965 lagen diese Importe jedoch nur um 2,5 Prozent über dem Ergebnis der entsprechenden Periode 1964, da sich der Lagerzyklus in der Bundesrepublik in einer abnehmenden Phase befand und sich die Produktionszunahme in der verarbeitenden Industrie verlangsamte.

Die Ausfuhr stieg 1965 um 10 Prozent und damit in mehr oder weniger demselben Maße wie in anderen Industrieländern. Die Ausfuhr in die EWG-Länder nahm um 7 Prozent zu, und die Einfuhr von dort erhöhte sich um nicht weniger als 30 Prozent. Damit schloß die Handelsbilanz der Bundesrepublik gegenüber ihren EWG-Partnern erstmalig mit einem Fehlbetrag in Höhe von 355 Millionen Dollar, verglichen mit einem Aktivsaldo von 800 Millionen Dollar für das Jahr 1964. Im wesentlichen hing dies mit einer Verschlechterung der Handelsbilanz gegenüber Italien und Frankreich um 550 bzw. 300 Millionen

Bundesrepublik Deutschland: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1964	1965					1966
		Ganzes Jahr	I	II	III	IV	I
	Millionen US-Dollar						
Warenhandel							
Ausfuhr (fob) . . . . .	16 230	17 910	4 345	4 350	4 310	4 905	4 740
Einfuhr (cif) . . . . .	14 710	17 610	4 070	4 360	4 425	4 755	4 530
Saldo des Warenhandels . . . . .	+ 1 520	+ 300	+ 275	— 10	— 115	+ 150	+ 210
Dienstleistungen . . . . .	— 165	— 400	— 0	— 195	— 215	+ 10	— 85
Übertragungen . . . . .	— 1 235	— 1 455	— 340	— 445	— 340	— 330	— 360
Saldo der laufenden Posten . . . . .	+ 120	— 1 555	— 65	— 650	— 670	— 170	— 235
Langfristige Kapitalleistungen							
Privat							
Wertpapiertransaktionen . . . . .	— 80	— 70	— 125	+ 15	+ 20	+ 20	— 110
Sonstige . . . . .	+ 190	+ 565	+ 230	+ 115	+ 105	+ 115	+ 210
Privat insgesamt . . . . .	+ 110	+ 495	+ 105	+ 130	+ 125	+ 135	+ 100
Öffentlich . . . . .	— 315	— 320	— 45	— 85	— 80	— 110	— 85
Zusammen . . . . .	— 205	+ 175	+ 60	+ 45	+ 45	+ 25	+ 15
Saldo der Grundbilanz . . . . .	— 85	— 1 380	— 5	— 605	— 625	— 145	— 220
Kurzfristige Kapitalleistungen							
Privat <sup>2</sup> . . . . .	+ 45	+ 210	+ 70	+ 5	+ 75	+ 60	+ 95
Öffentlich <sup>3</sup> . . . . .	— 260	+ 335	+ 90	— 30	+ 145	+ 130	— 25
Zusammen . . . . .	— 215	+ 545	+ 160	— 25	+ 220	+ 190	+ 70
Saldo der nichterfaßten Posten und der statistischen Ermittlungsfehler . . . . .	+ 395	+ 555	+ 260	+ 340	+ 135	— 180	+ 210
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz) . . . . .	+ 95	— 280	+ 415	— 290	— 270	— 135	+ 60

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis. <sup>2</sup> Ohne die Veränderung der Netto-Devisenposition der Kreditinstitute. <sup>3</sup> Ohne IWF-Goldtrancheposition und ohne Bundesbankforderungen, die in die erweiterte Devisenbilanz aufgenommen worden sind.

Dollar zusammen. Die Ausfuhr blieb 1965 während der ersten drei Quartale unverändert und stieg im letzten Quartal rasch an. Die Einfuhr dagegen erhöhte sich ziemlich gleichmäßig über das Jahr und bewirkte dadurch für die Periode März bis September das ungewöhnliche Auftreten eines Fehlbetrages in der Handelsbilanz; im letzten Quartal ergab sich wieder ein Überschuß, der im ersten Quartal 1966 auf 210 Millionen Dollar stieg.

Die laufende Rechnung der Bundesrepublik wurde auch von einer weiteren Zunahme des Fehlbetrags in der Dienstleistungsbilanz von 165 auf 400 Millionen Dollar betroffen. Die größte Veränderung war ein Anstieg der Nettoausgaben im Reiseverkehr von weniger als 500 Millionen auf 665 Millionen Dollar. Ebenso erhöhten sich die Nettoszahungen von Investitionserträgen um 50 Millionen Dollar. Der Passivsaldo in der Transportbilanz dagegen verminderte sich,

trotz dem großen Einfuhranstieg, um 65 Millionen Dollar. Das Defizit in der Bilanz der Übertragungen, das in den vorangegangenen zwei Jahren mit 1 235 Millionen Dollar unverändert geblieben war, wuchs 1965 um 220 Millionen Dollar; das war in etwa gleichem Maße die Folge von höheren Wiedergutmachungszahlungen und vermehrten Überweisungen der Gastarbeiter. Die Anzahl der Gastarbeiter stieg von September 1964 bis September 1965 um 231 000, und die Überweisungen beliefen sich im Jahre 1965 auf 425 Millionen Dollar, wovon 150 Millionen Dollar auf Italien, je 75 Millionen Dollar auf Griechenland und Spanien und 65 Millionen Dollar auf die Türkei entfielen.

Die privaten Investitionen des Auslands in der Bundesrepublik, die im Jahr 1964 scharf zurückgegangen waren, nahmen im vergangenen Jahr wieder in großem Umfange zu. Trotz einer gewissen Erhöhung der privaten deutschen Anlagen im Ausland weitete sich der Nettozufluß von langfristigem Kapital von 110 Millionen auf nahezu 500 Millionen Dollar aus.

Die Auslandskäufe deutscher Rentenpapiere blieben auf einem niedrigen Niveau; die Banken dagegen verkauften an Ausländer hohe Beträge an Darlehensforderungen und sonstigen inländischen Vermögenswerten. Die Direktinvestitionen des Auslands — als größte ausländische Kapitalquelle — weiteten sich von 480 auf 760 Millionen Dollar aus. Dieser Anstieg bedeutete nicht in voller Höhe einen Zufluß neuer Mittel, da etwa 200 Millionen Dollar auf die Umwandlung kurzfristiger Kredite und 125 Millionen Dollar auf die Reinvestition von Gewinnen entfielen. Die sonstigen langfristigen Kapitalanlagen des Auslands erhöhten sich von 90 auf 210 Millionen Dollar.

Die deutschen Direktinvestitionen im Ausland beliefen sich 1965 auf 295 Millionen Dollar, gegenüber 235 Millionen Dollar im vorangegangenen Jahr. Die Wertpapierinvestitionen andererseits verminderten sich von 220 auf 180 Millionen Dollar. Davon entfielen etwa 100 Millionen Dollar auf den Erwerb von in der Bundesrepublik aufgelegten Auslandsanleihen durch Inländer. Insgesamt hat das Ausland 1965 dreizehn solche DM-Anleihen mit einem Nominalbetrag von 325 Millionen Dollar begeben. Die Nettoausfuhr von öffentlichem Kapital, hauptsächlich in Entwicklungsländer, war mit 320 Millionen Dollar geringfügig höher als im Vorjahr.

Der Saldo des kurzfristigen Kapitalverkehrs ergab einen Umschwung von einer Nettoausfuhr von 215 Millionen Dollar zu einer Nettoeinfuhr von 545 Millionen Dollar im vergangenen Jahr. Der größte Teil der Veränderung erfolgte im öffentlichen Sektor, da im Gegensatz zu 1964 die Zahlungen des Bundes für Waffenimporte hinter den tatsächlichen Einfuhren zurückblieben. Im Privatssektor wurden in zunehmendem Maße Auslandskredite in Anspruch genommen, um die inländische Kreditverknappung zu umgehen. Der Nettobetrag der aufgenommenen Finanzkredite stieg von 45 auf 210 Millionen Dollar. Die Bilanz der Restposten schloß 1965 mit dem größten je erreichten Überschuß, nämlich mit 555 Millionen Dollar, gegenüber 395 Millionen Dollar im vorangegangenen Jahr.

*Italien.* Der Aktivsaldo der Gesamtbilanz stieg von 800 Millionen Dollar im Jahre 1964 auf 1 575 Millionen im vergangenen Jahr. Wie schon im Vorjahr wurde das Handelsbilanzdefizit um 1 Milliarde Dollar verringert, wobei sich die Ausfuhr rasch ausweitete, während die Gesamteinfuhr, die 1964 abgenommen hatte, fast keine Veränderung aufwies. Die Nettoeinnahmen aus dem Dienstleistungsverkehr erhöhten sich um etwa 300 Millionen Dollar. Im Kapitalverkehr hingegen wurde der Nettozufluß von 475 Millionen Dollar im Jahre 1964 durch einen Nettoabfluß von 55 Millionen Dollar im Jahre 1965 abgelöst.

Italien: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1964	Ganzes Jahr	1965				1966
			I	II	III	IV	I
	Millionen US-Dollar						
Warenhandel							
Einfuhr (cif) . . . . .	7 070	7 130	1 705	1 715	1 760	1 950	1 970
Ausfuhr (fob) . . . . .	5 590	6 655	1 510	1 610	1 750	1 785	1 845
Saldo des Warenhandels . . . . .	- 1 490	- 475	- 195	- 105	- 10	- 165	- 125
Dienstleistungen							
Reiseverkehr . . . . .	+ 825	+ 1 060	+ 115	+ 245	+ 490	+ 210	+ 135
Überweisungen von Arbeitern im Ausland . . . . .	+ 550	+ 675	+ 115	+ 175	+ 195	+ 190	+ 135
Transport . . . . .	+ 330	+ 360	+ 80	+ 95	+ 100	+ 85	+ 90
Sonstige Dienstleistungen . . . . .	+ 110	+ 10	+ 0	- 5	+ 15	- 0	+ 10
Saldo der Dienstleistungen . . . . .	+ 1 815	+ 2 105	+ 310	+ 510	+ 800	+ 485	+ 370
Saldo der laufenden Posten . . . . .	+ 325	+ 1 630	+ 115	+ 405	+ 790	+ 320	+ 245
Kapitalleistungen							
Repatrierte Banknoten . . . . .	- 575	- 315	- 135	- 50	- 40	- 90	- 170
Anlagen von Devisen- ausländern <sup>2</sup> . . . . .	+ 1 090	+ 390	+ 115	+ 140	+ 55	+ 80	
Anlagen von Devisen- inländern <sup>2</sup> . . . . .	- 110	- 135	- 60	- 5	- 40	- 30	
Sonstige Kapitalleistungen (auch öffentliche) . . . . .	+ 70	+ 5	+ 30	- 25	+ 30	- 30	
Gesamte Kapitalleistungen . . . . .	+ 475	- 55	- 50	+ 60	+ 5	- 70	- 170
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz) . . . . .	+ 800	+ 1 575	+ 65	+ 465	+ 795	+ 250	+ 75

<sup>1</sup> Auf Zahlungsbasis. <sup>2</sup> Auch Kredite.

Die zollstatistisch erfaßte Einfuhr, die im ersten Quartal 1964 eine Spitze erreicht hatte, ging in den folgenden zwei Quartalen scharf zurück, worauf sich die Tendenz umkehrte. Sie stieg während des ganzen Jahres 1965 an, bis sie im vierten Quartal um 16 Prozent höher lag als in der entsprechenden Periode des Jahres 1964. Darin kam eine 23prozentige Erhöhung der Käufe von Ernährungsgütern, die rund ein Viertel der Gesamteinfuhr ausmachen, und eine 13prozentige

Zunahme bei sonstigen Gütern zum Ausdruck. Unter den nicht zu den Ernährungsgütern zählenden Erzeugnissen verzeichnete die Einfuhr von Rohstoffen im zweiten Halbjahr einen starken Anstieg, gefolgt von Verbrauchsgütern, während die Investitionsgüter zurückblieben. Für das Gesamtjahr betrug die Einfuhr 7 350 Millionen Dollar — nur ungefähr 1 Prozent mehr als 1964. Die Ausfuhr stieg um 21 Prozent auf 7 190 Millionen Dollar, hauptsächlich als Reaktion auf die starke Nachfrage in den EWG-Ländern.

Der Nettosaldo im Dienstleistungsverkehr verbesserte sich 1965 um fast 300 Millionen Dollar, wovon vier Fünftel auf größere Nettoeinnahmen aus dem Reiseverkehr zurückgingen. Die Zahl der Ausländerübernachtungen in Italien, die sich im Jahre 1964 leicht verringert hatte, nahm im vergangenen Jahr wieder zu. Die Überweisungen von Auswanderern und vorübergehend im Ausland beschäftigten Italienern beliefen sich auf 675 Millionen Dollar — das ist ein Anstieg von 22 Prozent gegenüber dem Ergebnis von 1964. Sowohl gestiegene Einkommen als auch eine Zunahme der im Ausland arbeitenden Italiener waren dafür verantwortlich. Die Nettoeinnahmen in der Transportbilanz stiegen um 30 Millionen Dollar, während der Überschuß von 110 Millionen Dollar in den übrigen Posten des Dienstleistungsverkehrs praktisch verschwand.

Im Jahre 1964 war in der Kapitalbilanz ein Umschwung von 800 Millionen Dollar erfolgt, der von einem Fehlbetrag zu einem Nettokapitalzufluß geführt hatte, teilweise dank ausgedehnten Direktinvestitionen ausländischer Unternehmen in Italien. Im vergangenen Jahr wurde die Kapitalbilanz mit einem Umschwung von 530 Millionen Dollar wieder passiv, fast ausschließlich auf Grund des scharfen Rückgangs der Auslandsinvestitionen in Italien und großer, vertraglich festgelegter Rückzahlungen von Auslandskrediten, die von der italienischen Wirtschaft früher aufgenommen worden waren.

Im ersten Quartal 1966 belief sich der Aktivsaldo in der Bilanz der laufenden Posten auf 245 Millionen Dollar, was gegenüber dem Ergebnis für die entsprechende Periode 1965 einen Anstieg von 130 Millionen Dollar bedeutet. Dies beruhte mehr oder weniger zu gleichen Teilen auf einer Verminderung des Handelsbilanzdefizits und auf der Zunahme der Nettoeinnahmen aus dem Dienstleistungsverkehr.

*Belgien.* Die laufende Rechnung Belgiens, die 1964 ausgeglichen gewesen war, schloß 1965 mit einem Überschuß von 150 Millionen Dollar. Die Kapitalbilanz dagegen wies nach einem Überschuß ein geringes Defizit auf.

Da der innere Nachfragedruck im vergangenen Jahr nachließ, stieg die Einfuhr, errechnet auf Grund der Zollstatistik, um nur 7,5 Prozent, gegenüber 16 Prozent im Jahre 1964. Die Verlangsamung war im ersten Halbjahr besonders ausgeprägt, als die Importe von Rohstoffen und Ausrüstungsgütern nur wenig über denen des Vorjahres lagen. Die Einfuhr von dauerhaften Konsumgütern erhöhte sich dagegen um 18 Prozent. Die Ausfuhr nahm fast ebenso rasch zu wie 1964, nämlich um 14 Prozent. Die Verkäufe von Erzeugnissen des Maschinenbaus, von Nichteisenmetallen und von chemischen Produkten weiteten

sich um etwa 20 Prozent aus, während die von Eisen- und Stahlerzeugnissen und von Textilien um 10 bzw. 6 Prozent anstiegen.

In der Zahlungsbilanz bedeutete das eine Abnahme des Außenhandelsdefizits von 175 auf 35 Millionen Dollar. Für die ersten sechs Monate ergab sich ein Aktivsaldo von 40 Millionen Dollar. Die Nettoeinnahmen aus dem Dienstleistungsverkehr stiegen infolge einer Kürzung der Ausgaben für militärische Zwecke im Ausland um 10 auf 185 Millionen Dollar.

Dem gesamten Nettokapitalzufluß, der sich 1964 auf 175 Millionen Dollar belaufen hatte, folgte ein Fehlbetrag von 15 Millionen Dollar. Darin kommt in erster Linie eine Umkehr im öffentlichen Kapitalverkehr zum Ausdruck: der Nettozufluß von 30 Millionen Dollar wurde durch einen Nettoabfluß von 110 Millionen Dollar abgelöst, der mit Rückzahlungen der Staatsschuld, der Tilgung der Kongoschuld gemäß dem im Februar 1965 unterzeichneten Abkommen und einem Rückgang der Kreditaufnahme der öffentlichen Stellen im Ausland zusammenhing. Der übrige erfaßte Nettokapitalzufluß, der 1964 kräftig gestiegen war, ging um 30 Millionen Dollar zurück.

*Niederlande.* Die Gesamtzahlungsbilanz der Niederlande kehrte sich wegen der Verringerung des Nettozustroms von privatem Kapital um, und zwar wies sie nach einem Überschuß von 65 Millionen Dollar im Jahre 1964 einen Fehlbetrag von 30 Millionen Dollar im vergangenen Jahr auf.

Das Handelsbilanzdefizit, das 1964 eine Spitze von 765 Millionen Dollar erreicht hatte, lag im vergangenen Jahr rund 100 Millionen Dollar darunter, da die Ausfuhr rascher zunahm als die Einfuhr. Die Einfuhrzuwachsrate — berechnet auf Grund der Zollstatistik — fiel von 18 auf 6 Prozent. Darin spiegelt sich weitgehend eine Normalisierung der Lagerbildung wider, die 1964 außergewöhnlich hoch gewesen war. Als Reaktion auf den Einkommensanstieg expandierte andererseits die Konsumgütereinfuhr um etwa 20 Prozent. Gegen Ende des Jahres nahmen die Käufe von Automobilen und von Radio- und Fernsehgeräten in Erwartung einer Umsatzsteuererhöhung stark zu. Die Ausweitung der Exporte verlangsamte sich von 17 auf 10 Prozent, und zwar infolge eines Nachlassens der Nachfrage nach industriellen Erzeugnissen — insbesondere Erzeugnissen des Maschinenbaus, deren Ausfuhr sich nur um 1 Prozent erhöhte, gegenüber 28 Prozent im Jahre 1964. Die Ausfuhr von Erzeugnissen der chemischen und ölverarbeitenden Industrien setzte dagegen ihren steilen Anstieg fort.

Wenn man die geringe Abnahme der Nettoeinkünfte aus dem Dienstleistungsverkehr hinzurechnet, ergibt sich für das Jahr 1965 eine Verminderung des Defizits in laufender Rechnung von 115 auf 30 Millionen Dollar.

Die gesamte Nettoeinfuhr von privatem langfristigem Kapital schrumpfte von 120 Millionen Dollar auf Null. Die Zuflüsse von Auslandskapital, die seit 1958 durchschnittlich etwa 270 Millionen Dollar betragen hatten, stiegen im Jahre 1965 auf 305 Millionen Dollar, hauptsächlich infolge erhöhter Käufe niederländischer Wertpapiere. Die Ausfuhr niederländischen Kapitals andererseits

Niederlande: Zahlungsbilanz\*

	1964	Ganzes Jahr	1965				1966
	I		II	III	IV	I	
	Millionen US-Dollar						
Warenhandel (fob)							
Einfuhr . . . . .	6 130	6 655	1 545	1 650	1 645	1 815	1 720
Ausfuhr . . . . .	5 365	5 985	1 370	1 500	1 485	1 630	1 500
Saldo des Warenhandels . .	- 765	- 670	- 175	- 150	- 160	- 185	- 220
Dienstleistungen							
Kapitalerträge . . . . .	+ 205	+ 200	+ 60	- 10	+ 100	+ 50	+ 10
Sonstige Dienst- leistungen . . . . .	+ 445	+ 440	+ 115	+ 85	+ 120	+ 120	+ 75
Saldo der Dienst- leistungen . . . .	+ 650	+ 640	+ 175	+ 75	+ 220	+ 170	+ 85
Saldo der laufenden Posten . . . . .	- 115	- 30	+ 0	- 75	+ 60	- 15	- 135
Kapitalleistungen							
Privat langfristig							
des Inlands . . . . .	- 145	- 280	- 45	- 95	- 60	- 80	- 130
des Auslands . . . . .	+ 285	+ 305	+ 85	+ 95	+ 80	+ 45	+ 95
Bankentransaktionen .	- 20	- 25	- 5	- 15	- 0	- 5	- 20
Privat kurzfristig . . . .	+ 90	+ 35	+ 15	+ 15	- 20	+ 25	+ 35
Private Kapital- leistungen							
insgesamt . . . . .	+ 210	+ 35	+ 50	- 0	+ 0	- 15	- 20
Öffentlich . . . . .	- 30	- 35	- 5	- 10	- 10	- 10	- 5
Saldo der gesamten Kapitalleistungen	+ 180	+ 0	+ 45	- 10	- 10	- 25	- 25
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiter- ten Devisenbilanz) . . .	+ 65	- 30	+ 45	- 85	+ 50	- 40	- 160

\* Auf Zahlungsbasis.

stieg von 145 auf 280 Millionen Dollar; über zwei Drittel der Zunahme waren einer Ausweitung der Kredite an Ausländer zuzuschreiben, und der Rest entfiel auf höhere Käufe ausländischer Wertpapiere.

*Österreich.* Die Leistungsbilanz kehrte sich 1965 um (einem Überschuß von 60 Millionen Dollar folgte ein kleines Defizit), während der Nettokapitalabfluß etwas über dem des Vorjahres lag. Aus diesem Grund wies die Gesamtbilanz nach einem Überschuß von 95 Millionen Dollar ein Defizit von 60 Millionen Dollar auf.

Die Verschlechterung in der Leistungsbilanz war ausschließlich auf den Einfuhranstieg zurückzuführen, der sich im letzten Quartal 1965 beschleunigte. Im gesamten Jahr erhöhten sich die Importe um 13 Prozent und damit um etwas mehr als 1964. Die stärksten Zunahmen wurden bei der Einfuhr von Ernährungsgütern verzeichnet, bedingt durch die schlechte Witterung, und bei den Käufen von Maschinen und Verkehrsmitteln, die um 16 Prozent anstiegen. Die Ausfuhr

nahm mit 11 Prozent um etwas mehr als im vorangegangenen Jahr zu. Die Exporte von Halb- und Fertigwaren einschließlich Maschinen und Verkehrsmittel (die drei Viertel der Gesamtsumme ausmachen) stiegen dagegen etwas weniger als 1964. Andererseits verzeichnete die Ausfuhr von Ernährungsgütern, die 1964 zurückgegangen war, 1965 einen kräftigen Zuwachs.

Der Einfuhrüberschuß erhöhte sich von 415 auf 500 Millionen Dollar. Zum ersten Mal seit 1961 wurde er nicht in vollem Umfang durch Einnahmen aus dem Dienstleistungsverkehr ausgeglichen, die sich auf 490 Millionen Dollar beliefen. Die Nettoeinnahmen aus dem Reiseverkehr stiegen von 385 auf 420 Millionen Dollar oder um 9 Prozent, verglichen mit 23 Prozent im Jahre 1964, während die Nettoeinnahmen aus anderen Dienstleistungen und in der Bilanz der unentgeltlichen Leistungen sich von 90 auf 70 Millionen Dollar verminderten.

Nach einer Reihe von Jahren, in denen Österreich per Saldo Kapital importiert hatte, kehrte sich diese Tendenz 1964 um, und im vergangenen Jahr betrug der Nettoabfluß 50 Millionen Dollar. Dies beruhte in erster Linie auf einem Anstieg der Ausleihungen an ausländische Kreditnehmer — vornehmlich von Krediten an osteuropäische Länder — und auf hohen Rückzahlungen von Auslandskrediten. Während sich die Nettokreditgewährung an ausländische Kunden von 50 auf 110 Millionen Dollar erhöhte, sank die Nettokreditaufnahme von 75 auf 10 Millionen Dollar. Die Auslandsinvestitionen in Österreich lagen etwas über dem Ergebnis des Vorjahres, wobei eine Verlagerung von Wertpapieranlagen zu Direktinvestitionen stattfand.

*Schweiz.* Die seit 1964 durchgeführte Politik zur Bekämpfung der Teuerung trug im Jahre 1965 ihre Früchte. Die Verminderung des Nachfragedrucks kam am deutlichsten im Ertragsbilanzdefizit zum Ausdruck, das, nach einer ständigen Ausweitung in den vorhergehenden vier Jahren, im vergangenen Jahr von 410 auf 130 Millionen Dollar reduziert wurde.

Die Wareneinfuhr, die bereits Mitte 1964 langsamer zugenommen hatte, blieb während der ersten drei Quartale 1965 praktisch unverändert, erhöhte sich aber gegen Ende des Jahres. Die Erhöhung gegenüber dem Ergebnis des Jahres 1964 belief sich auf weniger als 3 Prozent; die Einfuhr von Investitionsgütern verminderte sich sogar etwas. Die Ausfuhrsteigerung beschleunigte sich von 10 auf 12 Prozent, so daß das Handelsbilanzdefizit von 945 auf 710 Millionen Dollar sank. Etwa 40 Prozent der Ausfuhrzunahme von 325 Millionen Dollar entfielen auf die Bundesrepublik Deutschland und auf Nordamerika; der Rest war ziemlich weit gestreut.

Die Nettoeinnahmen aus dem Dienstleistungsverkehr haben sich nach Schätzungen von 535 auf 580 Millionen Dollar erhöht. Als Ergebnis des behördlich verfügt Abbaus ausländischer Arbeitskräfte zeigten die Überweisungen der Arbeiter ins Ausland keinen Anstieg. Auf der Einnahmenseite scheint die schlechte Witterung im Jahre 1965 zu einer gewissen Verminderung der Einkünfte aus dem Reiseverkehr geführt zu haben, während die Nettokapitalerträge weiter wuchsen.

Bei den statistisch erfaßten Kapitalbewegungen gingen die Netto-Auslandsemissionen in der Schweiz von 65 auf 60 Millionen Dollar zurück, während die öffentliche Kapitalausfuhr in Form von Entwicklungshilfe etwas zunahm. Der Nettozufluß von kurz- und langfristigem Kapital, errechnet als Differenz zwischen der Veränderung der amtlichen Währungsreserven und dem Saldo der Ertragsbilanz, schrumpfte von 555 Millionen Dollar im Jahre 1964 auf 190 Millionen Dollar im vergangenen Jahr. Die im Jahre 1964 ergriffenen Maßnahmen zur Abwehr von Auslandsgeld, die im Jahre 1965 zeitweise etwas entspanntere inländische Liquiditätslage und der geringere Umfang des schweizerischen Wertpapierabsatzes in der Bundesrepublik Deutschland und in den Vereinigten Staaten waren vermutlich die Hauptgründe für diesen Rückgang.

Die Ertragsbilanzen der vier nordischen Länder verschlechterten sich im vergangenen Jahr, jedoch wurde der Fehlbetrag, außer im Falle Finnlands, von einem Nettokapitalzufluß überkompensiert.

In *Dänemark* hielt die wirtschaftliche Expansion, die sich seit 1958 fast ohne Unterbrechung fortgesetzt hatte, im vergangenen Jahr an. Das Handelsbilanzdefizit, das sich im Jahre 1964 auf 215 Millionen Dollar belaufen hatte, wuchs 1965 auf 285 Millionen Dollar an, wobei die Verschlechterung ausschließlich in der ersten Jahreshälfte erfolgte. Die Importe erhöhten sich während des Jahres um 8 Prozent, gegenüber 23 Prozent im Jahre 1964. Die Zuwachsrate der Ausfuhr ging von 11 auf 9 Prozent zurück. Während sich die Exporte gewerblicher Waren um 11 Prozent ausdehnten, stieg die Ausfuhr landwirtschaftlicher Erzeugnisse nur um 4 Prozent.

Der Aktivsaldo im Dienstleistungsverkehr nahm um 15 Millionen Dollar auf 175 Millionen Dollar zu. Die Erhöhung der Frachteinnahmen wurde zum Teil durch einen Rückgang der Einnahmen aus dem Reiseverkehr und einen Anstieg der Transferzahlungen ausgeglichen.

Der Nettokapitalzustrom verminderte sich von 170 auf 130 Millionen Dollar. Da Anleiheemissionen der Kommunalbehörden und der öffentlichen Unternehmen von Juni 1964 bis Juni 1965 untersagt und anschließend genehmigungspflichtig waren, ging die öffentliche Kreditaufnahme im Ausland von 120 auf 20 Millionen Dollar zurück. Andererseits wuchsen die Direktinvestitionen des Auslands in Dänemark um 25 Millionen Dollar, und die Aufnahme kommerzieller Kredite im Ausland war infolge der restriktiven Kreditpolitik im Inland per Saldo um 40 Millionen Dollar höher.

*Finnland.* Der Fehlbetrag in der laufenden Rechnung Finnlands belief sich sowohl 1964 als auch 1965 auf etwa 180 Millionen Dollar. Während er jedoch 1964 durch eine beträchtliche Kapitaleinfuhr ausgeglichen wurde, war dies im Jahre 1965 nicht der Fall; das US-Zahlungsbilanzprogramm verminderte nämlich Finnlands Möglichkeiten der Kreditaufnahme nicht nur auf dem amerikanischen Markt, sondern indirekt auch auf den europäischen Kapitalmärkten.

Die finnischen Exporte waren wie immer in der ersten Jahreshälfte niedriger, aber wie 1964 erhöhten sie sich im Verlauf des Jahres ziemlich stetig. Die Zuwachsrate der Einfuhr dagegen ging scharf zurück. Der Einfuhrüberschuß stieg von 155 auf 185 Millionen Dollar im ersten Halbjahr, schrumpfte jedoch im zweiten Halbjahr von 65 auf 40 Millionen Dollar. Dies beruhte auf einer Verschärfung der Kreditpolitik im Frühjahr und sogar noch mehr auf speziellen Maßnahmen, wie einer Erhöhung der Automobilsteuer und enger gefaßten Bestimmungen für Abzahlungsgeschäfte. Die Verbesserung der Terms of Trade hielt an, da sich die Ausführpreise um 6,5 Prozent und die Einfuhrpreise um 3 Prozent erhöhten. Während sich die im Ausland aufgelegten langfristigen Anleihen 1964 auf 155 Millionen Dollar beliefen, betrugen sie im vergangenen Jahr nur 55 Millionen Dollar. Insgesamt verminderte sich der Zufluß von langfristigem Kapital von 155 auf 35 Millionen Dollar.

*Norwegens* Defizit in laufender Rechnung stieg von 75 auf 100 Millionen Dollar im vergangenen Jahr, doch war es durch den Kapitalzustrom ausreichend gedeckt. Der Importüberschuß erhöhte sich von 705 auf 775 Millionen Dollar, wobei mehr als die Hälfte der Zunahme auf Nettokäufe von Schiffen entfiel. Die übrige Einfuhr nahm um 140 Millionen bzw. 8 Prozent zu und die Ausfuhr um 115 Millionen Dollar bzw. 10 Prozent. Mehr als ein Drittel des Exportanstiegs entfiel auf Fische und Fischprodukte, da das Fangergebnis 1965 besonders gut war. Die Nettoeinkünfte aus dem Schiffsverkehr erhöhten sich um 60 Millionen Dollar und waren damit für den gesamten Zuwachs der Nettoeinnahmen aus dem Dienstleistungsverkehr verantwortlich.

Zusätzlich zu einem Aktivsaldo in der Restbilanz der nichterfaßten Posten und Ermittlungsfehler stellte sich der erfaßte Kapitalzustrom auf 230 Millionen Dollar; das sind fast 100 Millionen Dollar mehr als 1964. 45 Millionen Dollar entfielen auf eine Erweiterung der Kreditaufnahme durch Reedereien und einen Rückgang ihrer Tilgungszahlungen. Die sonstige private Kreditaufnahme stieg um 65 Millionen Dollar, während sich die des öffentlichen Sektors um 20 Millionen Dollar verminderte.

*Schweden.* Die Ertragsbilanz, die sich während der vorangegangenen Jahre im Gleichgewicht befunden hatte, wies 1965 einen Fehlbetrag von 290 Millionen Dollar auf. Dies hing zum großen Teil mit einer Ausweitung des Handelsbilanzdefizits von 180 auf 405 Millionen Dollar zusammen. Unter dem Druck einer starken Inlandsnachfrage erhöhte sich die Einfuhr im vergangenen Jahr wieder um 13,5 Prozent, während sich die Exportzunahme von 15 auf 8 Prozent verlangsamte, worin sich auch eine Abschwächung der Auslandsnachfrage nach Holzmasse, Papier und Eisenerz widerspiegelt. Die Nettoeinnahmen aus dem Dienstleistungsverkehr gingen von 160 auf 115 Millionen Dollar weiter zurück. Während einer Reihe von Jahren sind die Einnahmen aus dem Schiffsverkehr viel weniger gestiegen als die Ausgaben bei anderen Posten des Dienstleistungsverkehrs, insbesondere im Reiseverkehr, so daß die Nettoeinkünfte aus dem Dienstleistungsverkehr sich seit 1960 um die Hälfte vermindert haben.

Das Defizit in laufender Rechnung wurde mehr als ausgeglichen durch einen Nettokapitalzustrom und durch einen Überschuß bei den nichterfaßten Transaktionen; beide zusammen ergaben einen Betrag von 315 Millionen Dollar. Der erfaßte Nettozufluß von Kapital nahm von 55 auf 95 Millionen Dollar zu, was hauptsächlich auf einen Rückgang der schwedischen Direktinvestitionen im Ausland zurückzuführen war, und die Position „Nichterfaßte Posten und Ermittlungsfehler“, die einen ziemlich großen und gleichbleibenden Betrag laufender Nettoeinnahmen beinhaltet, stieg von 155 auf 220 Millionen Dollar.

*Spanien.* Das anhaltend rasche Wachstum der spanischen Wirtschaft in Verbindung mit einem scharfen Rückgang der landwirtschaftlichen Produktion während der vergangenen zwei Erntejahre, der durch Anpassungsschwierigkeiten wie auch durch die ungünstigen Wetterverhältnisse bedingt war, führte 1965 zu einer bedeutenden Verschlechterung der spanischen Zahlungsbilanz. Die Regel war in den zurückliegenden Jahren ein zunehmendes Handelsbilanzdefizit, das durch wachsende Einnahmen aus dem Dienstleistungsverkehr und aus Rimesen sowie durch einen ständigen Zufluß von langfristigem Kapital mehr als gedeckt wurde. Das Ausmaß jedoch, in dem sich die Einfuhr im vergangenen Jahr erhöhte, führte zusammen mit dem Stagnieren der Ausfuhr und einem Rückgang der Zuflüsse von langfristigem Kapital zu einem Defizit in der Grundbilanz von 190 Millionen Dollar, verglichen mit einem Überschuß von 325 Millionen Dollar im Jahre 1964.

Die Einfuhr, berechnet auf Grund der Zollstatistik, erhöhte sich um 34 Prozent auf 3 Milliarden Dollar. Dieser sprunghafte Anstieg erfolgte im zweiten

Spanien: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1964	1965				
	Ganzes Jahr	I	II	III	IV	
	Millionen US-Dollar					
Warenhandel (fob)						
Einfuhr . . . . .	1 995	2 715	595	640	735	745
Ausfuhr . . . . .	1 000	1 045	300	260	225	260
Saldo des Warenhandels . . .	— 995	— 1 670	— 295	— 380	— 510	— 485
Dienstleistungen . . . . .	+ 860	+ 980	+ 125	+ 200	+ 415	+ 240
Übertragungen <sup>2</sup> . . . . .	+ 195	+ 300	+ 75	+ 80	+ 65	+ 60
Saldo der laufenden Posten . .	+ 60	— 390	— 95	— 100	— 10	— 185
Langfristige Kapitalleistungen .	+ 265	+ 200	+ 70	+ 20	+ 50	+ 60
Saldo der Grundbilanz . . . .	+ 325	— 190	— 25	— 80	+ 40	— 125
Kurzfristige Kapitalleistungen einschließlich der nichterfaßten Posten und Ermittlungsfehler . . .	+ 40	+ 85	+ 20	+ 25	+ 30	+ 10
Saldo der Gesamtbilanz (= Veränderung der amtlichen Reserven) . . . . .	+ 365	— 105	— 5	— 55	+ 70	— 115

<sup>1</sup> Auf Zahlungsbasis.

<sup>2</sup> Hauptsächlich Überweisungen von im Ausland beschäftigten Arbeitern.

Quartal und war das direkte Ergebnis der amtlichen Politik der Importförderung zur Eindämmung des Preisanstiegs bei Ernährungsgütern. In jenem Quartal lag die Nahrungsmiteinfuhr um 70 Prozent und die Gesamteinfuhr um 45 Prozent höher als im entsprechenden Vorjahresquartal. Die Zuwachsrate wurde, obwohl sie noch immer äußerst hoch war, in der zweiten Jahreshälfte etwas niedriger; die Einfuhr von Ernährungsgütern erhöhte sich gegenüber dem Vorjahr um 50 Prozent und die Gesamteinfuhr um 37 Prozent.

Die Einfuhr von gewerblichen Erzeugnissen dehnte sich um 38 Prozent aus. Die Einfuhr von Investitionsgütern wuchs um 27 Prozent, während der aus den gestiegenen Einkommen resultierende Nachfragedruck zusammen mit weiteren Liberalisierungsmaßnahmen die Einfuhr sonstiger gewerblicher Waren um 50 Prozent in die Höhe schnellen ließ, womit diese zum ersten Mal seit fünf Jahren die Einfuhr von Investitionsgütern übertraf. Deren langsames Wachstum kann auch mit den Rückschlägen in der Landwirtschaft und in der Textilindustrie in Zusammenhang gebracht werden. Insgesamt bestritt die Einfuhr gewerblicher Erzeugnisse 58 Prozent der Gesamteinfuhr im Jahre 1965, gegenüber 42 Prozent im Jahre 1961.

Die Exporte, ebenfalls errechnet auf Grund der Zollstatistik, nahmen von 955 auf 945 Millionen Dollar ab. Während die Ausfuhr gewerblicher Waren um 19 Prozent anstieg, ging die Ausfuhr von Agrarprodukten, hauptsächlich von Olivenöl, stark zurück.

Der Aktivsaldo der Dienstleistungsbilanz erhöhte sich im vergangenen Jahr von 860 auf 980 Millionen Dollar; das ist im Vergleich mit zurückliegenden Ergebnissen ein ziemlich bescheidener Zuwachs. Die Dienstleistungseinnahmen stiegen von 1150 auf 1425 Millionen Dollar, während sich die Ausgaben von 290 auf 440 Millionen Dollar oder um über 50 Prozent ausweiteten. Die Übertragungen, die hauptsächlich aus Überweisungen der im Ausland beschäftigten Spanier bestehen, erhöhten sich von 200 auf 300 Millionen Dollar, sowohl wegen der größeren Anzahl der im Ausland beschäftigten Arbeiter wie auch infolge höherer Einkommen. Der Saldo der laufenden Posten kehrte sich somit um: aus einem Überschuß von 60 Millionen Dollar wurde ein Fehlbetrag von 390 Millionen Dollar. Gleichzeitig verminderte sich der Nettozufluß von langfristigem Kapital von 265 auf 200 Millionen Dollar. Obwohl sich die Einnahmen aus dem kurzfristigen Kapitalzustrom und aus den nichterfaßten Posten von 40 auf 85 Millionen Dollar erhöhten, nahmen die spanischen Währungsreserven um 105 Millionen Dollar ab.

In *Griechenland* führte das rasche Wachstum der Einfuhr dazu, daß sich das Handelsbilanzdefizit von 575 auf 700 Millionen Dollar erhöhte. Die Einnahmen aus dem Dienstleistungsverkehr und aus Übertragungen, die 1964 abgenommen hatten, stiegen im vergangenen Jahr von 375 auf 435 Millionen Dollar. Da die Nettokapitaleinfuhr das Defizit in laufender Rechnung nicht ganz deckte, verminderten sich die amtlichen Reserven um 25 Millionen Dollar.

*Islands* Handelsbilanzdefizit war 1965, mit genau 8 Millionen Dollar, kleiner als im Vorjahr; die Ausfuhr entwickelte sich in befriedigender Weise, während

das Einfuhrwachstum infolge eines Rückgangs der Käufe von Fischereifahrzeugen und Flugzeugen mäßiger war. Die Zunahme der Nettoeinkünfte aus dem Dienstleistungsverkehr wurde durch eine Abnahme der Kapitaleinfuhr ausgeglichen, und die Reserven wiesen somit einen Anstieg auf, der mit 7 Millionen Dollar etwas größer war als 1964.

Die Einfuhr *Irlands* setzte ihren Anstieg im Jahre 1965 fort, während sich die Ausfuhr, hauptsächlich infolge eines Rückgangs der Rinderverkäufe, abflachte. Trotz höherer Einnahmen aus dem Fremdenverkehr stieg das Ertragsbilanzdefizit von 90 auf 125 Millionen Dollar. Da sich der Nettokapitalzufluß, der mit 105 Millionen Dollar im Jahre 1964 ziemlich hoch gewesen war, auf 75 Millionen Dollar verringerte, ergab sich in der Gesamtbilanz ein Umschwung von einem geringen Überschuß zu einem Defizit von 50 Millionen Dollar, das durch Inanspruchnahme der Reserven finanziert wurde.

In der *Türkei* nahm die Ausfuhr rascher zu als die Einfuhr, und das Handelsbilanzdefizit verminderte sich etwas. Da außerdem die Nettoeinnahmen aus dem Dienstleistungsverkehr durch einen Anstieg der Überweisungen von im Ausland beschäftigten Arbeitern ausgeweitet wurden, sank das Defizit in laufender Rechnung von 105 auf 80 Millionen Dollar, und trotz einer Abnahme der Nettokapitaleinfuhr um 30 Millionen Dollar verbesserte sich die Reservenposition um 10 Millionen Dollar.

*Japan.* Die Entwicklung der Zahlungsbilanz Japans stand 1965 unter dem Einfluß des Konjunkturrückgangs im Inland. Die Abschwächung der Nachfrage dämpfte den Einfuhranstieg und wirkte gleichzeitig sehr stimulierend auf die Exporte. Somit verminderte sich die Zuwachsrate der Einfuhr (fob) von 14 auf 2 Prozent, während die Ausfuhr um 24 Prozent emporschnellte und den Handelsbilanzüberschuß von 365 Millionen Dollar im Jahre 1964 auf das bisher noch nie erreichte hohe Niveau von 1 900 Millionen Dollar ansteigen ließ. Von der Ausfuhrzunahme entfielen zwei Drittel auf Maschinen, Transportausrüstung, Metalle und Metallerzeugnisse. Die größte Ausdehnung erfolgte mit fast 35 Prozent gegenüber den Vereinigten Staaten und Afrika, doch auch die Ausfuhr nach dem westlichen Europa stieg um 25 Prozent.

Vermehrte Transportkosten und gestiegene Zins- und Dividendenzahlungen waren die Hauptfaktoren für die weitere Zunahme des Defizits im Dienstleistungsverkehr von 845 auf 970 Millionen Dollar, die jedoch nicht verhinderte, daß sich in der laufenden Rechnung statt dem Vorjahresdefizit von 480 Millionen Dollar ein Überschuß von 930 Millionen Dollar ergab.

Im Zusammenhang mit dem Nachlassen der Inlandsinvestitionen folgte dem Nettozufluß an langfristigem Kapital von 110 Millionen Dollar im Jahre 1964 ein Nettoabfluß von 405 Millionen Dollar. Trotzdem war der Aktivsaldo der Grundbilanz mit 525 Millionen Dollar der größte, der je verzeichnet wurde. Infolge der liquiden Verfassung der Wirtschaft wurde ein Teil dieses Aktivsaldos durch kurzfristige Kapitalabflüsse hauptsächlich in Form von Exportkrediten

Japan: Zahlungsbilanz<sup>1</sup>

	1964	1965		
		Ganzes Jahr	1. Halbjahr	2. Halbjahr
Warenhandel (fob)				
Einfuhr . . . . .	6 330	6 430	3 290	3 140
Ausfuhr . . . . .	6 695	8 330	3 875	4 455
Saldo des Warenhandels . . . . .	+ 365	+ 1 900	+ 585	+ 1 315
Dienstleistungen (netto)				
Transport . . . . .	- 475	- 550	- 245	- 305
Kapitalerträge . . . . .	- 195	- 190	- 100	- 90
Sonstige Dienstleistungen <sup>2</sup> . . . . .	- 175	- 230	- 130	- 100
Saldo der Dienstleistungen . . . . .	- 845	- 970	- 475	- 495
Saldo der laufenden Posten . . . . .	- 480	+ 930	+ 110	+ 820
Langfristige Kapitalleistungen . . . . .	+ 110	- 405	- 125	- 280
Saldo der Grundbilanz . . . . .	- 370	+ 525	- 15	+ 540
Kurzfristige Kapitalleistungen . . . . .	+ 250	- 65	+ 30	- 95
Nichterfaßte Posten und Ermittlungsfehler . . . . .	+ 10	- 50	+ 15	- 65
Saldo der Gesamtbilanz (= Saldo der erweiterten Devisenbilanz) . . . . .	- 110	+ 410	+ 30	+ 380

<sup>1</sup> Auf Transaktionsbasis. <sup>2</sup> Einschließlich Übertragungen.

ausgeglichen, so daß die Gesamtbilanz einen Überschuß von 410 Millionen Dollar aufwies.

### Außenhandelspolitik

Die Zusammenarbeit auf dem Gebiet des internationalen Handels machte im Jahre 1965 wenig Fortschritte. Meinungsverschiedenheiten innerhalb der EWG behinderten den Fortgang der Zollverhandlungen in der Kennedy-Runde, und immer mehr regionale und bilaterale Abkommen durchlöchernten das GATT-Prinzip der Nichtdiskriminierung.

Die rasche Entwicklung in Richtung einer engeren wirtschaftlichen Integration zwischen den EWG-Ländern kam Ende Juni 1965 zu einem Stillstand, als der Ministerrat sich nicht über die Finanzierung der gemeinsamen Agrarpolitik und über die Erweiterung der Befugnisse des Europäischen Parlaments einigen konnte. Trotzdem waren die gemeinsamen Marktordnungen für Agrarprodukte weiterhin in Funktion, und die 10prozentige Ermäßigung der EWG-Binnenzölle, auf die man sich bereits früher geeinigt hatte, trat am 1. Januar 1966 in Kraft. Damit wurden die Zölle für gewerbliche Waren auf 20 Prozent ihres ursprünglichen Niveaus und die Zölle für Agrarprodukte, für die es keine gemeinsame Marktregelung gibt, auf 40 bis 45 Prozent gesenkt.

Am 11. Mai 1966 wurde ein Abkommen getroffen, das den weiteren Abbau der Zölle und die Finanzierung der Agrarpolitik betrifft. Eine 5prozentige Ermäßigung der EWG-Binnenzölle für gewerbliche Waren wird am 1. Juli 1967

erfolgen, und die restlichen 15 Prozent werden ein Jahr später beseitigt. Was die Agrarpolitik betrifft, so wurde beschlossen, daß von Mitte 1967 bis Mitte 1968 einheitliche Märkte für alle wesentlichen Erzeugnisse errichtet werden sollen und daß ab Mitte 1967 aus dem Europäischen Ausrichtungs- und Garantiefonds Ausgleichszahlungen für Verkäufe von agrarischen Erzeugnissen in Länder außerhalb der Gemeinschaft zu Weltmarktpreisen sowie auf die Kosten der Marktstützung geleistet werden sollen.

Den Anpassungen an den gemeinsamen Außentarif der Gemeinschaft wurde bisher ein Niveau zugrunde gelegt, das 20 Prozent unter dem Endtarif liegt. Nach einem Beschluß des Ministerrats vom April 1966 ist dieses um 20 Prozent niedrigere Niveau ab 1. Juli auf die etwa 1 200 Positionen nicht mehr anwendbar, die nicht unter die linearen Zollsenkungen im Rahmen der Kennedy-Runde fallen. Auf dem Sektor der Außenbeziehungen der Gemeinschaft wurden die Assoziierungsverhandlungen mit Nigeria im Juli 1965 abgeschlossen. Als Folge der Assoziation würde die Ausfuhr Nigerias in die Gemeinschaft genauso bevorzugt behandelt werden wie die der achtzehn afrikanischen Staaten gemäß der Jaunde-Konvention. Die Verhandlungen mit Österreich über eine mögliche Verbindung mit der EWG wurden im März 1965 eingeleitet, aber noch nicht abgeschlossen.

Die Zollsenkungen innerhalb der EFTA verlaufen plangemäß; die Binnenzölle wurden am 1. Januar 1966 um 10 Prozent ermäßigt. Die verbleibenden 20 Prozent der Zölle auf gewerblichen Erzeugnissen sollen am Ende dieses Jahres beseitigt werden. Ab 1. Januar 1967 dürfen gewerbliche Waren nicht gleichzeitig von Zöllen befreit sein und in den Genuß der Erstattung bestimmter indirekter Steuern kommen. Daher hat die britische Regierung am 21. Januar 1966 bekanntgegeben, daß sie das britische System der Steuerermäßigung für den Export zu ändern beabsichtige. Im Mai 1966 gab der Schatzkanzler auch bekannt, daß der 10prozentige Importzollzuschlag im November beseitigt würde.

Dem GATT gehören inzwischen 67 Vertragsparteien an, einschließlich der Schweiz, die im April 1966 Vollmitglied wurde. Auf ihrer 23. Sitzung im März und April 1966 nahmen die Vertragsparteien Kenntnis von dem Abkommen zwischen Australien und Neuseeland, das am 31. August 1965 unterzeichnet wurde und die Errichtung einer Freihandelszone betrifft, sowie von einem ähnlichen Abkommen, das im Dezember zwischen dem Vereinigten Königreich und Irland geschlossen wurde; Irland ist jedoch nicht Mitglied des GATT. Auf der gleichen Sitzung wurde Australien eine Ausnahme von der Meistbegünstigungsklausel gewährt, wodurch es in die Lage versetzt wird, Entwicklungsländern Zollvorteile einzuräumen.

Was die Kennedy-Runde anlangt, so haben die Teilnehmerländer im November 1964 die Listen für gewerbliche Waren hinterlegt, die von der vorgesehenen 50prozentigen linearen Zollermäßigung ausgenommen werden sollen. Die Verhandlungen über die Ausnahmelisten haben bis jetzt noch keine greifbaren Resultate gezeitigt. Gespräche über chemische Erzeugnisse und über Stahl

begannen im Mai 1966; die Hauptkontroverse betrifft die Berechnung der US-Zölle für chemische Erzeugnisse auf der Basis des inländischen Verkaufspreises statt nach dem Einfuhrwert des Produktes. Hinsichtlich der landwirtschaftlichen Erzeugnisse haben im Mai 1965 Getreideverhandlungen stattgefunden, und im vergangenen September haben dreizehn Länder — jedoch nicht die EWG — die Zugeständnisse festgelegt, die sie bei sonstigen Agrarprodukten zu machen bereit sind. Da die dem US-Präsidenten durch das Gesetz über die Ausweitung des Außenhandels gegebene Ermächtigung, Zollessenkungen auszuhandeln, Mitte 1967 abläuft, wird die Zeit für den Abschluß eines Abkommens knapp.

### III. GOLD, RESERVEN UND DEVISEN

Im Bereich der internationalen Liquidität verringerte sich der Zuwachs bei den — zentralen und nichtzentralen — Währungsreserven der Länder von 3,9 Milliarden Dollar 1964 auf 0,9 Milliarden Dollar 1965. Für diese Verlangsamung des Wachstums gab es eine Reihe von Gründen.

Erstens war die nichtmonetäre Goldnachfrage sehr hoch, so daß nur Gold im Werte von 250 Millionen Dollar für die Zunahme der zentralen Reserven der westlichen Länder verblieb. 1964 hatte diese Zunahme 0,9 Milliarden Dollar betragen. Der Goldvorrat der Vereinigten Staaten verringerte sich 1965 um 1,7 Milliarden Dollar, während die Goldreserven des westlichen Europa um 1,9 Milliarden Dollar stiegen.

Zweitens betrug die Erhöhung der Devisenbestände der Länder (einschließlich der nichtmarktfähigen US-Staatsschuldverschreibungen im Besitz ausländischer Währungsbehörden) nur noch 0,6 Milliarden Dollar (1964: 3,1 Milliarden Dollar), weil das Zahlungsdefizit der Vereinigten Staaten reduziert wurde und die Währungsbehörden der Überschußländer mehr dazu neigten, Dollar in Gold zu konvertieren. Der 1965 verzeichnete Zuwachs bei den Devisenbeständen der Länder beruhte hauptsächlich auf einer Zunahme der nichtamtlichen Dollarbestände um 0,4 Milliarden Dollar.

Drittens wurde die Ausweitung der gesamten internationalen Liquidität durch das Ausmaß verlangsamt, in dem die Zahlungsdefizite der zwei Reservewährungsländer und dabei vor allem des Vereinigten Königreichs durch IWF-Ziehungen finanziert wurden. Diese Methode der Finanzierung von Defiziten und Überschüssen wirkt sich auf den statistischen Gesamtbetrag der internationalen Liquidität nicht aus, da die Veränderungen in der Summe der IWF-Positionen der Mitgliedsländer auf Nettobasis berechnet werden.

Hinsichtlich der Verteilung der internationalen Liquidität nach Ländern bestanden die hauptsächlichsten Veränderungen 1965 darin, daß die Positionen der Vereinigten Staaten und des Vereinigten Königreichs um 1,2 bzw. 0,3 Milliarden Dollar zurückgingen, während sich diejenigen der westlichen kontinental-europäischen Länder um 1,7 und diejenigen der sonstigen Länder um 0,7 Milliarden Dollar erhöhten. Die Entwicklungsländer haben wie schon in den beiden Vorjahren ihren Bestand an internationaler Liquidität vermehrt; der Zuwachs stellte sich 1965 auf rund 1,1 Milliarden Dollar — etwa 0,3 Milliarden Dollar mehr als 1964.

Die Bruttoziehungen beim IWF betrugen 2,4 Milliarden Dollar und damit nur geringfügig weniger als 1961, während die Nettoziehungen mit 1,7 Milliarden Dollar so groß waren wie noch nie. Die IWF-Nettoposition des Vereinigten Königreichs verschlechterte sich 1965 um 1,4 Milliarden Dollar, während

sich die IWF- und AKV-Nettopositionen der westlichen kontinentaleuropäischen Länder um 1,1 Milliarden Dollar erhöhten. Die IWF-Position der Entwicklungsländer zusammengenommen veränderte sich praktisch nicht.

Obwohl sich die Lage des Dollars nach der Einführung des US-Selbstbeschränkungsprogramms verbesserte, waren die Verhältnisse an den Gold- und Devisenmärkten fast die ganzen ersten neun Monate des Jahres 1965 hindurch ziemlich unruhig. Das Pfund kam wiederholt unter schweren Druck, und die nichtmonetäre Goldnachfrage war zeitweise außerordentlich stark. Nach der Wiederaufnahme der sowjetischen Goldverkäufe im August 1965 ging der Marktpreis des Goldes zurück, während die Anfang September erfolgte Bekanntgabe neuer Stützungsvereinbarungen der Zentralbanken eine merkliche Verbesserung der Pfundposition bewirkte. In den ersten Monaten des Jahres 1966 blieben die Marktverhältnisse relativ ruhig, doch im Mai und anfangs Juni geriet das Pfund wieder unter Druck.

### **Golderzeugung und Goldmärkte**

Die Goldproduktion der Welt (ohne die Sowjetunion, die anderen osteuropäischen Länder, Kontinentalchina und Nordkorea) stieg von 39,9 Millionen Unzen 1964 auf 41 Millionen Unzen 1965 (vergleiche die Tabelle auf Seite 35 in Teil I). Wie gewöhnlich wurde der Gesamttrend vor allem von der südafrikanischen Goldgewinnung bestimmt, die von 29,1 auf 30,5 Millionen Unzen zunahm. Es ist jedoch bemerkenswert, daß sich das Wachstum der südafrikanischen Goldgewinnung weiter verlangsamte. Der Produktionszuwachs von 1,4 Millionen Unzen 1965 folgte nämlich auf Zuwächse von 2,6, 1,9 und 1,7 Millionen Unzen in den Jahren 1962, 1963 und 1964. Von den anderen größeren westlichen Produzentenländern verzeichneten nur die Vereinigten Staaten eine Erhöhung der gewonnenen Goldmenge, und zwar von 1,5 auf 1,7 Millionen Unzen. Das beruhte darauf, daß in Nevada eine neue Goldmine in Betrieb genommen wurde, durch deren Ausstoß die Gesamterzeugung der Vereinigten Staaten um ein Drittel steigen soll. In der übrigen westlichen Welt blieb die Goldproduktion rückläufig.

Die 5prozentige Steigerung der südafrikanischen Goldgewinnung im Jahre 1965 wurde mit etwa 2 Prozent weniger Arbeitskräften erzielt. Die verarbeitete Goldgesteinsmenge war um rund  $\frac{1}{2}$  Prozent größer, und der durchschnittliche Goldertrag erhöhte sich um  $4\frac{1}{2}$  Prozent, was vor allem an dem wachsenden Anteil der neuen Goldgruben an der Gesamterzeugung lag. Läßt man die hauptsächlich Uran erzeugenden Unternehmen außer Betracht, so stiegen die Gesamtgewinne um nicht ganz  $1\frac{1}{2}$  Prozent und damit weniger als in jedem anderen Jahr seit 1953. Das beruhte vor allem auf den geringeren Gewinnen aus dem Uranabbau. Der Durchschnittsgewinn je Unze gewonnenen Goldes ging sogar zurück, und zwar um fast 4 Prozent.

Auf der Basis der amtlichen Dollarparität hatte die Golderzeugung von 1965 einen Wert von 1 435 Millionen Dollar. Die gesamten sowjetischen Goldverkäufe im Jahre 1965 betrugen schätzungsweise 550 Millionen Dollar — 100 Millionen Dollar mehr als 1964. Die gesamte Neuversorgung mit Gold kann daher

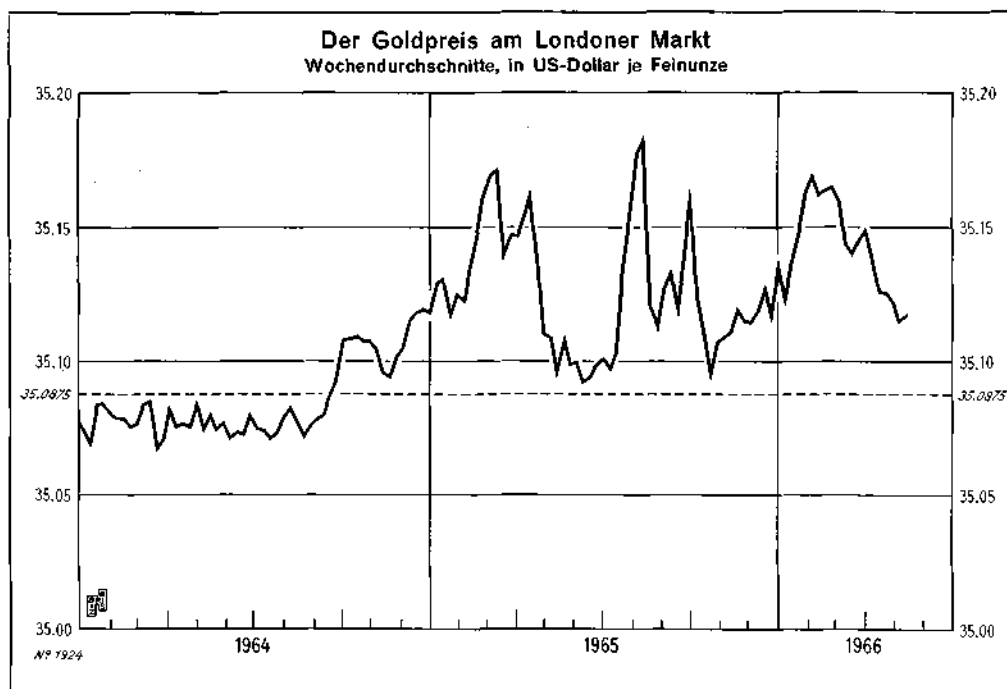
für das Jahr 1965 auf fast 2 Milliarden Dollar veranschlagt werden, womit sie um rund 150 Millionen Dollar größer war als 1964. Trotz der günstigen Versorgungslage verschlechterte sich aber das Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage erheblich. Die Käufe für nichtmonetäre Zwecke schnellten aus den auf Seiten 36–39 in Teil I angegebenen Gründen von 1 120 auf schätzungsweise 1 585 Millionen Dollar hinauf; damit überstiegen sie erstmals in der Nachkriegszeit die westliche Produktion. Da China Gold im Werte von weiteren 150 Millionen Dollar übernahm, verblieb für die Erhöhung der zentralen westlichen Goldreserven nur Gold im Betrage von 250 Millionen Dollar.

Die private Goldnachfrage war zwar das ganze Jahr 1965 hindurch lebhaft, jedoch besonders stark im ersten und im dritten Quartal. So wurden die amtlichen Goldreserven im ersten Quartal um 250 Millionen Dollar verringert und dann im zweiten Quartal wieder um 215 Millionen Dollar erhöht. Im dritten Quartal verhinderte die Wiederaufnahme der sowjetischen Verkäufe einen erneuten Rückgang, und hauptsächlich dank diesen Verkäufen stiegen die amtlichen Goldreserven im vierten Quartal um 300 Millionen Dollar.

Der Londoner Goldmarkt begann das Jahr 1965 unter ziemlich ungünstigen Vorzeichen. Die Sterlingkrise schien ihren Höhepunkt überschritten zu haben, aber die Ungewißheit bestand weiter. Die kräftige Verschlechterung der US-Zahlungsbilanz im zweiten Halbjahr 1964 hatte die Zurückhaltung gegenüber dem Dollar genährt. Und diese Zweifel wurden durch den in die breite Öffentlichkeit getragenen französischen Beschluß zum Umtausch eines Teils der Devisenreserven des Landes in Gold und durch amtliche französische Erklärungen zugunsten einer Rückkehr zum Goldstandard gesteigert. Unter solchen Umständen wurde die Nervosität auch dadurch nicht sehr vermindert, daß die Vereinigten Staaten erneut die Beibehaltung der bestehenden Goldparität des Dollars bekräftigten, die Abschaffung der gesetzlichen Golddeckung für die Einlagenverbindlichkeiten des Federal Reserve System in die Wege leiteten und das freiwillige Zahlungsbilanzprogramm bekanntgaben.

Der Londoner Fixing-Preis lag am Jahresanfang bei rund 35,12 Dollar. Unter der Wirkung umfangreicher privater Käufe begann er im Februar zu steigen. Käufe aus China und die Nachfrage von Zentralbanken außerhalb des Goldpools verstärkten den Marktdruck, und trotz massiven Verkäufen des Goldpools erreichte der Fixing-Preis Anfang März eine Spitze von 35,17 Dollar.

In der zweiten Aprilhälfte ließ die Marktspannung nach. Die Notierung sank auf rund 35,10 Dollar und hielt sich bis Mitte Juli ungefähr auf diesem Niveau. In der zweiten Julihälfte indessen setzte mit der Nachfrage aus China abermals eine Auftriebstendenz des Preises ein. Sie wurde noch durch die Lage in Vietnam und die anhaltenden Schwierigkeiten des Pfundes verstärkt, und am 6. August erreichte der Fixing-Preis 35,19<sup>3</sup>/<sub>8</sub> Dollar und damit den höchsten Stand des Jahres. Die Erwartung erneuter sowjetischer Goldverkäufe führte jedoch bald zu einer Entspannung, und in der zweiten Augushälfte kam es zu einem starken Kursrückgang auf 35,11 Dollar. Nach dem Ausbruch der Feindseligkeiten zwischen Indien und Pakistan war die Marktnachfrage fast den ganzen Monat September hindurch wieder lebhaft.



Hohe sowjetische Goldverkäufe führten dann in Verbindung mit der Erholung des Pfundes zu einem Rückgang der Notierungen. Der Fixing-Preis, der gegen Ende September zeitweise 35,16 Dollar überstiegen hatte, sank im Oktober vorübergehend auf unter 35,09 Dollar. Unter dem Druck der anhaltend hohen Nachfrage begann der Preis aber gegen Ende Oktober wieder anzuziehen, und Anfang Februar 1966 erreichte er eine neue Spitze von über 35,17 1/2 Dollar. Dann schlug die Tendenz um, und die Notiz sank allmählich auf 35,11 Dollar Anfang Mai.

### Internationale Liquidität

In der nebenstehenden Tabelle sind die hauptsächlichen Veränderungen der internationalen Liquidität der Länder im Jahre 1965 zusammengestellt; im einzelnen handelt es sich dabei um die Veränderung ihrer Goldreserven, ihrer zentralen und privaten Devisenbestände (ohne die entsprechenden Verbindlichkeiten der Reservezentren) und ihrer IWF- und AKV-Nettopositionen. Bei dieser Abgrenzung erhöhte sich der statistische Gesamtbetrag der internationalen Liquidität 1965 um 0,9 Milliarden Dollar, verglichen mit einem Zuwachs von 3,9 Milliarden 1964. Bei den zentralen Reserven allein betrug die Zunahme 0,2 Milliarden Dollar, gegenüber 1,9 Milliarden im Jahr davor.

Maßgeblich für diese Veränderung gegenüber dem Vorjahr war vor allem das geringere Wachstum der Goldreserven und Dollarbestände. Es betrug 1965 nur 0,5 Milliarden Dollar, verglichen mit 3,4 Milliarden 1964. Bei den Goldreserven beruhte 1965 der sehr bescheidene Zuwachs auf der stark vermehrten

Goldnachfrage für nichtmonetäre Zwecke. Bei den Dollarguthaben waren die wichtigsten Gründe die Verringerung des US-Zahlungsdefizits und der Umtausch von Dollarreserven in Gold.

Auch wenn sich statistisch die Gesamtliquidität 1965 viel weniger erhöht hat, bedeutet das nicht, daß sehr wenig neue Liquidität für die Finanzierung von Zahlungsbilanzüberschüssen und -defiziten zur Verfügung gestanden hätte. Vielmehr wurde in bedeutend größerem Umfang als vorher Liquidität über den IWF bereitgestellt. Dieser Zuwachs erscheint jedoch nicht im statistischen Gesamtbetrag, da dem Forderungserwerb durch die Gläubigerländer mehr oder minder festbfristete Verbindlichkeiten der Schuldnerländer gegenüberstehen. So hat sich der Gesamtbetrag der IWF- und AKV-Nettopositionen der Mitgliedsländer des Fonds 1965 nicht verändert; aber die Positionen der Vereinigten Staaten und

#### Länderbestände an internationaler Liquidität

		Gold	US-Dollar <sup>1</sup>	Nichtmarktfähige US-Staatspapiere <sup>2</sup>	Pfund Sterling	Andere Währungen <sup>3</sup>	Zusammen	IWF- und AKV Nettoposition <sup>4</sup>	Insgesamt
Milliarden US-Dollar									
Vereinigte Staaten	Veränderung 1964	- 0,1			+ 0,2	- 0,0	+ 0,0	- 0,3	- 0,2
	Veränderung 1965	- 1,7			+ 0,4	- 0,0	- 1,3	+ 0,1	- 1,2
	Bestand Ende 1965	13,8			0,8	0,1	14,8	0,9 <sup>5</sup>	15,6
Vereinigtes Königreich	Veränderung 1964	- 0,3	+ 0,5				+ 0,1	- 1,0	- 0,9
	Veränderung 1965	+ 0,1	+ 1,0				+ 1,1	- 1,4	- 0,3
	Bestand Ende 1965	2,3	3,3				+ 5,5	- 1,9	3,6
Westlicher europäischer Kontinent <sup>6</sup>	Veränderung 1964	+ 1,2	+ 1,0	+ 0,3	+ 0,1		+ 2,6	+ 0,7	+ 3,3
	Veränderung 1965	+ 1,8	- 1,5	+ 0,3	- 0,0		+ 0,6	+ 1,1	+ 1,7
	Bestand Ende 1965	20,2	9,1	1,4	1,8		32,6	3,6	36,1
Zusammen	Veränderung 1964	+ 0,7	+ 1,4	+ 0,3	+ 0,3	- 0,0	+ 2,8	- 0,5	+ 2,3
	Veränderung 1965	+ 0,3	- 0,5	+ 0,3	+ 0,4	- 0,0	+ 0,3	- 0,2	+ 0,2
	Bestand Ende 1965	36,3	12,4	1,4	2,7	0,1	52,9	2,5	55,4
Übrige Länder	Veränderung 1964	+ 0,2	+ 1,1	-	+ 0,1	- 0,1	+ 1,2	+ 0,4	+ 1,6
	Veränderung 1965	+ 0,0	+ 0,8	-	- 0,2	-	+ 0,6	+ 0,2	+ 0,7
	Bestand Ende 1965	4,9	13,2	0,1	9,1	0,4	27,8	0,2	28,0
Insgesamt	Veränderung 1964	+ 0,9	+ 2,5	+ 0,3	+ 0,4	- 0,1	+ 4,0	- 0,2	+ 3,9
	Veränderung 1965	+ 0,3	+ 0,2	+ 0,3	+ 0,1	- 0,0	+ 0,9	+ 0,0	+ 0,9
	Bestand Ende 1965	41,2	25,6	1,5	11,8	0,5	80,7	2,7	83,4
Insgesamt - amtliche Stellen	Veränderung 1964	+ 0,9	+ 0,7 <sup>7</sup>	+ 0,3	+ 0,3	- 0,1	+ 2,1	+ 0,2	+ 1,9
	Veränderung 1965	+ 0,3	- 0,2 <sup>7</sup>	+ 0,3	- 0,1	- 0,0	+ 0,2	+ 0,0	+ 0,2
	Bestand Ende 1965	41,2	14,2 <sup>7</sup>	1,5	6,7	0,5	64,1	2,7	66,9

<sup>1</sup> Bestände des Auslands an kurzfristigen Dollarguthaben und marktfähigen US-Staatspapieren mit einer Gesamtlaufzeit von mehr als einem Jahr. <sup>2</sup> Nichtmarktfähige, mittelfristige US-Staatspapiere, ausgenommen diejenigen, die die Regierung Kanadas im Zusammenhang mit Transaktionen gemäß dem Columbia-River-Abkommen erhalten hat. <sup>3</sup> Amtliche Bestände der Vereinigten Staaten an konvertierbaren Währungen, ausgenommen Pfund Sterling, und amtliche Frankenguthaben der Frankenzonen. <sup>4</sup> Einschließlich vorzeitiger Goldzahlungen an den IWF im Zusammenhang mit der Quotenerhöhung. <sup>5</sup> Ohne Berücksichtigung eines negativen Betrages von 800 Millionen Dollar für Goldverkäufe des IWF zum Erwerb US-amerikanischer Renditepapiere. <sup>6</sup> Mit BIZ und Europäischem Fonds. <sup>7</sup> Diese Zahlen stammen aus US-Quellen. Deshalb sind amtliche Dollarguthaben des Auslands, die sich bei Geschäftsbanken außerhalb der Vereinigten Staaten befinden, als nichtamtliche Guthaben erfaßt.

Anmerkung: Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen.

des Vereinigten Königreichs für sich betrachtet sanken zusammen um 1,3 Milliarden Dollar, während sich diejenigen der anderen Fondsmitglieder entsprechend erhöhten.

### Internationaler Währungsfonds

Angesichts des geringen Wachstums der Weltbestände an Gold und Devisen war 1965 die Tätigkeit des IWF für das Funktionieren des Weltwährungssystems von besonderer Bedeutung. Die Bruttoziehungen betrugen insgesamt 2 434 Millionen Dollar, also nur geringfügig weniger als 1961; die Nettoziehungen erreichten mit 1 732 Millionen Dollar einen Rekordumfang. Diese Operationen versorgten Länder, die sich in Zahlungsbilanzschwierigkeiten befanden, mit Kredit und trugen auch wesentlich zur Erhöhung der Reserven der Überschußländer bei. Dieser Beitrag belief sich auf 1,7 Milliarden Dollar, von denen 1,2 Milliarden Dollar auf die Zunahme der Ziehungsrechte innerhalb der Goldtranche und 0,5 Milliarden Dollar auf die Ausweitung der AKV-Gläubigerpositionen entfielen.

Zwei Gründe waren für den großen Umfang der Transaktionen des Fonds im Jahre 1965 in erster Linie verantwortlich: die Zahlungsschwierigkeiten der zwei Reservewährungsländer und der anhaltende Bedarf der Entwicklungsländer.

IWF: Währungstransaktionen 1965

	Ziehungen	Rückkäufe	Nettoziehungen
	Millionen US-Dollar		
Vereinigte Staaten . . . . .	435	282	153
Vereinigtes Königreich . . . . .	1 400	30	1 370
Übrige europäische Länder . . . . .	50	30	20
Neuseeland . . . . .	62	—	62
Entwicklungsländer . . . . .	487	360	127
darunter			
Argentinien . . . . .	—	44	— 44
Brasilien . . . . .	75	55	20
Chile . . . . .	36	37	— 1
Indien . . . . .	200	75	125
Indonesien . . . . .	—	39	— 39
Pakistan . . . . .	54	—	54
Insgesamt . . . . .	2 434	702	1 732

Die Ziehung von 1 400 Millionen Dollar durch das Vereinigte Königreich im Mai 1965 war die zweitgrößte Ziehung in der Geschichte des Fonds. Durch sie stiegen die Sterlingbestände des Fonds auf 198 Prozent der britischen Quote.

Die Vereinigten Staaten nahmen den Fonds im Laufe des Jahres dreimal in Anspruch. Im März und im September wurden wiederum „technische“ Ziehungen vorgenommen, deren Erlös an andere Fondsmitglieder verkauft wurde, die ihre eigenen Ziehungsschulden zurückzuzahlen wünschten. Außerdem wurde im Juli ein Währungsbetrag im Gegenwert von 300 Millionen Dollar zur Übernahme von Dollar gezogen, die sich (zum Teil auf der Basis von Swapvereinbarungen) bei ausländischen Währungsbehörden befanden. Infolge von Dollarziehungen

beim Fonds erhöhten sich aber die Dollarbestände des Fonds 1965 per Saldo nur um 165 Millionen Dollar, so daß den Vereinigten Staaten am Jahresende noch eine freie Goldtranche position von rund 600 Millionen Dollar zur Verfügung stand.

Von den anderen entwickelten Ländern zog Neuseeland 62 Millionen Dollar; Jugoslawien erhielt 50 Millionen Dollar im Rahmen eines Bereitschaftskredits von 80 Millionen Dollar zur Unterstützung einer umfassenden Devisen- und Wirtschaftsreform.

Das Rekordvolumen der Ziehungen von 1965 unterstreicht auch die Bedeutung des IWF für die Entwicklungsländer. Deren Bruttoziehungen erreichten mit 487 Millionen Dollar den zweitgrößten Umfang seit der Errichtung des Fonds. Ihre Nettoziehungen stellten sich allerdings entsprechend der relativ kurzfristigen Natur dieser Kredite auf nur 127 Millionen Dollar. Neue Bereitschaftsfazilitäten im Gegenwert von 646 Millionen Dollar wurden zwanzig Entwicklungsländern gewährt; von diesem Betrag waren am Jahresende 250 Millionen Dollar noch nicht beansprucht. Andererseits ist von der Möglichkeit der kompensatorischen IWF-Finanzierung bisher nur wenig Gebrauch gemacht worden. Zum Teil beruhte das auf günstigen Preistrends am Weltmarkt; es sind aber Untersuchungen darüber im Gange, wie die Anwendung dieser Fazilität verbessert werden kann.

Unter den Entwicklungsländern waren 1965 die Hauptempfänger von Mitteln des Fonds Indien und Pakistan mit Nettoziehungen von 125 bzw. 54 Millionen Dollar. Brasilien und Chile zahlten frühere Ziehungsbeträge zurück und nahmen neue Beträge in Anspruch, während Argentinien und Indonesien per Saldo in erheblichem Umfang IWF-Schulden tilgten. Indonesien trat im August 1965 aus dem Fonds aus.

Da die Geschäftstätigkeit des Fonds in diesem Jahr wiederum vorwiegend durch den Kreditbedarf der zwei Länder mit den größten Quoten bestimmt war, verringerten sich seine verwendbaren Gold- und Devisenbestände 1965 abermals erheblich. Zwei Drittel des vom Vereinigten Königreich gezogenen Betrags bestanden aus Nichtquotendevisen, nämlich 400 Millionen Dollar aus dem Erlös von Goldverkäufen und 525 Millionen Dollar aus Sonderkrediten im Rahmen der AKV. Dennoch sanken die verwendbaren Bestände des Fonds an Währungen der anderen Fondsmitglieder — also ohne die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich — im Jahre 1965 von 43 auf 24 Prozent der Quoten dieser Länder. Der Bestand an österreichischen Schilling und Deutschen Mark blieb unterhalb von 10 Prozent der Quoten dieser Länder. Die Bestände an Lire und Peseten unterschritten diesen Prozentsatz im Laufe des Jahres, und die Bestände an französischen Franken sanken auf 18 Prozent der französischen Quote. An einzelnen Währungen wurden im Laufe des Jahres netto gezogen: Lire für 435 Millionen Dollar, französische Franken für 358 Millionen Dollar, Deutsche Mark für 296 Millionen Dollar sowie 282 Millionen US-Dollar. Auch die Nettoziehungen von belgischen Franken, kanadischen Dollar und holländischen Gulden hatten je einen Umfang von reichlich über 100 Millionen Dollar.

Angesichts dieser Abnahme der liquiden Mittel des IWF war es von besonderer Bedeutung, daß die AKV mit Wirkung von Oktober 1966 auf weitere vier

IWF: Bestände an ausgewählten Währungen von Mitgliedsländern

Währung von	Ende						IWF-Bestände März 1966
	1958	1960	1962	1963	1964	1965	Millionen US-Dollar
	Prozent der jeweiligen Quote						
Belgien . . . . .	75	75	61	59	49	29	82
Deutschland (BR) .	55	61	34	30	7	7	35
Frankreich . . . .	150	74	44	43	34	18	137
Italien . . . . .	—	75	25	16	72	4	107
Japan . . . . .	75	75	64	64	60	56	459
Kanada . . . . .	70	72	125	111	67	45	221
Niederlande . . .	75	71	51	51	45	32	118
Österreich . . . .	75	75	65	50	3	4	78
Schweden . . . .	75	75	68	65	52	27	91
Spanien . . . . .	—	118	75	64	29	6	84
Vereinigtes Königreich . . .	124	75	74	75	126	198	4 329
Vereinigte Staaten	29	62	74	75	81	85	4 431

Jahre verlängert wurden und daß am 26. Februar 1966 die Erhöhung der IWF-Quoten in Kraft trat, die auf der Jahresversammlung von 1964 beschlossen und dann vom Direktorium auf 25 Prozent festgesetzt worden war (wobei für sechzehn Mitgliedsländer größere Erhöhungen genehmigt wurden). Durch diese Erhöhungen steigt der Gesamtbetrag aller Quoten von 16 auf ungefähr 21 Milliarden Dollar.

Im ersten Quartal 1966 stellten sich die gesamten Nettoziehungen beim Fonds auf 226 Millionen Dollar. Die Vereinigten Staaten nahmen kanadische Dollar im Werte von 160 Millionen Dollar und das Vereinigte Königreich nahm Deutsche Mark im Werte von 122 Millionen Dollar in Anspruch. Der Betrag der britischen Ziehung entsprach der Erhöhung des britischen IWF-Goldbeitrags und diente zum Kauf von Gold bei der Deutschen Bundesbank. Gleichzeitig verkaufte der Fonds Gold im Werte von 130 Millionen Dollar gegen Deutsche Mark an die Bundesrepublik. Bei den übrigen Fondsmitgliedern ergaben sich in diesem Quartal per Saldo Rückzahlungen von 56 Millionen Dollar.

### Goldreserven

Die zentralen Goldbestände von Ländern (ohne die Sowjetunion, die anderen osteuropäischen Länder, Kontinentalchina und Nordkorea) und internationalen Institutionen erhöhten sich 1965 um 250 Millionen Dollar auf insgesamt 43,3 Milliarden Dollar am Jahresende. Das war der kleinste Jahreszuwachs seit 1952. Was die Länderstruktur der Goldreserven betrifft, so ergab sich eine sehr bedeutende Verlagerung von den Vereinigten Staaten, deren Goldreserve um 1 665 Millionen Dollar sank, nach dem westlichen Europa, dessen Goldreserven um 1 945 Millionen Dollar stiegen.

Der Goldverlust der Vereinigten Staaten entstand durch Verkäufe und Übertragungen an ausländische Währungsinstitutionen im Werte von 1 547 Millionen Dollar und durch Abgaben an inländische Verbraucher im Werte von

118 Millionen Dollar. Die letztgenannte Zahl ist annähernd doppelt so groß wie der Wert der letztjährigen US-Goldproduktion. Nach dem westlichen Europa verkauften die Vereinigten Staaten per Saldo Gold für 1 299 Millionen Dollar — darunter für 884 Millionen Dollar nach Frankreich —, und netto 225 Millionen Dollar übertrugen sie an den IWF. Die wesentlichste Transaktion mit dem IWF war eine Zahlung von 259 Millionen Dollar in Gold für den Goldtrancheanteil innerhalb der Erhöhung der US-Quote beim Fonds. Andererseits legte der Fonds Gold im Werte von 34 Millionen Dollar beim US-Schatzamt ein, damit der Goldvorrat der Vereinigten Staaten nicht so sehr durch die Goldkäufe belastet wurde, die andere Länder für ihre Goldbeitragszahlungen an den Fonds vornahmen.

Der Zuwachs von 1 945 Millionen Dollar bei den Goldreserven des westlichen Europa war weit gestreut; viele Länder erhöhten ihre Bestände in beträchtlichem Umfang. Die Hälfte des Gesamtzuwachses — 977 Millionen Dollar — entfiel auf Frankreich. Die zweitgrößte Erhöhung verzeichnete die Goldreserve der Schweizerischen Nationalbank mit 317 Millionen Dollar, wobei aber zu beachten

### Weltgoldreserven

	Veränderung		Betrag Ende 1965
	1964	1965	
	Millionen US-Dollar		
Vereinigte Staaten . . . . .	— 125	— 1 665	13 806
Westliches Europa . . . . .	+ 830	+ 1 945	22 464
davon			
Belgien-Luxemburg . . . . .	+ 80	+ 107	1 558
Deutschland (BR) . . . . .	+ 405	+ 162	4 410
Frankreich . . . . .	+ 554	+ 977	4 706
Italien . . . . .	— 236	+ 297	2 404
Niederlande . . . . .	+ 87	+ 68	1 756
Österreich . . . . .	+ 64	+ 100	700
Portugal . . . . .	+ 26	+ 53	576
Schweiz . . . . .	— 95	+ 317	3 042
Spanien . . . . .	+ 43	+ 194	810
Vereinigtes Königreich . . . . .	— 348	+ 129	2 265
Bank für Internationalen Zahlungsausgleich . . . . .	+ 229	— 508	— 558
Sonstige <sup>1</sup> . . . . .	+ 21	+ 49	795
Kanada . . . . .	+ 209	+ 125	1 151
Lateinamerikanische Republiken . . . . .	— 35	— 80	1 054
davon			
Brasilien . . . . .	— 58	— 29	63
Sonstige . . . . .	+ 23	— 51	991
Asien . . . . .	+ 77	+ 76	1 718
Afrika . . . . .	— 85	— 111	718
davon			
Südafrika . . . . .	— 56	— 149	425
Sonstige . . . . .	— 29	+ 38	293
Sonstige Länder <sup>2</sup> . . . . .	+ 16	— 4	249
Internationaler Währungsfonds . . . . .	— 133	— 41 <sup>3</sup>	2 138 <sup>3</sup>
Sonstige internationale Institutionen . . . . .	— 1	+ 1	9
Insgesamt <sup>2</sup> . . . . .	+ 753	+ 246	43 305

<sup>1</sup> Gold zur Verteilung durch die Dreimächtigkeitskommission für die Rückerstattung von Währungsgold und Goldbestand des Europäischen Fonds. <sup>2</sup> Ohne die Sowjetunion, Osteuropa, Kontinentalchina und Nordkorea. <sup>3</sup> Auch Goldbeitragszahlungen an den IWF von 313 Millionen Dollar abzüglich der Goldeinlagen des IWF in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich in Höhe von 44 Millionen Dollar.

ist, daß allein die Goldswaps mit der BIZ am Jahresende 380 Millionen Dollar ausmachten; wenn man daher die Werte von Januar 1965 und Januar 1966 miteinander vergleicht, ging die Goldreserve der Nationalbank sogar um 41 Millionen Dollar zurück. Durch diese Jahresendoperationen erklärt sich auch zu einem wesentlichen Teil die Verringerung der Gold-Kassaposition der BIZ um 508 Millionen Dollar im Laufe des Jahres 1965. Die nächstgrößte Veränderung innerhalb des westlichen Europa war die Erhöhung der italienischen Goldreserve um 297 Millionen Dollar; diese Zunahme beruhte zum größten Teil auf einer Übertragung von Gold osteuropäischer Länder, das vorher bei italienischen Geschäftsbanken zur Besicherung von Krediten gelegen hatte, an das Italienische Devisenamt. Betrachtet man das westliche Europa als Gesamtheit, so wurde Gold für 1 299 Millionen Dollar beim US-Schatzamt und für 350 Millionen Dollar beim IWF erworben; der Rest stammte vorwiegend aus der erwähnten italienischen Transaktion.

In der übrigen Welt ergab sich die größte Veränderung in Südafrika, wo der Goldbestand der Reservebank um 149 Millionen Dollar zurückging. Im einzelnen sanken dabei die südafrikanischen Goldreserven in den ersten neun Monaten des Jahres sogar um 232 Millionen Dollar, da die Zahlungsbilanz defizitär war; im letzten Quartal wurden sie dann wieder um 83 Millionen Dollar erhöht. Die kanadische Goldreserve stieg nun schon im dritten Jahr, und zwar um 125 Millionen Dollar, und die Goldreserven der asiatischen Länder nahmen um 76 Millionen Dollar zu; dagegen verringerten sich die lateinamerikanischen Bestände um 80 Millionen Dollar.

In der Tabelle ist beim Goldvorrat des IWF für 1965 eine Abnahme um 41 Millionen Dollar ausgewiesen. Die verwendbare Goldreserve des Fonds schrumpfte jedoch sogar um 310 Millionen Dollar, wobei Gold im Werte von 400 Millionen Dollar gegen Währungen verkauft wurde. Im Rahmen der Quotenerhöhung erhielt der Fonds 1965 von Mitgliedsländern Goldbeitragszahlungen von insgesamt 313 Millionen Dollar. Ferner stellte der Fonds hiervon 44 Millionen Dollar den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich in Einlagenform zur Verfügung, um die Goldverluste zu mildern, die diese Länder im Zusammenhang mit den Goldbeitragszahlungen anderer Mitgliedsländer an den Fonds erlitten hatten. Erst im Februar 1966, mit dem Inkrafttreten der Quotenerhöhung, wurden die neuen Goldbeitragszahlungen — abzüglich des in den beiden Reservewährungsländern eingelegten Betrages — Bestandteil der verwendbaren Goldreserve des Fonds.

Für das erste Quartal 1966 liegen noch keine vollständigen Angaben vor, doch scheint es, daß sich die Weltgoldreserven in dieser Zeit erhöht haben. Der US-Goldvorrat verringerte sich um 68 Millionen Dollar, obwohl Gold für 100 Millionen aus den kanadischen Beständen erworben wurde und der IWF Goldeinlagen von weiteren 131 Millionen Dollar vornahm, die als Teilausgleich für die Goldverkäufe an andere Länder im Zusammenhang mit deren IWF-Goldbeitragszahlungen dienten. Die europäischen Goldbestände haben sich in diesem Quartal praktisch nicht geändert. Weitgehend infolge der Auflösung der Jahresendoperationen zwischen der Schweizerischen Nationalbank und der BIZ sanken

die Goldreserven der westlichen europäischen Länder um rund 500 Millionen Dollar, während sich die Gold-Kassaposition der BIZ um 528 Millionen Dollar verbesserte. Die südafrikanische Goldreserve stieg um 95 Millionen Dollar; die kanadische verringerte sich wegen der Verkäufe an die Vereinigten Staaten um 65 Millionen Dollar.

Der Goldbestand des IWF wuchs in diesem Quartal um 220 Millionen Dollar. Die Eingänge aus Goldbeitragszahlungen einschließlich derjenigen, die geleistet wurden, bevor die Quotenerhöhung im Februar 1966 in Kraft trat, betrugen 813 Millionen Dollar. Hiervon waren aber 269 Millionen Dollar bereits 1965 gezahlt worden, ferner nahm der Fonds im Werte von 198 Millionen Dollar Gold-einlagen bei den Vereinigten Staaten und beim Vereinigten Königreich vor, und Gold für 130 Millionen Dollar wurde an die Bundesrepublik Deutschland verkauft.

### Devisen

Die Devisenbestände der Länder — hauptsächlich US-Dollar, nichtmarktfähige US-Staatsschuldverschreibungen und Pfund Sterling — erhöhten sich 1965 um 0,6 Milliarden Dollar, verglichen mit einem Zuwachs von 3,1 Milliarden Dollar im Jahr vorher. Die Abschwächung ergab sich praktisch allein bei den Dollarreserven. Es wurde bereits auf die Faktoren hingewiesen, die den Anstieg der Dollarbestände des Auslands so stark verlangsamt haben. Die Wirkung eines der wichtigsten dieser Faktoren, nämlich der US-Zahlungsbilanzmaßnahmen, kann ohne weiteres aus den Angaben über die kurzfristigen Auslandskredite der US-Banken ersehen werden. Nachdem sich das Volumen dieser Kredite 1964 um 1,5 Milliarden Dollar erhöht hatte, schrumpfte es im vergangenen Jahr um 0,3 Milliarden Dollar.

Die Dollarbestände der Länder (hier ohne ihre Bestände an nichtmarktfähigen US-Staatsschuldverschreibungen, die größtenteils nicht auf Dollar lauten) stiegen 1965 somit um nur 245 Millionen Dollar, wobei die zentralen Dollarguthaben um 175 Millionen Dollar sogar zurückgingen, während sich die privaten Forderungen um 420 Millionen Dollar erhöhten. Daß die privaten Dollarbestände trotz dem Abbau der Auslandskredite der US-Banken weiter stiegen, beruhte größtenteils auf sehr hohen Dollarübertragungen vom Italienischen Devisenamt an die italienischen Geschäftsbanken.

Betrachtet man die Veränderung der Dollarguthaben im Jahre 1965 nach ihrer geographischen Struktur, so verringerten sich die Bestände des westlichen Europa um 535 Millionen Dollar. Die Guthaben des Kontinents sanken um 1 505 Millionen Dollar — im wesentlichen als Entsprechung zur Zunahme der kontinentalen IWF-Position —, während sich die britischen Guthaben um 970 Millionen Dollar erhöhten. Teils war dieser Anstieg wiederum der Gegenvorgang zur Abnahme der kontinentalen Bestände, teils beruhte er auf der durch das britische Schatzamt vorgenommenen Umwandlung von Dollarpapieren in liquide Mittel.

Die kanadischen Bestände an US-Dollar gingen 1965 nach der Einführung des US-Selbstbeschränkungsprogramms um 425 Millionen Dollar zurück.

Veränderung der Länderbestände an Dollar 1965

	Amtliche Bestände	Private Bestände	Gesamtbestand
	Millionen US-Dollar		
Westliches Europa* . . . . .	— 735	+ 200	— 535
Kanada . . . . .	— 80	— 345	— 425
Lateinamerikanische Republiken . . . . .	+ 260	+ 225	+ 485
Asien . . . . .	+ 280	+ 315	+ 595
Afrika . . . . .	+ 35	+ 10	+ 45
Andere Länder . . . . .	+ 65	+ 15	+ 80
Insgesamt . . . . .	— 175	+ 420	+ 245

\* Einschließlich der BIZ und des Europäischen Fonds.

In der übrigen Welt stiegen die Dollarguthaben weiter. Diejenigen der lateinamerikanischen Republiken wuchsen um 485 Millionen Dollar; in diesem Bereich waren die Zuwächse am größten in Argentinien und Brasilien und im übrigen ziemlich weit gestreut. In Asien wurden die Dollarguthaben um 595 Millionen Dollar erhöht, die zu etwa 40 Prozent auf Japan und im übrigen größtenteils auf Saudiarabien, Thailand und die Philippinen entfielen. In der Gruppe der „anderen Länder“ stiegen die Guthaben Australiens um 80 Millionen Dollar.

Die Nettoausgabe nichtmarktfähiger Schuldverschreibungen des US-Schatz-amtes erhöhte sich, wie schon 1964, um 0,3 Milliarden Dollar. Für den Zuwachs von 1965 waren allein die Transaktionen Italiens maßgeblich, die auf Seite 26 geschildert worden sind.

Die Bruttosterlingbestände der Länder erhöhten sich 1965 um 125 Millionen Dollar. Läßt man aber den Sterlingzuwachs von 190 Millionen Dollar aus der ausländischen Hilfe an das Vereinigte Königreich außer Betracht, so ergab sich ein Rückgang um etwa 60 Millionen Dollar. Die gesamten amtlichen Sterlingguthaben gingen trotz der im Rahmen der Hilfsaktion gebildeten Guthaben im Laufe des Jahres um 100 Millionen Dollar zurück. Das beruhte darauf, daß die äußere Sterlingzone ihre amtlichen Londoner Guthaben um 395 Millionen Dollar reduzierte. Die privaten Bestände stiegen um 225 Millionen Dollar, wovon der größte Teil auf die Sterlingzone entfiel.

Wie schon 1964 kam es bei den Sterlingguthaben im vergangenen Jahr zu beträchtlichen Schwankungen. In der Sterlingzone hing das vor allem mit der Zahlungsbilanzentwicklung zusammen. In den ersten neun Monaten sanken die Guthaben der Sterlingzone um 520 Millionen Dollar; im letzten Quartal stiegen sie dann wieder um 285 Millionen. Läßt man die Sterlingverbindlichkeiten dieser Länder außer Betracht, so betrug der Rückgang in den Monaten Januar bis September 445 Millionen Dollar und der anschließende Anstieg 180 Millionen Dollar.

Berücksichtigt man die Wirkungen der Hilfe nicht, so schrumpften die Guthaben der Länder außerhalb der Sterlingzone auf Bruttobasis um nur 25 Millionen Dollar, dagegen auf Nettobasis um 75 Millionen Dollar. Da jedoch die Vertrauenskrise fast einen Monat vor dem Ende des dritten Quartals aufhörte, lassen diese Zahlen keine Rückschlüsse auf den Umfang des Abflusses in den Monaten Januar bis August zu. Im letzten Quartal 1965 stiegen die Londoner

Guthaben der Nichtsterlingländer um 200 Millionen Dollar, denen eine Erhöhung der britischen Forderungen gegen diese Länder um 40 Millionen Dollar gegenüberstand. Ende 1965 waren die Londoner Bruttoguthaben der Länder außerhalb der Sterlingzone um rund 225 Millionen Dollar und diejenigen des Sterlingblocks um 520 Millionen Dollar niedriger als im Juni 1964 knapp vor Ausbruch der Krise.

### Europäische Devisenbilanzen

In ihrer Gesamtheit wiesen die westlichen europäischen Länder 1965 wiederum einen erheblichen Zahlungsbilanzüberschuß auf. Die Veränderung der Währungspositionen, in der sich der Überschuß niederschlug, unterschied sich jedoch in mehrerlei Hinsicht von derjenigen des Jahres 1964. Erstens diente ein erheblicher Teil des Überschusses zur Verringerung der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Geschäftsbanken. Nach den verfügbaren Unterlagen (die vor allem deshalb lückenhaft sind, weil Angaben über die schweizerischen Banken fehlen und weil sich die britischen Zahlen nur auf die Fremdwährungsposition der Banken beziehen) sind 1965 die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Geschäftsbankensysteme von fünfzehn Ländern des westlichen Europa um 1 Milliarde Dollar zurückgegangen, während sie sich im Jahr vorher um 380 Millionen Dollar erhöht hatten. Zweitens waren, infolge des Umschwungs in der Position der Banken, die im Zusammenhang mit dem Überschuß erforderlichen amtlichen Finanzierungstransaktionen 1965 sowohl relativ wie absolut weniger bedeutend. Die zentralen Nettoreserven von achtzehn Ländern des westlichen Europa erhöhten sich im Laufe des Jahres um 775 Millionen Dollar, verglichen mit einem Anstieg um 1 640 Millionen Dollar 1964. Drittens war die Struktur der amtlichen Finanzierungsvorgänge ganz anders als im Vorjahr. 1964 hatten die zentralen Devisenreserven um 1 355 Millionen Dollar zugenommen und damit den weitest- aus größten Teil der amtlichen Finanzierung bestritten; 1965 sanken sie dagegen um 1 440 Millionen Dollar, während die Goldreserven um 2 440 Millionen Dollar stiegen.

Westliche europäische Länder: Devisenbilanz 1964 und 1965

	1964		1965	
	Mit dem Vereinigten Königreich	Ohne das Vereinigte Königreich	Mit dem Vereinigten Königreich	Ohne das Vereinigte Königreich
Veränderung in Millionen US-Dollar				
Gold . . . . .	+ 595	+ 945	+ 2 440	+ 2 310
Nettodevisenforderungen . . . . .	+ 1 355	+ 1 345	— 1 440	— 2 000
IWF- und AKV-Position . . . . .	— 310	+ 695	— 225	+ 1 170
Zentrale Nettoposition insgesamt . .	+ 1 640	+ 2 985	+ 775	+ 1 480
Nettodevisenposition der Geschäftsbanken . .	— 380 <sup>1</sup>	+ 30 <sup>2</sup>	+ 1 005 <sup>1</sup>	+ 920 <sup>2</sup>

<sup>1</sup> Nur fünfzehn Länder; die britischen Angaben beziehen sich nur auf die Fremdwährungsposition der Banken.

<sup>2</sup> Nur vierzehn Länder.

Von welcher unterschiedlicher Struktur die Veränderung der zentralen Währungsposition der westlichen europäischen Länder in den Jahren 1964 und 1965

war, ergibt sich am deutlichsten, wenn man das Vereinigte Königreich außer Betracht läßt. Bei der Gesamtheit der übrigen in der nebenstehenden Tabelle aufgeführten siebzehn Länder des westlichen Europa kann man die Verlagerung der amtlichen Finanzierung von den Devisen nicht nur zum Gold, sondern auch zu den IWF- und AKV-Positionen erkennen. Diese Verlagerung kann zwei Hauptfaktoren zugeschrieben werden. Der erste war ein „autonomer“ Faktor, nämlich der Umfang der Ziehungen des Vereinigten Königreichs und der Vereinigten Staaten beim IWF; der zweite resultierte aus wirtschaftspolitischen Entscheidungen der betreffenden Länder, die zunehmend die Tendenz zeigten, den Reserven vorzugsweise Gold statt Devisen zuzuführen.

Was den ersten dieser Faktoren betrifft, so zogen das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten 1965 beim IWF kontinentaleuropäische Währungen im Gegenwert von insgesamt 1 365 Millionen Dollar. Diese Ziehungen, deren Wirkung auf die IWF-Position der Gläubigerländer zum Teil durch Goldverkäufe des Fonds im Betrage von 350 Millionen Dollar ausgeglichen wurde, erklären fast den ganzen Zuwachs von 1 170 Millionen Dollar, der bei den IWF- und AKV-Positionen der kontinentaleuropäischen Länder im vergangenen Jahr zu verzeichnen war. Auf den britischen und amerikanischen Ziehungen beruhte daher zu einem beträchtlichen Teil der Rückgang der zentralen Devisenbestände der kontinentalen Länder im Jahre 1965 um 2 000 Millionen Dollar, da diese beiden Staaten die Beträge, die sie vom Fonds in europäischen Währungen erhielten, praktisch ganz zum Dollarankauf bei europäischen Währungsbehörden verwendeten.

Das zweite Hauptmerkmal des amtlichen Zahlungsausgleichs der kontinentalen Länder war 1965 die Erhöhung ihrer Goldreserven um 2 310 Millionen Dollar. Hiervon stammten 350 Millionen Dollar aus den bereits erwähnten Goldverkäufen des Fonds. Die wichtigste Goldquelle war aber das US-Schatzamt, von dem diese Länder Gold für 1 450 Millionen Dollar erwarben. Der größte Teil dieser Käufe erfolgte mit Dollar, die laufend aus Zahlungsüberschüssen zufließen; aber daneben gab es einige Länder — darunter vor allem Frankreich und Spanien —, die 1965 Gold mit Dollar aus früheren Überschüssen erwarben. Auf einem solchen Umtausch „alter“ Dollarguthaben beruhte zum Teil der letztjährige Rückgang der zentralen Devisenbestände des Kontinents. Der dritte Grund für die außergewöhnliche Größe des Zuwachses bei den Goldreserven dieser siebzehn Länder war 1965 der Umfang der Dollaroperationen, die schweizerische Banken zum Jahresultimo mit der Schweizerischen Nationalbank abschlossen. Diese beliefen sich auf 380 Millionen Dollar, die von der Schweizerischen Nationalbank in voller Höhe bei der BIZ im Rahmen einer Swaptransaktion in Gold umgetauscht wurden.

Nach den verfügbaren Unterlagen sind im ersten Quartal 1966 die zentralen Gold- und Devisenreserven der Länder des westlichen Europa um 550 Millionen Dollar zurückgegangen, während ihre IWF-Nettoposition und ihre AKV-Position zusammen um 195 Millionen Dollar zunahmen. Ihre gesamten zentralen Nettoreserven stiegen somit um 355 Millionen Dollar. Ohne die Übertragung von 885 Millionen Dollar vom britischen Schatzamt auf den Devisenausgleichsfonds hätte sich statt dessen allerdings ein Rückgang von 530 Millionen Dollar ergeben.

Europäische Länder, Kanada und Japan: Währungsposition

	Jahres- ende	Gold und Devisen	IWF- und AKV- Netto- position	Gesamt zentrale Reserven	Ge- schäfts- banken (netto)	Gesamte Aus- lands- forde- rungen	Veränderung (+ = Zunahme der Forderungen, Ab- nahme der Ver- bindlichkeiten)	
							Gesamte zentrale Forde- rungen	Ge- schäfts- banken
Millionen US-Dollar								
Belgien-Luxemburg . . . . .	1964	2 095	205	2 300	— 535	1 765	+ 250	— 75
	1965	2 145	315	2 460	— 560	1 900	+ 160	— 25
Dänemark . . . . .	1964	595	35	630	— 125	505	+ 170	— 55
	1965	510	60	570	— 45	525	— 60	+ 80
Deutschland (BR) . . . . .	1964	7 560	910	8 470	— 715	7 755	+ 110	— 15
	1965	7 070	1 075	8 145	— 675	7 470	— 325	+ 45 <sup>1</sup>
Finnland . . . . .	1964	345	15	360	— 50	310	+ 45	— 5
	1965	275	15	290	— 65	225	— 70	— 15
Frankreich . . . . .	1964	4 930	620	5 550	— 365	5 185	+ 815	— 20
	1965	5 370	885	6 255	— 110	6 145	+ 705 <sup>2</sup>	+ 255
Griechenland . . . . .	1964	265	15	280	—	280	— 10	— 35
	1965	235	15	250	5	255	— 30	+ 5
Irland . . . . .	1964	435	10	445	260	705	+ 40	— 25
	1965	395	10	405	250	655	— 40	— 10
Island . . . . .	1964	40	5	45	— 5	40	+ 5	—
	1965	45	5	50	— 5	45	+ 5	—
Italien . . . . .	1964	3 850	145	3 995	— 815	3 180	+ 350	+ 450
	1965	4 400	550	4 950	— 195	4 755	+ 955	+ 620
Niederlande . . . . .	1964	2 065	265	2 330	115	2 445	+ 250	— 185
	1965	2 045	360	2 405	10	2 415	+ 75	— 105
Norwegen . . . . .	1964	355	25	380	— 60	320	+ 40	—
	1965	445	25	470	10	480	+ 90	+ 70
Österreich . . . . .	1964	1 235	70	1 305	— 5	1 300	+ 80	+ 15
	1965	1 225	70	1 295	— 55	1 240	— 10	— 50
Portugal . . . . .	1964	940	15	955	80	1 035	+ 115	— 10
	1965	995	15	1 010	110	1 120	+ 55	+ 30
Schweden . . . . .	1964	865	90	955	70	1 025	+ 200	— 10
	1965	815	145	960	90	1 050	+ 5	+ 20
Schweiz . . . . .	1964	3 640	—	3 640	.	.	+ 145	.
	1965	3 700	—	3 700	.	.	+ 60	.
Spanien . . . . .	1964	1 410	105	1 515	.	.	+ 365	.
	1965	1 270	140	1 410	.	.	— 105	.
Türkei . . . . .	1964	50	— 35	15	.	.	+ 15	.
	1965	45	— 20	25	.	.	+ 10	.
Insgesamt . . . . .	1964	30 675	2 495	33 170	— 2 150 <sup>3</sup>	25 950 <sup>3</sup>	+ 2 985	+ 30 <sup>3</sup>
	1965	30 985	3 665	34 650	— 1 235 <sup>3</sup>	28 280 <sup>3</sup>	+ 1 480	+ 920 <sup>3</sup>
Vereinigtes Königreich . . .	1964	2 315	— 515	1 800	— 440 <sup>3</sup>	1 360	— 1 345	— 410 <sup>4</sup>
	1965	3 005	— 1 910	1 095	— 355 <sup>4</sup>	740	— 705	+ 85 <sup>4</sup>
Europäische Länder insgesamt . . . . .	1964	32 990	1 980	34 970	— 2 590 <sup>5</sup>	27 210 <sup>5</sup>	+ 1 640	— 380 <sup>5</sup>
	1965	33 990	1 755	35 745	— 1 590 <sup>5</sup>	29 020 <sup>5</sup>	+ 775	+ 1 005 <sup>5</sup>
Kanada . . . . .	1964	2 625	195	2 820	330	3 150	+ 335	+ 250
	1965	2 605	355	2 960	— 70	2 890	+ 140	— 400
Japan . . . . .	1964	1 775	220	1 995	— 1 185	810	— 45	— 65
	1965	1 870	255	2 125	— 905	1 220	+ 130	+ 280

<sup>1</sup> Nach Ausschaltung statistischer Änderungen. <sup>2</sup> Ohne eine vorzeitige Tilgungszahlung von 179 Millionen Dollar. <sup>3</sup> Nur vierzehn Länder. <sup>4</sup> Nur Fremdwährungen. Infolge von Abweichungen in der Darstellungsweise stimmen die Zahlen für 1965 nicht mit denen der Tabelle auf Seite 29 in Teil I überein. <sup>5</sup> Nur fünfzehn Länder.  
Anmerkung: Die Zahlen für die zentralen Reserven von Ländern der Zehner-Gruppe ohne das Vereinigte Königreich, aber mit der Schweiz, sind der Statistik für die multilaterale Überwachung entnommen. Sie weichen in den meisten Fällen von den Zahlen der veröffentlichten Reservenstatistik ab.

Andererseits verringerten sich die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Geschäftsbanken in den vierzehn Ländern des westlichen Europa, über die Angaben zur Verfügung stehen, um 720 Millionen Dollar. Da hierin nicht die — unbekannte — Position der schweizerischen Geschäftsbanken berücksichtigt ist, die sich im ersten Quartal infolge der Liquidation der Jahresultimoooperationen mit der Schweizerischen Nationalbank sicherlich stark verbessert hat, kann kein Zweifel darüber bestehen, daß die Gesamtzahlungsbilanz der westlichen europäischen Länder immer noch einen erheblichen Überschuß aufwies.

Im folgenden werden die Positionen der einzelnen Länder — mit Ausnahme derjenigen Frankreichs, Italiens und des Vereinigten Königreichs, die bereits in Teil I untersucht wurden — einer Analyse unterzogen.

*Bundesrepublik Deutschland.* Trotz einem Fehlbetrag in der Grundbilanz von 1 380 Millionen Dollar — dem höchsten in einem europäischen Land im vergangenen Jahr verzeichneten Defizit — verschlechterte sich die erweiterte Devisenbilanz der Bundesrepublik im Jahre 1965 nur um 280 Millionen Dollar. Die zentralen Währungsreserven nahmen um 325 Millionen Dollar ab, während sich die Nettodevisenposition der Kreditinstitute um 45 Millionen Dollar verbesserte. Die amtlichen Nettoauslandsforderungen wiesen eine Verminderung von 650 Millionen Dollar auf, die teilweise durch eine Verbesserung der IWF- und AKV-Position um 165 Millionen Dollar und ein Anwachsen des Goldbestandes um 160 Millionen Dollar ausgeglichen wurde. Es war nur natürlich, daß der amtliche Finanzierungsbedarf aus den Devisenbeständen bestritten werden würde; die Tatsache jedoch, daß sich diese ungefähr doppelt so stark verringerten wie die zentralen Nettoreserven, während sich gleichzeitig die Goldreserve und die IWF-Position erhöhten, war in sehr großem Maße die Folge der britischen Ziehungen beim IWF im Mai 1965. Der damals in Deutschen Mark gezogene Betrag hatte den Gegenwert von 310 Millionen Dollar, und der nachfolgende Umtausch in Dollar verminderte die Devisenreserven der Bundesbank entsprechend. Gleichzeitig verkaufte der IWF an die Bundesbank Gold im Werte von 130 Millionen Dollar, um seine Bestände an Deutschen Mark wieder aufzufüllen. Das Nettoergebnis dieser zwei Transaktionen war eine Verbesserung der IWF- und AKV-Position der Bundesrepublik um 180 Millionen Dollar.

In Anbetracht der Tatsache, daß vier Fünftel des Defizits der Grundbilanz 1965 durch kurzfristige Kapitalzuflüsse gedeckt wurden, überrascht es auf den ersten Blick, daß die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken sogar um 45 Millionen Dollar abnahmen. Die Verminderung muß als Erfolg jener Maßnahmen gesehen werden, die die Bundesbank ein Jahr vorher ergriffen hatte, um Mittelzuflüsse auf eben diesem Wege zu verhindern. Die US-Dollar-Swapengagements der Bundesbank gegenüber dem Bankensystem, die im Januar 1965 von 90 auf 355 Millionen Dollar gestiegen waren, nahmen in der Folge rasch ab und waren im Oktober 1965 vollständig ausgelaufen.

Im ersten Quartal 1966 verminderten sich die amtlichen Währungsreserven um 290 Millionen Dollar, während die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken um 345 Millionen Dollar abnahmen. Diese Vorgänge beruhten hauptsächlich auf der Liquidation der Jahresendoperationen. Die Verringerung der zentralen

Reserven erfolgte in Höhe von 100 Millionen Dollar durch die Abnahme des Bundesbankbestandes an nichtmarktfähigen US-Staatsschuldverschreibungen, während sich außerdem die amtlichen Bestände an konvertierbaren Devisen um 95 Millionen Dollar verminderten.

*Schweiz.* Trotz einer beträchtlichen Verbesserung in der Grundbilanz nahmen die amtlichen Nettowährungsreserven 1965 nur um 60 Millionen Dollar zu, verglichen mit einem Anstieg von 145 Millionen Dollar im Jahre 1964. Wegen der Auswirkungen der Jahresendoperationen der schweizerischen Banken auf die amtlichen Reservenbestände werden jedoch die jährlichen Veränderungen der zentralen Nettowährungsposition der Schweiz besser auf der Basis November–November oder Januar–Januar berechnet. Beim Vergleich der Januar- wie der November-Werte ist der Kontrast zwischen 1964 und 1965 größer, als wenn man die Jahresendzahlen heranzieht. Die amtlichen Nettoreserven verminderten sich von November 1964 bis November 1965 um 150 Millionen Dollar und von Januar 1965 bis Januar 1966 um 305 Millionen Dollar. Von November 1963 bis November 1964 waren sie dagegen um 280 Millionen und von Januar 1964 bis Januar 1965 um 360 Millionen Dollar gestiegen. Bei Ausschaltung der Einflüsse der Ultimotransaktionen wiesen die schweizerischen Reserven 1965 also einen ausgeprägten Rückgang auf, nachdem sie im vorangegangenen Jahr beträchtlich zugenommen hatten.

Die Abnahme der schweizerischen Reserven konzentrierte sich auf die erste Jahreshälfte, als — nur teilweise aus saisonalen Gründen — Geld über die Banken abfloß. Während der ersten fünf Monate des Jahres verminderten sich die amtlichen Nettoreserven um 265 Millionen Dollar. Im März und April konnte die Nationalbank zum ersten Mal seit 1962 Dollar auf dem Markt verkaufen. Die Operationen zum Semesterultimo ließen die Reserven im Juni um 145 Millionen Dollar ansteigen; im Juli verlief die Entwicklung aber wieder in der umgekehrten Richtung, und von dann an bis November veränderte sich der Reservenstand nur noch geringfügig. Die Repatriierung von Bankengeldern am Jahresende brachte im Dezember einen Anstieg der Reserven um nicht weniger als 390 Millionen Dollar; im Januar 1966 nahmen sie jedoch stark ab und setzten ihre abwärtsgerichtete Tendenz bis Ende April 1966 fort; in diesem Zeitpunkt beliefen sie sich auf 3 170 Millionen Dollar.

*Belgien.* Wegen eines Rückgangs der kurzfristigen Auslandsschuld des Staates kam die Zunahme des Aktivsaldos der belgischen Grundbilanz 1965 nicht in der Devisenbilanz zum Ausdruck. Die Verbesserung der gesamten Währungsposition verlangsamte sich sogar von 175 auf 135 Millionen Dollar. Da sich die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken um 25 Millionen Dollar erhöhten, schlug sich der Überschuß ausschließlich in einer Zunahme der amtlichen Nettoreserven um 160 Millionen Dollar nieder.

Der Goldbestand erhöhte sich um 105 Millionen Dollar, wovon 30 Millionen Dollar beim IWF erworben wurden. Durch diesen Erwerb wurden die Nettofrankenziehungen in Höhe von 135 Millionen Dollar seitens anderer Fondsmitglieder in ihrer Auswirkung auf die belgische IWF-Position teilweise kompensiert,

so daß die IWF- und AKV-Nettoposition um etwa 105 Millionen Dollar zunahm. Die amtlichen Devisenbestände verminderten sich um 55 Millionen Dollar. Der Bestand an konvertierbaren Devisen ging um 100 Millionen Dollar zurück, da beim IWF gezogene Franken in Dollar umgetauscht wurden; andererseits erhöhte sich der Bestand der Nationalbank an auf belgische Franken lautenden Exportkrediten um 45 Millionen Dollar.

Im ersten Quartal 1966 gingen die amtlichen Währungsreserven Belgiens um 60 Millionen Dollar zurück, während die Nettoauslandsforderungen der Banken um 40 Millionen Dollar anstiegen.

*Niederlande.* Die Währungsposition der Niederlande verschlechterte sich 1965 um 30 Millionen Dollar, verglichen mit einer Verbesserung von 65 Millionen Dollar im vorangegangenen Jahr. Die amtlichen Nettoreserven stiegen um 75 Millionen Dollar an, während die Nettoauslandsforderungen der Banken um 105 Millionen Dollar abnahmen.

Die Veränderungen der amtlichen Währungsreserven glichen in ihrem Verlauf denen der meisten anderen westeuropäischen Länder. Die Goldreserve erhöhte sich um 70 Millionen Dollar, wovon 35 Millionen Dollar vom IWF stammten; die IWF- und AKV-Nettoposition verbesserte sich um 95 Millionen Dollar, wobei sich die Netto-Guldenziehungen beim Fonds auf 125 Millionen Dollar beliefen; und die Devisenbestände wurden um 90 Millionen Dollar vermindert. Sowohl die Auslandsguthaben wie auch die Auslandsverbindlichkeiten der Banken und insbesondere ihre Fremdwährungspositionen erhöhten sich im Jahre 1965 beträchtlich. Da aber die Verbindlichkeiten stärker stiegen als die Forderungen, verringerte sich ihre Nettodevisenposition um 80 Millionen Dollar.

Die Ausweitung des niederländischen Zahlungsbilanzdefizits im ersten Quartal 1966 schlug sich in einer Verschlechterung der Währungsposition um 160 Millionen Dollar nieder. Von diesem Betrag entfielen 120 Millionen Dollar auf eine höhere Auslandsverschuldung der Banken; die amtlichen Währungsreserven gingen nur um 40 Millionen Dollar zurück.

*Spanien.* Nach der Bundesrepublik Deutschland verzeichnete im Jahre 1965 Spanien unter allen westeuropäischen Ländern die stärkste Verschlechterung seiner Zahlungsbilanz. Die amtlichen Nettowährungsreserven, die im Jahre 1964 um 365 Millionen Dollar gestiegen waren, verminderten sich im vergangenen Jahr um 105 Millionen Dollar. Trotzdem nahm die Goldreserve um 195 Millionen Dollar zu; fast der gesamte Anstieg ging auf Käufe beim amerikanischen Schatzamt zurück. Die IWF- und AKV-Nettoposition erhöhte sich um 35 Millionen Dollar, wobei Peseten im Nettobetrag von 50 Millionen Dollar auf den Fonds gezogen wurden. Der Umtausch von amtlichen Dollarguthaben in Gold und die Kreditgewährung über den IWF führten in Verbindung mit der Finanzierung des Zahlungsbilanzdefizits zu einer Verminderung der Devisenreserven um 335 Millionen Dollar. Im ersten Quartal 1966 gingen die amtlichen Devisenbestände um weitere 145 Millionen Dollar zurück.

*Österreich.* Auch in Österreich folgte 1965 einem Zahlungsbilanzüberschuß vom Vorjahr ein Defizit. Die Währungsposition verschlechterte sich um 60 Millionen Dollar, wobei 50 Millionen Dollar auf die Zunahme der Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken entfielen. Obwohl sich die zentralen Nettoreserven kaum veränderten, stieg die Goldreserve als Folge von Käufen beim US-Schatzamt um 100 Millionen Dollar. Die zentralen Devisenreserven verminderten sich um 110 Millionen Dollar. Im ersten Quartal 1966 nahmen die amtlichen Gold- und Devisenreserven um 80 Millionen Dollar ab; andererseits erhöhte sich die IWF- und AKV-Nettoposition um 25 Millionen Dollar, und die Nettoauslandschuld der Banken ging um den gleichen Betrag zurück.

*Portugal.* Die Zahlungsbilanz wies im Jahre 1965 einen Überschuß von 85 Millionen Dollar auf, der etwas geringer war als im vorangegangenen Jahr. Die amtlichen Währungsreserven verzeichneten einen Zuwachs von 55 Millionen Dollar, der in voller Höhe auf die Goldreserven entfiel. Außerdem stiegen die Nettoauslandsforderungen der Geschäftsbanken um 30 Millionen Dollar.

Was die Zahlungsbilanzen der nordischen Länder betrifft, so ergab sich in Norwegen ein beträchtlicher Aktivsaldo, in Dänemark und Schweden ein mäßiger Überschuß und in Finnland ein Fehlbetrag.

*Norwegen.* Hauptsächlich infolge weiterer umfangreicher Kapitalzuflüsse erhöhte sich die norwegische Währungsposition im Jahre 1965 um 160 Millionen Dollar. Davon entfielen 90 Millionen Dollar auf eine Zunahme der amtlichen Devisenreserven; Norwegen war das einzige europäische Überschußland, dessen Goldreserve sich im vergangenen Jahr nicht erhöhte. Ein Teil der Nettokapitalzufuhr schlug sich in den Devisenpositionen der norwegischen Banken nieder, deren Nettoauslandsforderungen im vergangenen Jahr um 70 Millionen Dollar zunahmen.

*Dänemark.* Ein Umschwung in der Devisenposition der dänischen Geschäftsbanken von einer Nettoneuverschuldung von 55 Millionen Dollar im Jahre 1964 zu einer Nettokreditgewährung von 80 Millionen Dollar im Jahre 1965 verstärkte die negative Wirkung, die von der 1965 eingetretenen Verschlechterung der Grundbilanz auf die Währungsreserven ausging. So nahmen die amtlichen Währungsreserven, die sich 1964 um 170 Millionen Dollar vermehrt hatten, um 60 Millionen Dollar ab. Diese Verringerung erfolgte ausschließlich während der ersten acht Monate; für den Rest des Jahres ergab sich eine Verbesserung von 130 Millionen Dollar, und im ersten Quartal 1966 folgte ein weiterer Zuwachs von 35 Millionen Dollar.

In *Schweden* nahmen die amtlichen Währungsreserven im ersten Quartal 1965 um 95 Millionen Dollar zu; während des übrigen Jahres jedoch verminderten sie sich, parallel zu der Ausweitung des Defizits der schwedischen Ertragsbilanz, um 90 Millionen Dollar. Die Zunahme der amtlichen Goldreserve für das ganze Jahr 1965 war, mit 15 Millionen Dollar, etwas größer als die Zunahme der amtlichen Währungsreserven um 5 Millionen Dollar, wobei die Differenz von einem Golderwerb beim IWF herrührte.

In *Finnland* bewirkte das Zahlungsbilanzdefizit 1965 einen Rückgang der zentralen Währungsreserven um 70 Millionen Dollar, verbunden mit einer Zunahme der Nettoauslandsschuld der Geschäftsbanken um 15 Millionen Dollar.

### **Sonstige Devisenbilanzen**

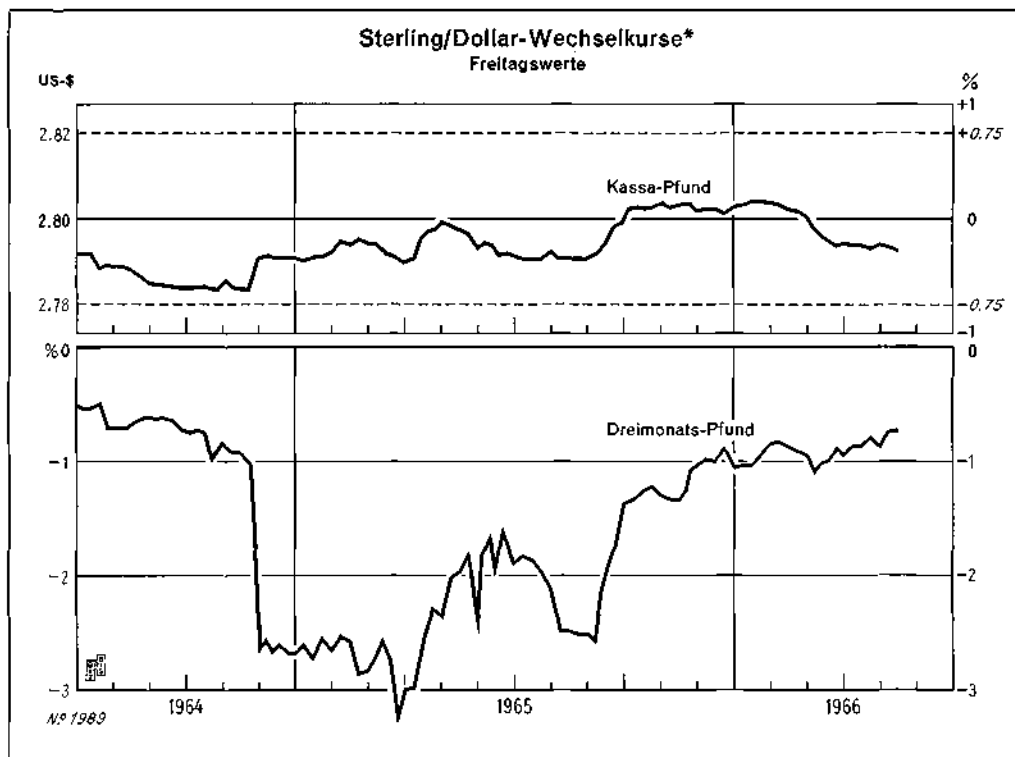
*Kanada.* Die kanadische Zahlungsbilanz wies 1965, sofern die Veränderungen in der Devisenposition der Banken in die Devisenbilanz einbezogen werden, einen Fehlbetrag von 260 Millionen Dollar auf. Dennoch verbesserte sich die amtliche Nettowährungsposition um 140 Millionen Dollar. Die IWF- und AKV-Nettoposition Kanadas nahm um fast 160 Millionen Dollar zu, während sich die amtlichen Gold- und Devisenreserven um 20 Millionen Dollar verminderten. Die Nettoauslandsguthaben der kanadischen Banken dagegen nahmen im Verlauf des Jahres um 400 Millionen Dollar ab. Dieser Rückgang erfolgte zum großen Teil während der ersten Jahreshälfte, als US-Gelder aus Kanada abgezogen wurden. Im ersten Quartal 1966 wies die Zahlungsbilanz, auf gleicher Berechnungsgrundlage, einen kleinen Aktivsaldo von 10 Millionen Dollar aus. Im Gegensatz zu den Vorgängen des Jahres 1965 gingen die amtlichen Reserven um 120 Millionen Dollar zurück, während sich die Nettodevisenposition der Banken um 130 Millionen Dollar verbesserte.

*Japan.* Der Gesamtüberschuß der Zahlungsbilanz belief sich 1965 auf 410 Millionen Dollar. Der größte Teil davon schlug sich in einer Abnahme der Nettoauslandsverbindlichkeiten der japanischen Geschäftsbanken um 280 Millionen Dollar nieder. Außerdem erhöhten sich die amtlichen Währungsreserven um 130 Millionen Dollar, wovon 70 Millionen Dollar den Nettodevisenreserven, 35 Millionen Dollar der IWF- und AKV-Nettoposition und 25 Millionen Dollar der Goldreserve zugeführt wurden.

### **Devisenmärkte**

Für die Devisenmärkte war die Berichtsperiode ereignisreich. Die herausragenden Merkmale waren das Fortdauern der Pfundkrise bis Ende August 1965 und die deutliche Erholung dieser Währung von September an. Weniger dramatisch, doch nicht weniger bedeutend war die Befestigung des Dollars. Sie setzte im Februar 1965 als Folge der zur Beschränkung der Kapitalabflüsse aus den Vereinigten Staaten ergriffenen Maßnahmen ein und wurde später durch die Veränderungen begünstigt, die sich in den Zahlungsbilanzen einiger europäischer Länder ergaben, wie auch durch den Anstieg der Zinssätze in den Vereinigten Staaten. Während auf dem Kontinent der französische Franken und die Lira ihre sehr feste Verfassung beibehielten, haben sich andere Währungen, insbesondere die Deutsche Mark, gegenüber dem Dollar abgeschwächt. Ein Blick auf die Situation im Mai 1966 zeigt, daß das Pfund wieder etwas unter Druck stand, während sich der Dollar ein gutes Stück oberhalb seiner unteren Grenze gegenüber allen europäischen Währungen befand, mit Ausnahme des französischen Frankens und des Schweizer Frankens.

*Pfund Sterling.* Anfang 1965 war das Pfund unter beträchtlichem Druck, und der Kassakurs wurde noch immer knapp über 2,79 Dollar gehalten; auch auf dem Terminmarkt waren umfangreiche amtliche Interventionen erforderlich, um den Markt nicht in Unordnung geraten zu lassen. Mitte Januar begann sich der Druck vorübergehend abzuschwächen, da den britischen Kommunalbehörden über den Eurodollarmarkt Mittel zuflossen, und Anfang Februar hatte sich der Kassakurs auf 2,79 ½ Dollar erholt. Im Anschluß an die amerikanischen Zahlungsbilanzmaßnahmen änderte sich die Lage jedoch rasch, und da sich das Marktklima in Erwartung des britischen Budgets verschlechterte, war wieder eine sehr umfangreiche amtliche Intervention erforderlich. Ende März war der Kassakurs fast auf 2,79 Dollar gesunken, und der Deport für Dreimonatssterling gegenüber dem Dollar hatte einen Jahressatz von 3 ¼ Prozent erreicht, womit sich ein Zinsarbitragegefälle zugunsten New Yorks einstellte.



\* Der Dollar-Kassakurs für das Pfund ist sowohl in Dollar als auch in Prozent der Parität angegeben. Der Terminkurs für Dreimonats-Pfunde erscheint als in Jahresprozent ausgedrückter Deport gegenüber dem Kassakurs.

Nach der Budgetvorlage und den offiziellen Zusicherungen, daß keine Abwertung erfolgen werde, verbesserte sich die Lage wieder, trotz der Tatsache, daß die Kommunalbehörden zu diesem Zeitpunkt begannen, ihre Eurodollarkredite zu reduzieren. Ende April erreichte der Kassakurs des Pfundes gegenüber dem Dollar fast die Parität, und der Deport für Dreimonatssterling sank Anfang Mai auf unter 2 Prozent pro Jahr. Ein Faktor, der zu dieser Zeit eine gewisse Bedeutung für den Terminmarkt hatte, war die Begrenzung der Bankausleihungen, die vom Umtausch von Dollar abhielt. Die Erholung war jedoch auch

diesmal nur von kurzer Dauer, und gegen Ende Mai lag der Kassakurs wieder bei  $2,79 \frac{1}{4}$  Dollar, während der Termindeport gleichzeitig scharf anstieg.

Während der Monate Juni und Juli geriet das Pfund unter ernsthaften Druck, und trotz der Bekanntgabe der neuen Maßnahmen Ende Juli blieb es unter diesem Druck bis in den August. Zu der Schwäche der Grundbilanz kam noch ein umfangreicher kurzfristiger Kapitalabfluß. Der Kassakurs wurde wieder bei etwa 2,79 Dollar gehalten, doch der Deport für Dreimonatssterling gegenüber dem Dollar, der sich nach der im Juni erfolgten Diskontsenkung auf 1,7 Prozent jährlich vermindert hatte, weitete sich Anfang August auf  $2 \frac{1}{2}$  Prozent aus. Auf diesem Niveau bot sich ein beträchtlicher Zinsvorteil zugunsten New Yorks, der ohne Zweifel zum Abfluß von Geldern aus London beitrug.

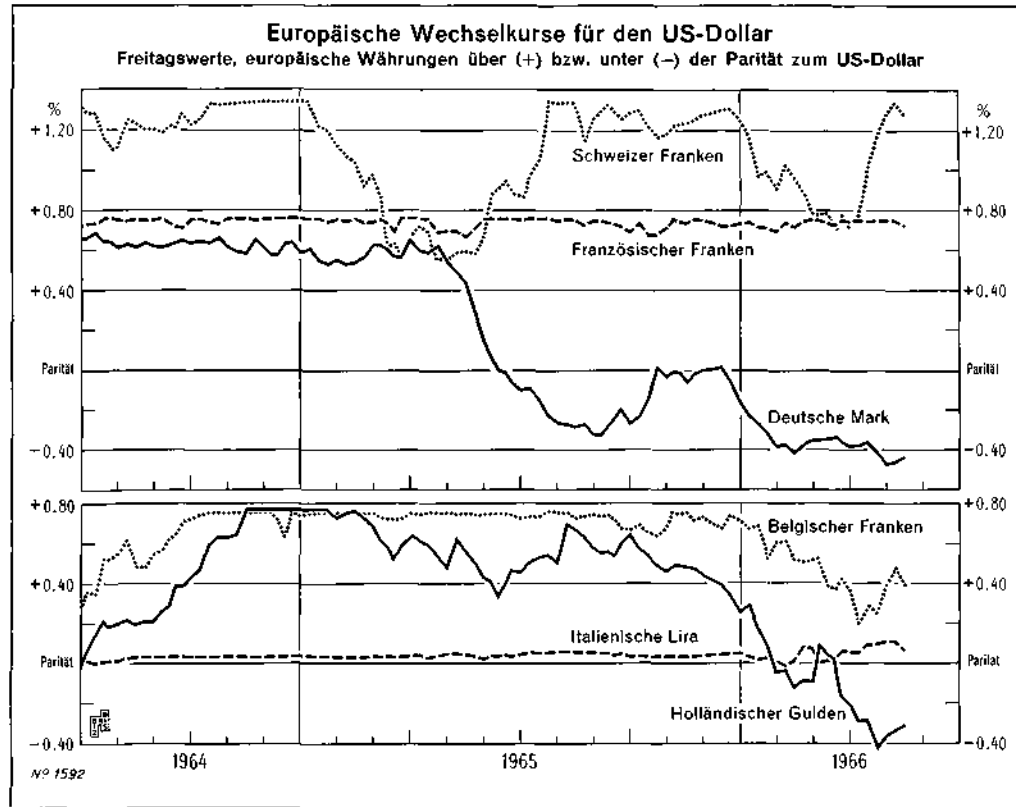
Gegen Ende August begannen die Verkäufe von Sterling nachzulassen, und Anfang September erholte sich der Kassakurs gegenüber dem Dollar ein wenig. Dann bewirkte die Ankündigung weiterer Stützungsmaßnahmen der Zentralbanken am 10. September eine entscheidende Stimmungsänderung am Markt. Am Ende des Monats lag das Pfund zum ersten Mal seit Anfang 1963 um einiges oberhalb der Dollarparität, während auf dem Terminmarkt der Deport für Dreimonatssterling auf 1,3 Prozent jährlich Anfang Oktober abnahm und den Zinsvorteil wieder zugunsten Londons veränderte.

Abgesehen von einer gewissen saisonalen Abschwächung gegen das Jahresende blieb das Pfund während des letzten Quartals 1965 und in den ersten Monaten des Jahres 1966 in fester Verfassung. Der Kassakurs bewegte sich ziemlich eng um  $2,80 \frac{1}{4}$  Dollar. Die Behörden benutzten den Devisenzufluß zur Rückzahlung von während der Sommerkrise aufgenommenen kurzfristigen Krediten und zur Verstärkung der Reserven. Gleichzeitig konnten sie damit beginnen, ihre sehr umfangreichen Devisenterminverpflichtungen zu reduzieren. Der Termindeport gegenüber dem Dollar verminderte sich weiter und fiel auf unter 1 Prozent jährlich, als der US-amerikanische Diskontsatz im Dezember 1965 erhöht wurde.

Gegen Ende Februar 1966 wurde das Pfund weniger fest, nachdem die schlechten Außenhandelsergebnisse für den Januar veröffentlicht worden waren, und diese Tendenz setzte sich mit dem Herannahen des Wahltermins fort. Ende März war der Kassakurs auf  $2,79 \frac{3}{8}$  Dollar abgesunken. Im Verlauf des Mai ging der Kurs unter dem Einfluß des britischen Seeleutestreiks weiter zurück.

Während der Berichtsperiode wurden eine Anzahl von Maßnahmen eingeführt mit dem Ziel, das freie Devisenangebot für Deviseninländer einzuschränken. Insbesondere wird seit April 1965 verlangt, daß Inländer von den Verkaufserlösen ausländischer Wertpapiere 25 Prozent dem Devisenausgleichsfonds überlassen. Diese Maßnahmen verminderten die Kapitalausfuhr aus dem Vereinigten Königreich — in den letzten neun Monaten 1965 wurden die Wertpapieranlagen außerhalb des Sterlinggebietes per Saldo um 180 Millionen Dollar verringert — und führten auch zu einer Erhöhung des Investmentdollarreports gegenüber der amtlichen Parität. Im März 1965, kurz bevor diese Maßnahmen durch das Budget bekanntgemacht wurden, stand der Report bei etwa 8 Prozent. Ende Mai hatte er 11 Prozent erreicht, und Ende 1965 betrug er mehr als

15 Prozent. In den ersten Monaten 1966 nahm er weiter zu, und trotz den im Budget 1966 enthaltenen Maßnahmen, die den Zugang der Inländer zum Investmentdollarmarkt einschränken, stellte sich der Report Ende Mai 1966 auf über 28 Prozent.



*Schweizer Franken.* Trotz einer ausgeprägten Verbesserung in der Schweizer Grundbilanz und der Fortdauer der Pfundkrise lag der Schweizer Franken während der Berichtsperiode meistens unter seiner oberen Grenze gegenüber dem Dollar. Anfang 1965 wurde von Schweizer Banken in beträchtlichem Umfang Geld exportiert, ein Vorgang, der teilweise mit der Umkehrung der Jahresendoperationen und teilweise mit der reichlichen Inlandsliquidität zusammenhing. Außerdem wurde der Dollar im Anschluß an die amerikanischen Zahlungsbilanzmaßnahmen relativ knapp. Dementsprechend stieg der Dollar-Kassakurs vom amtlichen Interventionspunkt von  $4,31\frac{1}{2}$  Schweizer Franken Ende 1964 auf  $4,34\frac{1}{2}$  Schweizer Franken Mitte März 1965 und erreichte Ende März und im April vorübergehend  $4,35$  Schweizer Franken. Unter diesen Umständen konnte die Schweizerische Nationalbank zum ersten Mal seit 1962 umfangreiche Dollarbeträge auf dem Markt verkaufen.

Im Juni 1965 begann sich der Franken gegenüber dem Dollar zu befestigen, als die Schweizer Banken für ihre Semesterabschlüsse Gelder repatriierten. Mit dem Wiederaufflackern der Pfundkrise zog der Franken im Juli 1965 viel stärker an und erreichte gegen Ende des Monats die obere Grenze von  $4,31\frac{1}{2}$  Schweizer

Franken gegenüber dem Dollar. Von Mitte August an schwächte er sich jedoch wieder ein wenig ab, und die Kurse pendelten bis November um das Niveau von 4,32 Schweizer Franken. Dank der Tatsache, daß der Liquiditätsbedarf der Banken zum Jahresende durch Swaptransaktionen der Schweizerischen Nationalbank von Dollar gegen Franken gedeckt wurde, stieg der Kassakurs, ohne die obere Grenze zu erreichen. In den ersten Monaten des Jahres 1966 schwächte sich der Franken ab, und Ende März lagen die Notierungen etwas über 4,34 Schweizer Franken. Anfang Mai war der Franken jedoch wieder bis ungefähr an seine obere Grenze gestiegen.

*Deutsche Mark.* Während der Berichtsperiode schwächte sich die Marktposition der Deutschen Mark infolge der Verschlechterung der deutschen Zahlungsbilanz beträchtlich ab. Im ersten Quartal 1965 tendierte sie gegenüber dem Dollar noch fest — mit etwa 3,97  $\frac{3}{4}$  Deutschen Mark. Als jedoch die laufende Rechnung weiter defizitär wurde, begann der Kurs im April nachzugeben, und im Juni unterschritt er die Dollarparität. Anfang August stellte sich die Notiz auf 4,01  $\frac{1}{4}$  Deutsche Mark, seit November 1962 der tiefste Stand.

Gegen Ende August veränderte sich die Tendenz. Die restriktive deutsche Währungspolitik wurde verschärft, und es erfolgten umfangreiche Käufe von DM-Auslandsanleihen durch Ausländer. Dadurch erreichte die Mark Ende Oktober ihre Dollarparität, und auf diesem Niveau blieb sie bis zur letzten Woche des Jahres, als sie wieder unterhalb der Parität notierte; auch während des ersten Quartals 1966 blieb sie unterhalb der Parität.

Die gegenüber dem Vorjahresstand veränderte DM-Position ermöglichte es den US-Behörden, Deutsche Mark sowohl direkt von der Bundesbank als auch auf dem Markt zu erwerben, um ihre offenen DM-Engagements zu verringern. Von Juni 1965 bis März 1966 geschah dies im Betrag von 300 Millionen Dollar.

*Andere europäische Währungen.* Während der gesamten Berichtsperiode notierte der französische Franken an seiner oberen Grenze gegenüber dem Dollar oder sehr nahe daran. Auch die Lira war sehr fest, obwohl die italienischen Behörden weiterhin den Satz nur knapp über der Dollarparität hielten. Der belgische Franken war während des größten Teils des Jahres nahe an der oberen Grenze gegenüber dem Dollar; gegen Jahresende jedoch begann er sich abzuschwächen, und gegen Ende März 1966 stand er um 0,4 Prozent oberhalb der Dollarparität. Im Anschluß an die Einführung des amerikanischen Programms der freiwilligen Beschränkung schwächte sich der holländische Gulden von seiner oberen Grenze gegenüber dem Dollar auf etwa 0,3 Prozent oberhalb der Parität ab; nach einer Erholung im dritten Quartal gab er wieder nach, und im Mai 1966 lag er 0,3 Prozent unterhalb der Parität.

### **Andere devisenwirtschaftliche Ereignisse**

In Anbetracht der fortdauernden Zahlungsbilanzschwierigkeiten unternahmen die zwei Reservewährungsländer in der Berichtsperiode weitere Schritte zur Einschränkung der Kapitalströme ins Ausland.

Die devisenwirtschaftlichen Maßnahmen der britischen Regierung, die gleichzeitig mit der Vorlage des Budgets im April 1965 ergriffen wurden, sind im letztjährigen Jahresbericht beschrieben. Diese Politik wurde im Juli dadurch verstärkt, daß man die Abwicklung der gesamten Direktinvestitionen außerhalb des Sterlinggebietes vom amtlichen Devisenmarkt ausschloß; zur selben Zeit wurden die Möglichkeiten der Veräußerung von Devisenerlösen am Investmentdevisenmarkt weiter eingeschränkt. Von der Veräußerung ausgeschlossen wurden diesmal insbesondere die Erlöse aus dem Verkauf von Lebensversicherungen und von Vermögenswerten von Einwanderern, denen der Inländerstatus zuerkannt wurde. Darüber hinaus wurde die Bank von England aufgefordert, eine einheitlichere Kontrolle über die Kreditaufnahme seitens ausländischer Firmen auszuüben, die im Vereinigten Königreich ansässig sind. Weitere Schritte wurden im Mai 1966 unternommen; insbesondere wurde ein Selbstbeschränkungsprogramm für Investitionen in entwickelten Ländern des Sterlinggebietes eingeführt.

Die Richtlinien dieses Programmes empfehlen jenen britischen Gesellschaften, die Investitionen in Australien, Neuseeland, Südafrika und Irland planen, den Aufschub solcher Projekte zu erwägen und jede Anstrengung zu unternehmen, um ihre überseeischen Ausgaben auch dort zu finanzieren. Gesellschaften, die sich trotzdem zur Durchführung der Investitionsprojekte entschließen, werden, sofern der Devisenaufwand 25 000 Pfund Sterling überschreitet, aufgefordert, der Bank von England ihre Pläne vorzulegen. Wenn ein Projekt nicht einen raschen, erheblichen und anhaltenden Gewinn für die Zahlungsbilanz verspricht, wird die Bank von England darauf drängen, daß es zurückgezogen oder aufgeschoben wird. Dieses Prüfungsverfahren wird auch auf solche überseeischen Direktinvestitionen außerhalb des Sterlinggebietes angewendet, für die die erforderlichen Devisen aus dem Investmentdollar-Pool beschafft werden müssen. Ebenso gilt die Selbstbeschränkung für Wertpapieranlagen im Sterlinggebiet von Versicherungsgesellschaften, Investmenttrusts und sonstigen institutionellen Anlegern. Darüber hinaus wird für Gebietsansässige des Sterlingblocks die Kreditaufnahme im Vereinigten Königreich beschränkt.

Das US-Zahlungsbilanzprogramm der freiwilligen Beschränkung, das im Februar 1965 eingeführt wurde, ist ebenfalls im vorigen Jahresbericht beschrieben worden. Es wurde im Dezember 1965 erweitert. Für die Direktinvestitionen in entwickelten Ländern wurde eine Obergrenze in Form einer Empfehlung festgesetzt, wonach die jahresdurchschnittlichen Aufwendungen in den Jahren 1965 und 1966 nicht 135 Prozent des Durchschnitts der Jahre 1962–64 übersteigen sollen. Die Obergrenze für die Ausleihungen der Banken und sonstiger Finanzinstitute an das Ausland wurde in der Weise geändert, daß für 1966 eine vierteljährliche stufenweise Zunahme von 105 auf 109 Prozent des Standes von Ende 1964 erlaubt ist. Darüber hinaus wurde der geographische Geltungsbereich der Zinsausgleichsteuer auf die ölerzeugenden Länder des Mittleren Ostens ausgedehnt.

Die in verschiedenen kontinentaleuropäischen Ländern ergriffenen Maßnahmen zur Beschränkung der Einfuhr von (hauptsächlich kurzfristigem) Kapital und zur Förderung der Kapitalausfuhr sind größtenteils in Kraft geblieben. Das

betrifft hauptsächlich die Bundesrepublik Deutschland. In der Schweiz wurde die Beschränkung der Einfuhr von Auslandskapital mit Wirkung vom April 1966 gelockert; gestattet ist jetzt die Anlage ausländischer Gelder in eidgenössischen Wohnbauanleihen und in neuen Anleihen der Hypothekarinstitute und Bodenkreditanstalten sowie der Kantonal- und Lokalbanken. Was den Kapitalexport betrifft, so wurden die Großbanken ermächtigt, sich mit bis zu 10–15 Prozent an internationalen Konsortien für bestimmte internationale Anleihen zu beteiligen. In Frankreich wurde die Möglichkeit, Devisenterminkontrakte für eine Laufzeit von bis zu sechs Monaten abzuschließen, im Oktober 1965 auch auf die Termindeckung von Devisenerlösen und -verpflichtungen aus Kapitaltransaktionen ausgedehnt. Gleichzeitig wurden die Devisenbanken ermächtigt, Frankenkredite an Ausländer für eine Höchstlaufzeit von sechs Monaten zu gewähren.

Was die industriell weniger entwickelten europäischen Länder betrifft, so liberalisierte *Portugal* im August 1965 die Vorschriften über die Repatriierung von Auslandskapital und den Gewinntransfer. Im November 1965 hob die *spanische* Regierung die Devisenkontrollen für alle Arten der Dividenden- und Zinszahlungen an das Ausland auf. Darüber hinaus genehmigte sie im Februar 1966 die Schaffung eines Terminmarktes für die Peseta.

Im Rahmen eines breitangelegten Wirtschaftsreformprogramms werteten die *jugoslawischen* Behörden den Dinar im Juli 1965 von 750 auf 1 250 Dinar für den Dollar ab. Mit Wirkung vom 1. Januar 1966 wurde in Jugoslawien eine neue Währungseinheit eingeführt, der neue Dinar, der 100 alten Dinar entspricht. Daher wurde der Wechselkurs des Dinars gegenüber dem Dollar von 1 250 Dinar auf 12,50 Dinar geändert. Der neue Kurs wird auf den gesamten Zahlungsverkehr mit dem Ausland angewendet.

#### IV. DER EUROGELDMARKT

Die Situation am Eurogeldmarkt wurde seit Anfang 1965 durch zwei entgegengesetzte Kräfte bestimmt. Einerseits haben das amerikanische Programm der freiwilligen Beschränkung und die Anspannung der Kreditlage in den Vereinigten Staaten tendenziell sowohl die Versorgung mit Eurodollargeldern vermindert als auch die Nachfrage nach ihnen erhöht. Andererseits sind dem Markt in erheblichem Umfang Mittel von europäischen Währungsinstitutionen zugeflossen — zum größten Teil vom Italienischen Devisenamt. Was das Marktvolumen betrifft, so hat die zusätzliche Versorgung aus anderen Quellen den Abzug von Geldern durch die Vereinigten Staaten per Saldo mehr als wettgemacht. Tatsächlich haben die Fremdwährungsverbindlichkeiten der Geschäftsbanken von zehn berichtenden Ländern (Belgien, Bundesrepublik Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Kanada, Niederlande, Schweden, Schweiz, Vereinigtes Königreich) gegenüber Devisenausländern von März 1965 bis März 1966 um 1,7 Milliarden Dollar und die Forderungen um 3,4 Milliarden Dollar zugenommen. In bezug auf die Zinssätze am Eurodollarmarkt jedoch erwiesen sich die Entwicklungen in den Vereinigten Staaten als der stärkere Einfluß, wenn ihre Folgen auch durch den Zuwachs an Mitteln abgeschwächt wurden. Anfang Juni lag der Satz für dreimonatige Eurodollareinlagen bei  $5\frac{3}{4}$  Prozent, gegenüber 5 Prozent ein Jahr zuvor.

##### Veränderungen in den Gesamtpositionen

Im Anschluß an eine Konsolidierungsphase während des ersten Halbjahrs 1965 weitete sich der Eurogeldmarkt wieder beträchtlich aus. Die Fremdwährungsverbindlichkeiten der berichtenden Banken gegenüber Devisenausländern nahmen im Verlauf der ersten Hälfte 1965 von 17,6 auf 17,2 Milliarden Dollar geringfügig ab und erhöhten sich dann bis Jahresende auf 19,5 Milliarden Dollar. Die Zunahme der Verbindlichkeiten für das Gesamtjahr 1965 betrug 1,9 Milliarden Dollar. Der Anstieg der Fremdwährungsforderungen der Banken gegenüber Devisenausländern im Jahre 1965 war sogar noch ausgeprägter und belief sich auf 2,9 Milliarden Dollar. Die Ausweitung zeigte sich hier schon im zweiten Quartal des Jahres, wenn sie sich auch später beschleunigte. So nahmen die Forderungen im ersten Quartal von 18,2 auf 17,7 Milliarden Dollar ab, erhöhten sich auf 17,9 Milliarden Dollar im Juni und wuchsen bis zum Jahresende auf 21,1 Milliarden Dollar an. Was die Nettoposition betrifft, so sanken die Nettofremdwährungsguthaben der Banken gegenüber Devisenausländern im ersten Quartal von 0,7 auf 0,5 Milliarden Dollar, stiegen dann aber bis zum Jahresende auf 1,6 Milliarden Dollar an.

Im ersten Quartal 1966 verringerten sich die Fremdwährungsverbindlichkeiten der Banken gegenüber Devisenausländern von 19,5 auf 18,9 Milliarden Dollar und ihre Forderungen von 21,1 auf 21,0 Milliarden Dollar. Die Verminderung erfolgte in den Dollarpositionen der Banken, die sogar über diesen Betrag

Kurzfristige Verbindlichkeiten und Forderungen der Geschäftsbanken  
von zehn Ländern in bestimmten Fremdwährungen gegenüber  
Devisenausländern

	Monatsende	US-Dollar		Andere Währungen <sup>1</sup>		Insgesamt		Veränderung der Netto-position	
		Verbind-lichkeiten	Forde-rungen	Verbind-lichkeiten	Forde-rungen	Verbind-lichkeiten	Forde-rungen	US-Dollar	Andere Währungen
		Millionen US-Dollar							
Belgien . . . . .	1964 Dezember	420	360	520	320	940	680		
	1965 März	400	440	570	290	970	730	+ 100	— 80
	Dezember	560	470	600	380	1 160	850	— 130	+ 80
	1966 März	560	520	770	490	1 330	1 010	+ 50	— 60
Deutschland (BR) . . . . .	1964 Dezember	440	640	80	120	520	760		
	1965 März	230	700	60	120	290	820	+ 270	+ 20
	Dezember	370	620	70	170	440	790	— 220	+ 40
	1966 März	280	620	50	100	330	720	+ 90	— 50
Frankreich <sup>2</sup> . . . . .	1964 Dezember	810	860	560	660	1 370	1 520		
	1965 März	730	890	550	590	1 280	1 480	+ 110	— 60
	Dezember	1 070	1 220	530	640	1 600	1 860	— 10	+ 70
	1966 März	770	1 160	750	740	1 520	1 900	+ 240	— 120
Italien . . . . .	1964 Dezember	1 530	870	360	320	1 890	1 190		
	1965 März	1 340	800	450	260	1 790	1 060	+ 120	— 150
	Dezember	1 710	1 570	440	470	2 150	2 040	+ 400	+ 220
	1966 März	1 220	1 280	500	560	1 720	1 840	+ 200	+ 30
Japan . . . . .	1964 Dezember	2 380	2 210	350	400	2 730	2 610		
	1965 März	2 500	2 290	370	400	2 870	2 690	— 40	— 20
	Dezember	2 550	2 620	360	380	2 910	3 000	+ 280	— 10
	1966 März	2 570	2 600	340	340	2 910	2 940	— 40	— 20
Kanada . . . . .	1964 Dezember	2 590	3 180	20 <sup>3</sup>	200 <sup>3</sup>	2 610	3 380		
	1965 März	2 370	2 770	30 <sup>3</sup>	190 <sup>3</sup>	2 400	2 960	— 190	— 20
	Dezember	2 370	2 670	30 <sup>3</sup>	110 <sup>3</sup>	2 400	2 780	— 100	— 80
	1966 März	2 040	2 440	30 <sup>3</sup>	120 <sup>3</sup>	2 070	2 560	+ 100	+ 10
Niederlande . . . . .	1964 Dezember	360	390	150	290	510	680		
	1965 März	360	420	150	300	510	720	+ 30	+ 10
	Dezember	530	420	210	400	740	820	— 170	+ 40
	1966 März	570	360	290	500	860	860	— 100	+ 20
Schweden . . . . .	1964 Dezember	110	230	50	110	160	340		
	1965 März	130	180	70	110	200	290	— 70	— 20
	Dezember	150	260	70	160	220	420	+ 60	+ 50
	1966 März	140	230	100	150	240	380	— 20	— 40
Schweiz <sup>4</sup> . . . . .	1964 Dezember	1 590	2 180	330	560	1 920	2 740		
	1965 März	1 450	2 270	340	510	1 790	2 780	+ 230	— 60
	Dezember	1 700	2 660	360	550	2 060	3 210	+ 140	+ 20
	1966 März	1 490	2 520	360	560	1 850	3 080	+ 70	+ 10
Vereinigtes Königreich . . . . .	1964 Dezember	4 380	3 670	520	660	4 900	4 330		
	1965 März	4 560	3 410	550	720	5 110	4 130	— 440	+ 30
	Dezember	5 260	4 550	540	790	5 800	5 340	+ 440	+ 80
	1966 März	5 440	4 880	620	850	6 060	5 730	+ 150	— 20
Summe . . . . .	1964 Dezember	14 610	14 590	2 940	3 640	17 550	18 230		
	1965 März	14 070	14 170	3 140	3 490	17 210	17 660	+ 120	— 350
	Dezember	16 270	17 060	3 210	4 050	19 480	21 110	+ 690	+ 490
	1966 März	15 080	16 610	3 810	4 410	18 890	21 020	+ 740	— 240

<sup>1</sup> Pfund Sterling, Schweizer Franken, Deutsche Mark, holländische Gulden, französische Franken und italienische Lire. <sup>2</sup> Nur die Positionen gegenüber Banken. <sup>3</sup> Alle anderen Währungen, jedoch vorwiegend Pfund Sterling. <sup>4</sup> Einschließlich der Eurodevisenguthaben der BIZ.

**Kurzfristige Verbindlichkeiten und Forderungen der Geschäftsbanken  
von zehn Ländern in bestimmten Fremdwährungen gegenüber  
Devisenausländern, ohne die Positionen gegenüber dem Ausgabeland  
der jeweiligen Währung**

	Monatsende	US-Dollar		Andere Währungen <sup>1</sup>		Insgesamt		Veränderung der Netto-position	
		Verbind-lichkeiten	Forde-rungen	Verbind-lichkeiten	Forde-rungen	Verbind-lichkeiten	Forde-rungen	US-Dollar	Andere Währungen
		Millionen US-Dollar							
Belgien . . . . .	1964 Dezember	330	260	380	60	710	320		
	1965 März	350	310	300	60	650	370	+ 30	+ 80
	Dezember	460	350	410	100	870	450	- 70	- 70
	1966 März	460	420	460	110	920	530	+ 70	- 40
Deutschland (BR)	1964 Dezember	390	170	40	10	430	180		
	1965 März	190	170	30	20	220	190	+200	+ 20
	Dezember	300	240	30	10	330	250	- 40	- 10
	1966 März	240	300	20	10	260	310	+120	+ 10
Frankreich <sup>2</sup> . . .	1964 Dezember	730	660	400	340	1 130	1 000		
	1965 März	660	660	330	350	990	1 010	+ 70	+ 80
	Dezember	940	1 010	360	370	1 300	1 380	+ 70	- 10
	1966 März	680	910	430	410	1 110	1 320	+160	- 30
Italien . . . . .	1964 Dezember	1 250	600	210	150	1 460	750		
	1965 März	1 030	640	250	110	1 280	750	+260	- 80
	Dezember	1 420	1 370	250	200	1 670	1 570	+340	+ 90
	1966 März	960	1 110	280	270	1 240	1 380	+200	+ 40
Japan . . . . .	1964 Dezember	350	550	100	260	450	810		
	1965 März	380	550	100	230	480	780	- 30	- 30
	Dezember	390	690	100	240	490	930	+130	+ 10
	1966 März	430	670	90	210	520	880	- 60	- 20
Kanada . . . . .	1964 Dezember	910	1 210	20 <sup>3</sup>	30 <sup>3</sup>	930	1 240		
	1965 März	1 010	1 010	30 <sup>3</sup>	30 <sup>3</sup>	1 040	1 040	-300	- 10
	Dezember	1 390	900	30 <sup>3</sup>	40 <sup>3</sup>	1 420	940	-490	+ 10
	1966 März	1 190	850	30 <sup>3</sup>	40 <sup>3</sup>	1 220	890	+150	-
Niederlande . . .	1964 Dezember	320	300	100	100	420	400		
	1965 März	300	340	100	110	400	450	+ 60	+ 10
	Dezember	470	340	140	90	610	430	-170	- 60
	1966 März	480	280	190	140	670	420	- 70	-
Schweden . . . .	1964 Dezember	80	140	30	20	110	180		
	1965 März	90	110	40	30	130	140	- 40	-
	Dezember	120	170	50	40	170	210	+ 30	-
	1966 März	120	130	50	30	170	160	- 40	- 10
Schweiz <sup>4</sup> . . . .	1964 Dezember	1 440	1 610	180	120	1 620	1 730		
	1965 März	1 290	1 800	150	70	1 440	1 870	+340	- 20
	Dezember	1 550	2 160	170	90	1 720	2 250	+100	-
	1966 März	1 320	2 070	160	110	1 480	2 180	+140	+ 30
Vereinigtes Königreich . . .	1964 Dezember	3 840	2 460	.	.	.	.		
	1965 März	4 060	1 950	.	.	.	.	-730	.
	Dezember	4 710	2 950	.	.	.	.	+350	.
	1966 März	4 770	2 660	.	.	.	.	-350	.
Summe . .	1964 Dezember	9 640	7 960	.	.	.	.		
	1965 März	9 360	7 540	.	.	.	.	-140	.
	Dezember	11 750	10 180	.	.	.	.	+250	.
	1966 März	10 650	9 400	.	.	.	.	+320	.

<sup>1</sup> Pfund Sterling, Schweizer Franken, Deutsche Mark, holländische Gulden, französische Franken und italienische Lire. <sup>2</sup> Nur die Positionen gegenüber Banken. <sup>3</sup> Alle anderen Währungen, jedoch vorwiegend Pfund Sterling. <sup>4</sup> Einschließlich der Eurodevisenguthaben der BIZ.

hinaus abnahmen, und zwar die Verbindlichkeiten von 16,3 auf 15,1 Milliarden Dollar und die Forderungen von 17,1 auf 16,6 Milliarden Dollar. In den Währungen der übrigen berichtenden Länder erhöhten sich die Auslandsverbindlichkeiten der Banken von 3,2 auf 3,8 Milliarden Dollar und ihre Forderungen von 4,1 auf 4,4 Milliarden Dollar. Auf Nettobasis ergab sich während des Quartals eine Zunahme ihrer Guthaben in den Währungen sämtlicher berichtender Länder von 1,6 auf 2,1 Milliarden Dollar.

Die Abnahme der Fremdwährungsverbindlichkeiten und -forderungen der Banken während der ersten Jahreshälfte 1965 war teilweise saisonal bedingt und teilweise eine Folge der amerikanischen Selbstbeschränkungsmaßnahmen. Die erneute Ausdehnung des Marktes im zweiten Halbjahr war zum Teil auf Geldzuflüsse von europäischen Währungsinstitutionen zurückzuführen. Im dritten Quartal nahmen die Dollarswaps zwischen dem Italienischen Devisenamt und den italienischen Geschäftsbanken beträchtlich zu. Die weitere Ausdehnung des Marktes im vierten Quartal war größtenteils saisonbedingt. Die Tatsache, daß diese erneute Marktausweitung von einer Zunahme der Nettoforderungen der berichtenden Banken begleitet war, kann hauptsächlich zwei Faktoren zugeschrieben werden. Erstens kam es, ebenfalls unter dem Einfluß der amerikanischen Selbstbeschränkungsmaßnahmen, zu erhöhten Nettoabflüssen von Geldern aus dem berichtenden Gebiet in die Vereinigten Staaten. Zweitens schlugen sich die amtlichen Gelder, die in den Markt flossen, hauptsächlich in den Forderungen der Banken nieder.

Die Abnahme der Gesamtpositionen der Banken im ersten Quartal 1966 war saisonbedingt. Der Anstieg ihrer Nichtdollarpositionen wie auch ihrer Nettodollarforderungen kann jedoch den vermehrten Kosten für Dollarkredite und deren verringerter Verfügbarkeit zugeschrieben werden. Das hat tendenziell den Umfang des Geschäftes in Nichtdollarwährungen ausgeweitet und die Ausleihungen der berichtenden Banken von Gebietsansässigen auf die Vereinigten Staaten verlagert.

**Gesamte kurzfristige Dollarpositionen der  
berichtenden Banken gegenüber Devisenausländern**

Monatsende	Mit den Positionen gegenüber den Vereinigten Staaten			Ohne die Positionen gegenüber den Vereinigten Staaten		
	Verbind- lichkeiten	Forde- rungen	Netto- position	Verbind- lichkeiten	Forde- rungen	Netto- position
Millionen US-Dollar						
Dezember 1964 . . . . .	14 610	14 590	— 20	9 640	7 960	— 1 680
März 1965 . . . . .	14 070	14 170	+ 100	9 360	7 540	— 1 820
Juni 1965 . . . . .	13 900	14 200	+ 300	9 330	7 580	— 1 750
September 1965 . . . . .	14 690	15 650	+ 960	10 230	8 470	— 1 760
Dezember 1965 . . . . .	16 270	17 060	+ 790	11 750	10 180	— 1 570
März 1966 . . . . .	15 080	16 610	+ 1 530	10 650	9 400	— 1 250

Im Jahre 1965 betraf die Zunahme der Verbindlichkeiten und Forderungen der Banken in erster Linie deren Dollarpositionen. Die Veränderung dieser Positionen im Verlauf des Jahres vollzog sich hier in derselben Weise wie bei den Gesamtpositionen: einer Pause in den ersten sechs Monaten folgte eine erneute

Ausweitung im späteren Verlauf des Jahres. Auf beiden Seiten der Bilanz waren es die Dollarpositionen gegenüber Ländern außerhalb der Vereinigten Staaten, in denen der Anstieg erfolgte. Die Dollarverbindlichkeiten gegenüber den Vereinigten Staaten verminderten sich sogar um 0,5 Milliarden Dollar infolge des Abzugs von US-Geldern, hauptsächlich über Kanada. Aus diesem Grunde verbesserte sich die Nettodollarposition der Banken, die zu Beginn des Jahres 1965 annähernd im Gleichgewicht gewesen war, und schloß am Jahresende mit Nettoforderungen von 0,8 Milliarden Dollar, wobei sich die Veränderung auf das dritte Quartal des Jahres konzentrierte. Die Dollarpositionen gegenüber Ländern außerhalb der Vereinigten Staaten wiesen jedoch eine stabilere Entwicklung auf; die Nettoverbindlichkeiten gingen von 1,7 auf 1,6 Milliarden Dollar leicht zurück.

Im ersten Quartal 1966 wies die Nettodollarposition der Banken gegenüber Devisenausländern eine Verbesserung von 0,7 Milliarden Dollar auf, wovon sich mehr als die Hälfte gegenüber den Vereinigten Staaten ergab.

Im Jahre 1965 fiel die Zunahme der kurzfristigen Dollarpositionen der berichtenden Banken mit einem beträchtlichen Anwachsen anderer Formen der „Offshore“-Dollar-Finanzierung zusammen, hauptsächlich durch Emissionen von Dollaranleihen in Europa. Daß sich der Eurodollarmarkt und der Euroanleihemarkt gleichzeitig ausweiten, ist kein Zufall. Zunächst ist es äußerst wahrscheinlich, daß die Erlöse aus den in Europa aufgelegten Dollaranleihen in dem Maße, in dem sie nicht für sofortige Ausgaben der Anleihenehmer beansprucht werden, vorläufig auf dem Eurodollarmarkt angelegt werden. Darüber hinaus müssen die europäischen Banken, die diese Anleihen zur Emission übernehmen, Dollarbestände unterhalten für den Fall, daß sie Wertpapiere aufzunehmen haben, die am Markt nicht sofort untergebracht werden können. Diese Dollarbestände dürften sich mit der Zeit erhöhen und zum Teil im Eurodollarmarkt gehalten werden.

### **Veränderungen in den berichtenden Ländern**

Während des Jahres 1965 erfolgte eine weitere ansehnliche Zunahme der Fremdwährungspositionen der britischen Banken. Die Verbindlichkeiten wiesen einen Anstieg von 4,9 auf 5,8 Milliarden Dollar auf, womit auf sie etwa die Hälfte der Zunahme der Verbindlichkeiten aller berichtenden Banken entfiel, und die Forderungen stiegen von 4,3 auf 5,3 Milliarden Dollar. Somit gingen die Nettoauslandsverbindlichkeiten der Banken in Fremdwährungen von 570 auf 460 Millionen Dollar zurück.

Während des ersten Quartals 1965 stiegen die Nettodollarverbindlichkeiten der britischen Banken um 440 Millionen Dollar. Wenn diese Veränderung auch teilweise saisonbedingt war, so muß deren Ausmaß auf die inländische Geldknappheit und insbesondere auf die starke Kreditaufnahme der britischen Lokalbehörden zurückgeführt werden. Gegenüber dem westlichen Europa verschlechterte sich ihre Position um 760 Millionen Dollar, während die Nettoforderungen gegenüber Nordamerika um 400 Millionen Dollar anstiegen. Im restlichen Verlauf des Jahres 1965 verbesserte sich die Nettodollarposition der britischen Banken in

genau demselben Maße, wie sie sich im ersten Quartal verschlechtert hatte. Im zweiten Quartal lockerte sich die monetäre Lage im Inland auf, als die Staatskasse wieder ein Defizit aufwies und die Kommunalbehörden ihre Kreditaufnahme am Eurodollarmarkt einstellten und mit Rückzahlungen teils aus Einkünften und teils über ihre erhöhten Rückgriffsmöglichkeiten beim Public Works Loan Board begannen, den sie in der Zeit von April bis Juli in sehr beträchtlichem Umfang in Anspruch nahmen. Außerdem unterlagen die Bankkredite im Vereinigten Königreich von Mai 1965 an quantitativen Beschränkungen. Infolge dieser Faktoren verbesserten sich die Nettodollarpositionen der britischen Banken gegenüber Devisenausländern im zweiten Quartal um 250 Millionen Dollar und im dritten Quartal um weitere 140 Millionen Dollar; in dieser Zeit bestand meist ein hoher Termindeport für Sterling, der den Umtausch in Dollar rentabel werden ließ.

Im ersten Quartal 1966 nahm die Fremdwährungsposition der Banken weiter zu. Die Verbindlichkeiten stiegen von 5,8 auf 6,1 Milliarden Dollar und die Forderungen von 5,3 auf 5,7 Milliarden Dollar. Die Nettoverbindlichkeiten fielen von 460 auf 330 Millionen Dollar und lagen um 650 Millionen Dollar unter ihrem Vorjahresniveau. Infolge vermehrter Kreditaufnahme der US-Banken in London gingen die Nettodollarforderungen gegenüber den Vereinigten Staaten von 1 050 auf 1 550 Millionen Dollar sprunghaft in die Höhe, während die Nettodollarverbindlichkeiten gegenüber der sonstigen Welt von 1 760 auf 2 110 Millionen Dollar stiegen.

Die japanischen Banken, die nach dem Vereinigten Königreich über die höchsten Fremdwährungspositionen verfügen, verbesserten ihre Nettodollarpositionen gegenüber Devisenausländern im Jahre 1965 um 240 Millionen Dollar. Die Verbindlichkeiten stiegen um 170 Millionen Dollar und die Forderungen um 410 Millionen Dollar. Gegenüber den Vereinigten Staaten, auf die der größere Teil sowohl der Verbindlichkeiten wie auch der Forderungen entfällt, betrug die Nettoverbesserung 140 Millionen Dollar; dies kann auf die Verbesserung der japanischen Zahlungsbilanz zurückgeführt werden und auf die damit zusammenhängende entspannte monetäre Lage im Inland. Die Nettodollarforderungen gegenüber der restlichen Welt stiegen um 100 Millionen Dollar.

Die kanadischen Banken waren von der Einführung des amerikanischen Selbstbeschränkungsprogramms am unmittelbarsten betroffen. So haben sich ihre US-Dollarverbindlichkeiten gegenüber den Vereinigten Staaten in den ersten neun Monaten 1965 von 1 680 auf 1 090 Millionen Dollar vermindert. Im Verkehr mit der übrigen Welt wirkte sich das dahingehend aus, daß die kanadischen Banken ihre Verbindlichkeiten um 470 Millionen Dollar erhöhten und gleichzeitig ihre Forderungen um 400 Millionen Dollar abbauten, während sie ihre Forderungen gegenüber den Vereinigten Staaten nur um 40 Millionen Dollar verringerten. Daß aus der übrigen Welt mehr Gelder hereinkamen, als zum Ausgleich des Nettoabflusses in die Vereinigten Staaten notwendig war, hängt hauptsächlich mit dem Kreditbedarf der Zweigniederlassungen und Tochtergesellschaften von US-Unternehmen in Kanada zusammen, für die es weniger leicht war, Finanzierungsmittel in den Vereinigten Staaten zu erhalten. Somit

nahmen die Verbindlichkeiten der kanadischen Banken gegenüber Gebietsansässigen um 160 Millionen Dollar ab, während sich ihre Forderungen gegenüber Gebietsansässigen um 210 Millionen Dollar erhöhten.

Von September 1965 bis März 1966 kehrte sich die Tendenz der vorangegangenen neun Monate um. Infolge einer Verminderung ihrer US-Dollarforderungen gegenüber den Vereinigten Staaten um 340 Millionen Dollar und einer Zunahme ihrer Verbindlichkeiten gegenüber Inländern um 220 Millionen Dollar verschlechterten sich die Nettopositionen der kanadischen Banken gegenüber den Vereinigten Staaten und kanadischen Deviseninländern um 100 bzw. 110 Millionen Dollar, während sich gleichzeitig ihre Nettoposition gegenüber der sonstigen Welt um 230 Millionen Dollar verbesserte.

Von März 1965 bis März 1966 verringerten die Schweizer Banken ihre Nettodollarforderungen gegenüber den Vereinigten Staaten von 310 auf 280 Millionen Dollar; gegenüber der sonstigen Welt jedoch erhöhten sie ihre Nettoforderungen von 510 auf 750 Millionen Dollar. Ihre Positionen in den Währungen der anderen berichtenden Länder haben sich insgesamt wenig verändert.

Die größte Einzelveränderung in den Nettofremdwährungspositionen aller berichtenden Banken gegenüber Devisenausländern in der Berichtsperiode ergab sich in Italien. Im Verlauf der ersten neun Monate 1965 wurden die Nettoverbindlichkeiten der italienischen Banken, die sich Ende 1964 auf 700 Millionen Dollar belaufen hatten, allmählich abgebaut, und es folgten ihnen Nettoforderungen von 30 Millionen Dollar. Diese Verbesserung ergab sich in erster Linie auf Grund von Transaktionen des Italienischen Devisenamtes, das den italienischen Banken Dollar in Höhe von 1 170 Millionen Dollar auf Swapbasis gegen Lire zur Verfügung stellte. Diese Dollar dienten den Banken teilweise zur Verminderung ihrer Fremdwährungsverbindlichkeiten, hauptsächlich jedoch zur Ausleihung sowohl an Devisenausländer wie an Gebietsansässige. Somit führten die Banken in dieser Neunmonatsperiode ihre Dollarverbindlichkeiten gegenüber Ländern außerhalb der Vereinigten Staaten von 1 250 auf 940 Millionen Dollar zurück und verdoppelten ihre Dollarforderungen gegenüber Devisenausländern von 600 auf 1 200 Millionen Dollar. Ihre Nettoausleihungen an Gebietsansässige stiegen um 260 Millionen Dollar, hauptsächlich in Form von Schweizer Franken und Deutschen Mark.

Umfangreiche Kreditaufnahme im Ausland im Zusammenhang mit Jahresultimoooperationen und ein Stillstand in den Dollarswaps des Italienischen Devisenamtes verursachten eine vorübergehende Verschlechterung in der Fremdwährungsposition der Banken im letzten Quartal. Im ersten Quartal 1966 setzte wieder eine Verbesserung ein; während jedoch in den ersten neun Monaten 1965 der gesamte Zuwachs auf die Dollarposition entfallen war, nahmen die Nettodollarforderungen der Banken von September 1965 bis März 1966 von 110 auf 60 Millionen Dollar ab, während sich ihre Nettoposition in den Währungen der anderen berichtenden Länder aktivierte; auf Verbindlichkeiten von 80 Millionen Dollar folgten Forderungen von 60 Millionen Dollar.

Von Dezember 1964 bis März 1966 erhöhten sich die Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten der französischen Banken beträchtlich, wobei

erstere um 380 auf 1 900 Millionen Dollar und letztere um 150 auf 1 520 Millionen Dollar anstiegen. Ihre Nettoposition verbesserte sich daher um 230 Millionen Dollar. Während die Zunahme der Forderungen in erster Linie in Dollar erfolgte, erhöhten sich die Verbindlichkeiten nur in den anderen Währungen. Als Folge davon stiegen die Nettodollarforderungen von 50 auf 390 Millionen Dollar, während sich die Nettoposition in den Währungen der anderen berichtenden Länder um 110 Millionen Dollar verschlechterte.

In den Niederlanden bestand die wesentliche Entwicklung im Jahre 1965 und im ersten Quartal 1966 darin, daß in der Nettodollarposition der Banken gegenüber Devisenausländern die Forderungen in Höhe von 30 Millionen Dollar durch Verbindlichkeiten von 210 Millionen Dollar abgelöst wurden. Während des ersten Quartals 1965 erhöhten sich die Nettoforderungen geringfügig auf 60 Millionen Dollar, doch von diesem Zeitpunkt an kehrte sich die Situation infolge der angespannteren Verfassung des inländischen Kreditmarktes um. In den folgenden zwölf Monaten erhöhten die Banken ihre Dollarverbindlichkeiten gegenüber Devisenausländern um 210 Millionen Dollar, während sie ihre Dollarforderungen um 60 Millionen Dollar verringerten. Ein Teil der zusätzlichen Dollar, die von den Banken aufgenommen wurden, ist offenbar auf Swapbasis in andere Fremdwährungen umgetauscht worden, wobei sich die Nettoforderungen in dieser Kategorie von 140 auf 210 Millionen Dollar erhöhten.

Abgesehen von Kanada war die Bundesrepublik Deutschland das einzige der berichtenden Länder, in dem die Dollarpositionen der Banken gegenüber Devisenausländern am Ende des Jahres 1965 niedriger lagen als ein Jahr zuvor. Die Verbindlichkeiten verminderten sich während des ersten Quartals von 440 auf 230 Millionen Dollar, was zum großen Teil mit der Rückzahlung von Geldern zusammenhing, die über das Jahresende 1964 aufgenommen worden waren. Im weiteren Verlauf des Jahres erhöhten sich die Verbindlichkeiten wieder; da jedoch die Ultimotransaktionen der Banken Ende 1965 einen geringeren Umfang hatten als ein Jahr vorher, betrugen ihre Dollarverbindlichkeiten am Jahresende nicht mehr als 370 Millionen Dollar. Der kleinere Rahmen der bilanzoptisch bedingten Jahresendoperationen von 1965 zeigt sich auch in der Tatsache, daß die Dollarverbindlichkeiten während des ersten Quartals 1966 um nur 90 Millionen Dollar abnahmen.

### **Struktur und Umfang des Eurodollarmarktes**

Der Geschäftsablauf am Eurodollarmarkt kann in folgender Weise dargestellt werden: Dollar werden durch Banken erworben, die sich außerhalb der Vereinigten Staaten befinden, wobei der Dollarerwerb meistens durch die Herculnahme von Einlagen erfolgt, in gewissem Umfang aber auch durch den vorübergehenden Umtausch anderer Währungen in Dollar; die Dollar können dann, nachdem sie in vielen Fällen von einer Bank zur anderen plazierte wurden, an Nichtbankenkunden in irgendeinem Land der Welt weiter ausgeliehen werden. Die Tabelle auf Seite 162 ist der Versuch, nur für die acht europäischen berichtenden Länder (das heißt ohne die Zahlen für die kanadischen und japanischen

Dollarpositionen der berichtenden europäischen Banken gegenüber  
Devisenausländern außerhalb und innerhalb ihres eigenen Gebietes

	1964 Dezember	1965				1966 März
		März	Juni	September	Dezember	
	Millionen US-Dollar					
<b>Verbindlichkeiten</b>						
Übriges westliches Europa . . . . .	800	910	730	910	850	770
Osteuropa . . . . .	260	230	170	210	290	220
Kanada . . . . .	880	700	480	530	560	490
Japan . . . . .	40	40	50	60	50	60
Lateinamerika . . . . .	610	650	690	680	720	710
Mittlerer Osten . . . . .	680	760	800	820	840	860
Sonstige Länder . . . . .	740	650	730	770	850	860
<b>Zusammen</b> . . . . .	<b>4 010</b>	<b>3 840</b>	<b>3 650</b>	<b>3 980</b>	<b>4 160</b>	<b>3 970</b>
<b>Vereinigte Staaten</b> . . . . .	<b>1 260</b>	<b>1 220</b>	<b>1 270</b>	<b>1 290</b>	<b>1 380</b>	<b>1 450</b>
<b>Gesamte Verbindlichkeiten außerhalb des eigenen Gebietes</b> . . . . .	<b>5 270</b>	<b>5 060</b>	<b>4 920</b>	<b>5 270</b>	<b>5 540</b>	<b>5 420</b>
<b>Position innerhalb des eigenen Gebietes</b> . . . . .	<b>4 370</b>	<b>4 130</b>	<b>4 220</b>	<b>4 500</b>	<b>5 810</b>	<b>5 050</b>
<b>Insgesamt</b> . . . . .	<b>9 640</b>	<b>9 190</b>	<b>9 140</b>	<b>9 770</b>	<b>11 350</b>	<b>10 470</b>
<b>Forderungen</b>						
Übriges westliches Europa . . . . .	380	390	420	480	670	610
Osteuropa . . . . .	460	440	500	500	540	580
Kanada . . . . .	430	460	480	670	680	500
Japan . . . . .	440	460	450	470	510	530
Lateinamerika . . . . .	290	270	320	360	380	400
Mittlerer Osten . . . . .	110	120	100	140	170	150
Sonstige Länder . . . . .	120	130	180	210	270	310
<b>Zusammen</b> . . . . .	<b>2 230</b>	<b>2 270</b>	<b>2 450</b>	<b>2 830</b>	<b>3 220</b>	<b>3 080</b>
<b>Vereinigte Staaten</b> . . . . .	<b>3 010</b>	<b>3 130</b>	<b>3 040</b>	<b>3 350</b>	<b>3 180</b>	<b>3 690</b>
<b>Gesamte Forderungen außerhalb des eigenen Gebietes</b> . . . . .	<b>5 240</b>	<b>5 400</b>	<b>5 490</b>	<b>6 180</b>	<b>6 400</b>	<b>6 770</b>
<b>Position innerhalb des eigenen Gebietes</b> . . . . .	<b>3 960</b>	<b>3 710</b>	<b>3 800</b>	<b>4 140</b>	<b>5 370</b>	<b>4 800</b>
<b>Insgesamt</b> . . . . .	<b>9 200</b>	<b>9 110</b>	<b>9 290</b>	<b>10 320</b>	<b>11 770</b>	<b>11 570</b>
<b>Nettoposition</b>						
Übriges westliches Europa . . . . .	— 420	— 420	— 310	— 430	— 180	— 160
Osteuropa . . . . .	200	210	330	290	250	360
Kanada . . . . .	— 450	— 240	—	140	120	10
Japan . . . . .	400	420	400	410	460	470
Lateinamerika . . . . .	— 320	— 380	— 370	— 320	— 340	— 310
Mittlerer Osten . . . . .	— 570	— 640	— 700	— 680	— 670	— 710
Sonstige Länder . . . . .	— 620	— 520	— 550	— 560	— 580	— 550
<b>Zusammen</b> . . . . .	<b>— 1 780</b>	<b>— 1 570</b>	<b>— 1 200</b>	<b>— 1 150</b>	<b>— 940</b>	<b>— 890</b>
<b>Vereinigte Staaten</b> . . . . .	<b>1 750</b>	<b>1 910</b>	<b>1 770</b>	<b>2 060</b>	<b>1 800</b>	<b>2 240</b>
<b>Gesamte Nettoposition außerhalb des eigenen Gebietes</b> . . . . .	<b>— 30</b>	<b>340</b>	<b>570</b>	<b>910</b>	<b>860</b>	<b>1 350</b>
<b>Position innerhalb des eigenen Gebietes</b> . . . . .	<b>— 410</b>	<b>— 420</b>	<b>— 420</b>	<b>— 360</b>	<b>— 440</b>	<b>— 250</b>
<b>Insgesamt</b> . . . . .	<b>— 440</b>	<b>— 80</b>	<b>150</b>	<b>550</b>	<b>420</b>	<b>1 100</b>

Banken) sowohl den Umfang des Eurodollargeschäfts am Ende der Jahre 1964 und 1965 als auch die hauptsächlichen Versorgungsquellen und Verwendungszwecke dieser Gelder zu schätzen.

Geldbewegungen am Eurodollarmarkt (Schätzung)

	Herkunft		Verwendung		Netto	
	Ende 1964	Ende 1965	Ende 1964	Ende 1965	Ende 1964	Ende 1965
	Millionen US-Dollar					
<b>Außerhalb des Gebietes</b>						
Vereinigte Staaten . . . . .	700	800	1 450	1 800	+ 750	+ 1 000
Sonstige . . . . .	4 000	4 200	2 250	3 200	- 1 750	- 1 000
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>4 700</b>	<b>5 000</b>	<b>3 700</b>	<b>5 000</b>	<b>- 1 000</b>	<b>—</b>
<b>Innerhalb des Gebietes</b>						
Währungsinstitutionen . . . . .	800	2 250	—	—	- 800	- 2 250
Nichtbanken des Devisenauslands . . . . .	800	1 000	500	600	- 300	- 400
Nichtbanken des Deviseninlands und Swaps aus bzw. in Inlands- oder Drittwährung <sup>1</sup> . . . . .	1 200	1 250	3 300	3 900	+ 2 100	+ 2 850
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>2 800</b>	<b>4 500</b>	<b>3 800</b>	<b>4 500</b>	<b>+ 1 000</b>	<b>—</b>
<b>Gesamtumfang des Marktes</b>	<b>7 500<sup>2</sup></b>	<b>9 500</b>	<b>7 500<sup>2</sup></b>	<b>9 500</b>	<b>—</b>	<b>—</b>

<sup>1</sup> Ohne Swaps auf Grund von Sonderabkommen mit Währungsbehörden, aber in der Rubrik „Verwendung“ einschließlich der liquiditätspolitisch oder bilanzoptisch bedingten eigenen Eurodollarverwendung der berichtenden Banken.  
<sup>2</sup> Diese Schätzung kann nicht mit der im letzten Jahresbericht angegebenen Zahl für den Umfang des Marktes Ende März 1965 verglichen werden, da sie einerseits Japan nicht enthält, andererseits aber in mancher Hinsicht umfassender ist.

Herkunft und Verwendung von Eurodollar wurden danach gegliedert, ob sie innerhalb oder außerhalb der acht berichtenden europäischen Länder liegen. Die „außerhalb“ liegenden Komponenten wurden wiederum aufgeteilt in US-amerikanische und sonstige. Bei der Herkunft und Verwendung „innerhalb“ des berichtenden Gebietes werden drei Untergruppen unterschieden: 1. von Währungsinstitutionen bereitgestellte Dollar; 2. Dollarbereitstellung bzw. -verwendung durch Personen oder andere Nichtbanken, die innerhalb des berichtenden Gebietes, jedoch nicht im Land der betreffenden berichtenden Bank ansässig sind; 3. Dollar, die die betreffende berichtende Bank von Deviseninländern des Nichtbankensektors im eigenen Land erhalten oder an diese ausgeliehen hat. Diese letzte Untergruppe umfaßt auch — auf der Herkunftsseite — die aus Swaps stammenden und — auf der Verwendungsseite — die für Swaps benutzten Dollar.

Jeder Versuch, den Umfang und die Struktur des Eurodollarmarktes quantitativ zu bestimmen, wird unvermeidlich gewissen Schwierigkeiten begegnen. Begrifflich liegt das Hauptproblem darin, wieviel von den Dollarpositionen gegenüber den Vereinigten Staaten dem Eurodollarmarkt hinzugerechnet werden sollte. Schon bevor es diesen Markt gab, hatten Banken außerhalb der Vereinigten Staaten Dollarverbindlichkeiten und -guthaben gegenüber den Vereinigten Staaten, wobei die Verbindlichkeiten aus der Inanspruchnahme von Kreditlinien bei Banken in den Vereinigten Staaten herrührten und die Forderungen teils aus Betriebsguthaben und teils aus US-Geldmarkttiteln bestanden. Da diese Posten wenig mit dem Eurodollar gemeinsam haben, wurden sie auf Grund einer rohen Schätzung aus den Zahlen in der obersten Reihe der Tabelle ausgegliedert.

Von der Statistik her ergeben sich Schwierigkeiten aus dem Mangel an Unterlagen. Diese Schwierigkeiten sind insbesondere dann spürbar, wenn man die

Zahlen für den unteren Teil der Tabelle aufstellt. Sowohl der zweite wie der dritte Posten sind Annäherungswerte, da die verfügbaren Angaben über die Positionen gegenüber den Nichtbanken des Devisenauslands, über die Transaktionen mit Inländern und über Swaps in den oder aus dem Dollar sehr unvollständig sind. Mit diesen Vorbehalten geben die Zahlen einige nützliche Hinweise über den Umfang und die Struktur der Netto-Eurodollarverbindlichkeiten und -forderungen der Geschäftsbanken in den acht europäischen Ländern.

Auf der Seite der Verbindlichkeiten können die gesamten Eurodollargelder, die diesen Banken Ende 1965 zur Verfügung standen, auf etwa 9,5 Milliarden Dollar beziffert werden. Von diesem Betrag entfielen 5 Milliarden Dollar auf „außerhalb“ liegende Quellen, wobei aus den Vereinigten Staaten nur 800 Millionen Dollar kamen; die verbleibenden 4,5 Milliarden stammten aus dem berichtenden Gebiet, wobei der wichtigste Posten 2,3 Milliarden Dollar waren, die von Währungsinstitutionen bereitgestellt wurden. Die zwei hauptsächlichen Quellen waren hier das Italienische Devisenamt (1,5 Milliarden Dollar Ende 1965) und die Dollareinlagen der BIZ außerhalb der Vereinigten Staaten.

Auf der Seite der Guthaben können die Forderungen gegenüber „außerhalb“ befindlichen Verwendern für Ende 1965 auf 5 Milliarden Dollar und die Forderungen gegenüber Verwendern „innerhalb“ auf 4,5 Milliarden Dollar beziffert werden. Bei den Forderungen gegenüber Verwendern außerhalb des berichtenden Gebietes beliefen sich diejenigen gegenüber den Vereinigten Staaten auf 1,8 Milliarden Dollar. In diesem hohen Betrag spiegelt sich die Tatsache wider, daß die europäischen Niederlassungen der US-Banken, insbesondere in London, beträchtliche Teile ihrer Dollareinlagen an ihre Hauptverwaltungen in den Vereinigten Staaten weitergegeben hatten. Die Forderungen innerhalb des berichtenden Gebietes waren im Betrage von 3,9 Milliarden Dollar auf Forderungen gegenüber Inländern und Geldnehmern konzentriert, denen die Banken Gelder aus Swaps von Eurodollar in andere Währungen ausgeliehen hatten. Während es nicht möglich ist, diese Zahl, die ohnedies nur als Saldo ermittelt werden konnte, zu untergliedern, kann man sagen, daß der größte Einzelanteil aus Krediten besteht, die von italienischen Banken an Italiener im Inland gewährt wurden. Diese Kredite beliefen sich Ende 1965 auf über 1,8 Milliarden Dollar, wobei die meisten Kredite auf Dollar oder Schweizer Franken lauteten.

Ende 1965 waren die Eurodollarverbindlichkeiten und -guthaben der berichtenden europäischen Banken sowohl innerhalb wie auch außerhalb des berichtenden Gebietes nahezu ausgeglichen. Dagegen gab es umfangreiche Nettopositionen an Verbindlichkeiten oder Forderungen innerhalb dieser zwei Räume. Außerhalb des berichtenden Gebietes hatten diese Banken Nettoforderungen von etwa 1 Milliarde Dollar gegenüber den Vereinigten Staaten und Nettoverbindlichkeiten von etwa demselben Umfang gegenüber anderen Ländern. Innerhalb des berichtenden Gebietes rangierten die Währungsinstitutionen natürlich nur auf der Herkunftsseite, und der Gegenposten auf der Verwendungsseite findet sich hauptsächlich in den Forderungen gegenüber Deviseninländern des Nichtbankensektors.

Die Tabelle gibt auch einen Anhaltspunkt hinsichtlich einiger der wesentlichen Entwicklungen des Eurodollars im Jahre 1965. Der gesamte Nettoumfang

des Marktes scheint sich um 2 Milliarden Dollar, von 7,5 auf 9,5 Milliarden Dollar, erhöht zu haben. Der größte Teil der Zunahme auf der Herkunftsseite stammte von einem Zuwachs von 1,5 Milliarden Dollar, die dem Markt aus amtlichen Quellen innerhalb des berichtenden Gebietes zufließen. Dazu kamen ungefähr 200 Millionen Dollar neuer Gelder aus Ländern außerhalb des berichtenden Gebietes und der Vereinigten Staaten, 100 Millionen aus den Vereinigten Staaten und weitere 250 Millionen Dollar aus dem Nichtbankensektor innerhalb der berichtenden europäischen Länder. Was die Verwendung dieses 2 Milliarden Dollar betragenden Zuwachses an Eurodollargeldern anlangt, so stiegen die Forderungen der berichtenden Banken gegenüber den Vereinigten Staaten um etwa 350 Millionen Dollar, gegenüber den anderen „außerhalb“ liegenden Ländern um 950 Millionen Dollar (wovon 300 Millionen Dollar auf das „sonstige westliche Europa“ entfielen) und gegenüber ihrer eigenen Gruppe von berichtenden Ländern um 700 Millionen Dollar. Die letztgenannte Zahl würde die eigene Verwendung von Eurodollargeldern für die Jahresendoperationen der berichtenden Banken einschließen.

Im Ergebnis verbesserte sich die Nettoposition der berichtenden Banken gegenüber den Vereinigten Staaten von etwa 750 auf 1 000 Millionen Dollar und gegenüber sonstigen außerhalb liegenden Ländern von -1 750 Millionen Dollar auf -1 000 Millionen Dollar, während ihre Nettoposition gegenüber Inländern innerhalb der Gruppe einen Rückgang von einem Forderungssaldo von 1 Milliarde Dollar auf einen annähernd ausgeglichenen Stand aufwies.

Hinsichtlich der Position gegenüber außerhalb liegenden Ländern ohne die Vereinigten Staaten haben der Mittlere Osten und Lateinamerika ihre Bedeutung als Nettolieferanten von Eurodollar verstärkt. Andererseits ist die Nettoversorgung aus dem „sonstigen westlichen Europa“ stark zurückgegangen, und Kanada, das einer der Hauptversorger mit Eurodollar gewesen war, ist per Saldo zum Abnehmer geworden. Die Nettoausleihungen an Japan und Osteuropa sind weiterhin gestiegen.

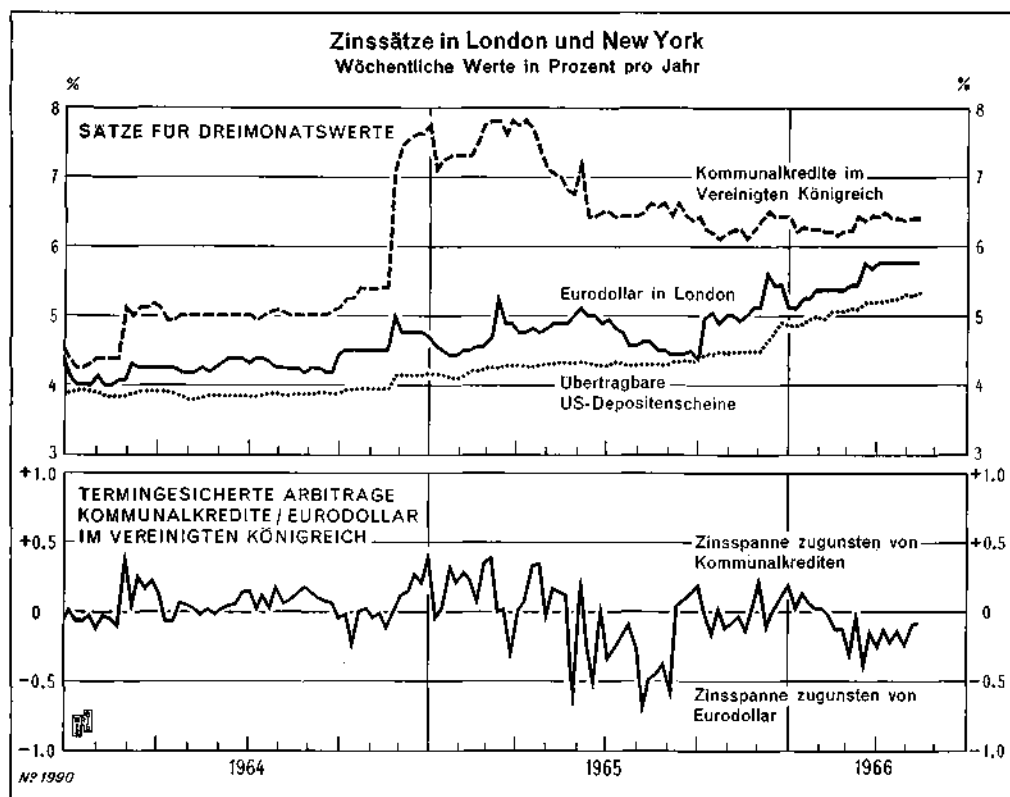
Es ist möglich, daß der Marktumfang sich im ersten Quartal 1966 geringfügig zurückgebildet hat. Die Versorgung durch Devisenausländer innerhalb des berichtenden Gebietes und von außerhalb befindlichen Ländern nahm um etwa 250 Millionen Dollar ab, und die aus amtlichen Quellen stammenden Beträge waren um etwa 100 Millionen Dollar niedriger. Andererseits scheint ein Teil dieses Rückgangs durch Swaps aus anderen Währungen in den Dollar ausgeglichen worden zu sein.

Auf der Verwendungsseite war die wichtigste Veränderung die weitere Rückführung von Geldern aus dem berichtenden Gebiet in die Vereinigten Staaten. Dieser Rückfluß, dessen Größenordnung bei 0,5 Milliarden Dollar liegen dürfte, war das Ergebnis teilweise einer Umkehr der Jahresendoperationen innerhalb des berichtenden Gebietes und teilweise einer weiteren Kreditverknappung in den Vereinigten Staaten. Von Dezember 1964 bis März 1966 — ungefähr die Periode seit Einführung des US-Selbstbeschränkungsprogramms — scheint sich der Nettoabfluß von Eurodollar aus dem berichtenden Gebiet in die Vereinigten Staaten und nach Kanada auf etwa 1,2 Milliarden Dollar belaufen zu haben.

[illegible]

Der Jahresanfang ist saisonal für die Eurodollar-Zinssätze ein Tiefpunkt. Im Januar und Februar lag der Satz für dreimonatige Einlagen bei  $4\frac{1}{2}$  Prozent — rund  $\frac{1}{2}$  Prozent über dem Vorjahresniveau —, nachdem er anschließend an seinen Anstieg gegen Ende 1964 zurückgegangen war. Die Nachfrage nach Eurodollar blieb während des ganzen Monats Februar lebhaft, was an den Kreditbedürfnissen der Kommunalbehörden im Vereinigten Königreich und daran lag, daß das Niveau, auf dem die Terminkurse für Sterling gestützt wurden, den Umtausch von Dollar in Pfunde rentabel machte. Anfang März begann die Wirkung der neuen US-Maßnahmen spürbar zu werden, als US-Einmonatsgelder, die kurz vor der Bekanntgabe der Maßnahmen im Markt angelegt worden waren, abgezogen wurden, und der Satz für dreimonatige Eurodollareinlagen erreichte eine vorübergehende Spitze von  $5\frac{1}{4}$  Prozent. Da die höhere Rendite dem Markt neue Gelder zuführte, ging der Dreimonatssatz im späteren Verlauf des Monats März auf rund  $4\frac{7}{8}$  Prozent zurück. Die Lage blieb dann bis gegen Ende Mai ziemlich ruhig, als der Abzug von Dreimonatsgeld, das dem Markt in Erwartung der US-Kontrollmaßnahmen zugeflossen war, den Dreimonatssatz in den ersten Junitagen vorübergehend auf über 5 Prozent hinauftrieb.

Auch diesem Zwischenspiel folgte bald eine Phase spürbarer Entspannung. Bis zur zweiten Julihälfte war der Satz auf  $4\frac{1}{2}$  Prozent gesunken, und bis Anfang Oktober verblieb er in der Nähe dieses Niveaus. Diese Entwicklung ist hauptsächlich drei Faktoren zuzuschreiben. Erstens wurde das Angebot durch die Dollar/Lire-Swaps des Italienischen Devisenamtes, die während des dritten Quartals



besonders umfangreich waren, beträchtlich erweitert. Zweitens verminderten die saisonale Verbesserung der Kassenlage der britischen Kommunalbehörden und bis Ende Juli deren beträchtliche Kreditaufnahme beim britischen Public Works Loan Board tendenziell die Nachfrage nach Eurodollargeldern. Der Satz für dreimonatige Kommunalkredite nahm von  $7\frac{3}{4}$  Prozent Anfang April auf etwa  $6\frac{1}{2}$  Prozent im Juni ab. Drittens ließ die erneute Erhöhung des Termineports für Sterling bei der termingesicherten Zinsarbitrage eine beträchtliche Spanne zugunsten von dreimonatigen Eurodollareinlagen entstehen, wodurch die Dollarforderungen der britischen Banken im Laufe des zweiten und dritten Quartals um 400 Millionen Dollar stärker anstiegen als ihre Verbindlichkeiten.

Im Oktober begann der Markt wieder knapper zu werden, als die Banken in bestimmten Ländern Vorbereitungen für das Jahresende trafen, und der Satz für dreimonatige Eurodollareinlagen zog von 4,5 auf 5 Prozent an. Zur selben Zeit wurde der Markt auch durch die Aufwärtsbewegung der Zinssätze, die von US-Banken für übertragbare Depositenscheine gezahlt wurden, und dadurch beeinflusst, daß das Italienische Devisenamt seine besonderen Swap-Fazilitäten nicht weiter erhöhte und daß, als Folge der Erholung des Pfundes, bei der termingesicherten Zinsarbitrage die Spanne zugunsten dreimonatiger Eurodollar und zu Lasten der britischen Kommunalkredite verschwand.

Die Anfang Dezember erfolgte Heraufsetzung des US-Diskontsatzes und der Höchstsätze, die von US-Banken nach dem Regulativ Q gezahlt werden dürfen, verstärkte die Aufwärtsbewegung der Eurodollarsätze. Die Spitze von  $5\frac{5}{8}$  Prozent, die damals erreicht wurde, war teilweise saisonal bedingt, doch selbst nach Umkehr der Jahresendoperationen stand der Dreimonatssatz Anfang Januar 1966 auf  $5\frac{1}{8}$  Prozent und damit etwa  $\frac{5}{8}$  Prozent über dem Vorjahresniveau. Darüber hinaus erwies sich die saisonbedingte Entspannung als von ungewöhnlich kurzer Dauer; Mitte Januar begann der Satz wieder zu steigen, und Anfang Juni 1966 stellte er sich auf  $5\frac{3}{4}$  Prozent.

Obwohl die Eurodollareinlagen und die übertragbaren Depositenscheine, die von amerikanischen Banken ausgegeben werden, wegen der Unterschiede im Grad ihrer Liquidität und ihrer Kreditrisiken nicht genau vergleichbar sind, ist die Differenz in den Renditen dieser zwei Anlagemöglichkeiten gewöhnlich ein recht guter Gradmesser für die Anspannung am Eurodollarmarkt. Diese Spanne war 1965 starken Schwankungen unterworfen, worin die Unbeständigkeit des Marktes zum Ausdruck kam.

Unter der ersten Wirkung der amerikanischen Selbstbeschränkungsmaßnahmen weitete sich die Spanne zugunsten dreimonatiger Eurodollareinlagen von etwa  $\frac{3}{8}$  Prozent zu Anfang 1965 auf 1 Prozent Mitte März aus. Darauf ging sie auf etwa  $\frac{1}{2}$  Prozent zurück und verblieb auf diesem Niveau bis Juni. Diese relativ hohe Spanne kann als Erklärung dafür dienen, warum die Nettodollarposition der berichtenden europäischen Banken gegenüber den Vereinigten Staaten sich im zweiten Quartal verschlechterte.

Der Rückgang des Eurodollarsatzes im dritten Quartal verminderte die Spanne zu seinen Gunsten in der zweiten Julihälfte auf  $\frac{1}{4}$  Prozent, und bis September hatte sie sich auf  $\frac{1}{8}$  Prozent reduziert. Dementsprechend wiesen die

berichtenden europäischen Banken eine Verbesserung ihrer Nettodollarposition gegenüber den Vereinigten Staaten um 290 Millionen Dollar auf. Diese Entwicklung kehrte sich um, als sich die Zinsdifferenz infolge der erneuten Anspannung des Eurodollarmarktes auf  $\frac{1}{2}$  Prozent im Oktober ausweitete und für den Rest des Jahres um dieses Niveau schwankte.

Auf Grund der Nachfrage von US-Banken folgte die Erhöhung des Eurodollarsatzes während fast des ganzen ersten Quartals 1966 der steigenden Tendenz der Rendite für übertragbare US-Termindepositenscheine; die Spanne zwischen den beiden Sätzen hielt sich bei  $\frac{3}{8}$  Prozent. In der zweiten Märzhälfte, als der Eurodollarsatz von etwas unter  $5\frac{1}{2}$  auf  $5\frac{3}{4}$  Prozent anzog, weitete sich die Spanne auf über  $\frac{1}{2}$  Prozent aus. Von diesem Zeitpunkt an setzte die Rendite für übertragbare US-Termindepositenscheine ihre Aufwärtsbewegung fort, während der Eurodollarsatz nicht weiter anstieg; so verringerte sich die Spanne allmählich wieder, bis sie Anfang Juni nur geringfügig über  $\frac{1}{4}$  Prozent lag.

## V. DAS EUROPÄISCHE WÄHRUNGSABKOMMEN

Das Europäische Währungsabkommen (EWA) trat am 27. Dezember 1958 in Kraft. Seine beiden wesentlichen Einrichtungen sind der Europäische Fonds und das Multilaterale System des Zahlungsausgleichs. Das Abkommen besteht im Rahmen der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD). Seine Organe sind der Rat der OECD, ein Direktorium und die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, die als Agent mit der Durchführung aller finanziellen Abkommensoperationen betraut ist.

Das Direktorium legte gemäß dem Auftrag, den es Ende 1964 vom Rat erhalten hatte, im Laufe des Jahres 1965 detaillierte Vorschläge über die Bedingungen eines Weiterbestehens des Abkommens nach dem 31. Dezember 1965 vor. Diese Empfehlungen wurden anschließend vom Rat genehmigt. Die neuen Bestimmungen des Abkommens sowie die Geschäfte und die Verwaltung des Europäischen Fonds bis März 1966 sind nachstehend beschrieben.

### Weiterführung des Abkommens

Das Abkommen wurde auf weitere drei Jahre bis zum 31. Dezember 1968 verlängert. Jedoch kann jetzt jede Vertragspartei nach einjähriger Kündigungsfrist ausscheiden. Eine weitere Untersuchung über die Durchführung des Abkommens ist bis zum 30. September 1968 im Hinblick auf die Bedingungen für seine Verlängerung über den 31. Dezember 1968 hinaus vorzunehmen.

Um das Verfahren der Kreditgewährung erforderlichenfalls zu beschleunigen, wurde an das Direktorium die Befugnis delegiert, Kredite bis zum Betrage von jeweils 50 Millionen Dollar\* auf höchstens ein Jahr zu gewähren. Das Direktorium kann in jedem solchen Fall entscheiden, ob der Kredit nach diesem Verfahren oder nach dem Normalverfahren gewährt werden soll, das einen einstimmigen Ratsbeschluß erfordert.

Ferner kann jetzt die Organisation erwünschtenfalls einen Mitgliedstaat, dem aus dem Fonds ein Kredit gewährt wird, von der Leistung von Beiträgen an den Fonds befreien, soweit diese Beiträge ausschließlich dazu dienen, die Inanspruchnahme des betreffenden Kredits zu finanzieren.

Dieses beschränkte Aufschubrecht unterscheidet sich von dem generellen Aufschub, der einem Mitgliedsland auf Grund seiner besonderen wirtschaftlichen Lage gewährt wird (derzeit Dänemark, Griechenland, Island, Norwegen und die Türkei); denn dieses Recht gilt nur für denjenigen Teil des Beitrags eines Landes, der andernfalls zur Finanzierung der Inanspruchnahme des diesem Lande

---

\* In Dollar werden im Textteil dieses Kapitels auch Gold und EWA-Rechnungseinheiten ausgedrückt.

gewährten Kredits aufgerufen würde. Dieses beschränkte Aufschubrecht hört auch automatisch zu bestehen auf, sobald der betreffende Kredit zurückgezahlt ist.

Nach Aufruf aller nichtaufschubberechtigten Beiträge sollen, wenn der Fonds dann noch Mittel benötigt, die beschränkt aufschubberechtigten Beiträge vor den generell aufschubberechtigten Beiträgen zur Einzahlung aufgerufen werden.

Nach den früheren Bestimmungen des Abkommens mußten Zwischenfinanzierungsbeträge, die am Ende des Monats ihrer Inanspruchnahme nicht zurückgezahlt waren, in den multilateralen Zahlungsausgleich für den betreffenden Monat eingebracht werden. Nach den neuen Bestimmungen müssen ausstehende Zwischenfinanzierungsbeträge erst in die multilaterale Abrechnung vom Ende des darauffolgenden Monats eingebracht werden.

### **Die Geschäfte im Rahmen des Abkommens**

*Europäischer Fonds.* Die Tabelle auf der folgenden Seite zeigt die in dem Jahr April 1965–März 1966 ausstehenden Kredite aus dem Europäischen Fonds samt den Sätzen der für sie geltenden Zinsen und Bearbeitungsgebühren.

Ende März 1965 waren Kredite von insgesamt 95 Millionen Dollar beansprucht, nämlich die zweite Tranche des dritten Kredits, der gesamte vierte Kredit und die erste Tranche des sechsten Kredits an die Türkei.

Am 30. Juli 1965 wurde die zweite Tranche im Betrage von 25 Millionen Dollar verfügbar. Die Türkei nahm diesen Betrag voll in Anspruch und zahlte damit die gleich hohe zweite Tranche des dritten Kredits zurück, die am selben Tage fällig wurde. Am 29. Oktober 1965 tilgte die Türkei die ersten 10 Millionen Dollar des vierten Kredits, und zwar 5 Millionen in bar und 5 Millionen durch Inanspruchnahme der von diesem Tage an verfügbaren dritten Tranche des sechsten Kredits. Mit Wirkung vom 15. März 1966 gab das Direktorium die vierte Tranche des sechsten Kredits — 15 Millionen Dollar — frei; dieser Betrag wurde ebenfalls voll in Anspruch genommen und zur Rückzahlung der gleich hohen und am selben Tage fälligen zweiten Rate des vierten Kredits verwendet.

Am 1. Februar 1966 beschloß der Rat, Griechenland mit Wirkung vom 8. Februar 1966 einen Kredit von 30 Millionen Dollar zu gewähren. Der Kredit ist auf revolvingender Basis während drei Jahren zur Ziehung verfügbar, ist also mit der nach dem Abkommen höchstzulässigen Laufzeit ausgestattet, und Griechenland erhielt auch die im Abkommen vorgesehene besondere Möglichkeit zugestanden, die Rückzahlung erst nach Ablauf zweier weiterer Jahre zu beenden, wobei im einzelnen 5 Millionen Dollar am Ende des dritten Jahres, 10 Millionen am Ende des vierten Jahres und 15 Millionen am Ende des fünften Jahres zu tilgen sind. Am 17. Februar 1966 nahm Griechenland von diesem Kredit 5 Millionen Dollar in Anspruch, und die restlichen 25 Millionen bezog es am 9. März 1966.

Von Juni 1959 — dem Zeitpunkt der ersten Ziehung — bis März 1966 wurde in fünfundzwanzig Ziehungen von insgesamt 314,5 Millionen Dollar über

EWA: Kredite aus dem Europäischen Fonds

	Zugesagter Betrag in Millionen Rechnungseinheiten	Laufzeit	Zins für verwendete Kreditteile	Bearbeitungsgebühr für nichtverwendete Kreditteile
			Prozent pro Jahr	
Ab 31. März 1965 zurückgezahlt				
Türkei (3. Kredit — 2. Tranche) . .	25,0	1. August 1962 bis 31. Juli 1965	3,75	0,25
Türkei (4. Kredit — 1. und 2. Rate) . . . . .	25,0	15. März 1963 bis zu den unten angegebenen Daten*	3,50	0,25
Am 31. März 1966 verfügbar				
Türkei (4. Kredit — Rest) . .	10,0	15. März 1963 bis zu den unten angegebenen Daten*	3,50	0,25
	15,0	30. Juni 1963 bis zu den unten angegebenen Daten*		
	20,0	31. März 1965 bis zu den unten angegebenen Daten*	3,75	0,25
	25,0	30. Juli 1965 bis zu den unten angegebenen Daten*		
Türkei (6. Kredit — 1. bis 4. Tranche) . . . . .	5,0	29. Oktober 1965 bis zu den unten angegebenen Daten*		
	15,0	15. März 1966 bis zu den unten angegebenen Daten*		
Griechenland . . . . .	30,0	8. Februar 1966 bis zu den unten angegebenen Daten*	3,875	0,25
Am 31. März 1966 gewährt, aber nicht verfügbar				
Türkei (6. Kredit — 5. Tranche) . .	5,0	31. Oktober 1966 bis zu den unten angegebenen Daten*	3,75	0,25

\* Der vierte Kredit an die Türkei wird wie folgt zur Rückzahlung fällig: 10 Millionen am 31. Oktober 1965, 15 Millionen am 15. März 1966, 15 Millionen am 31. Oktober 1966 und 10 Millionen am 15. März 1967. Für den sechsten Kredit an die Türkei gilt folgender Tilgungsplan: zehn Raten von je 5 Millionen am 30. Juni und 31. Dezember 1968, 31. März, 30. Juni, 30. September und 31. Dezember 1969 und 31. März, 31. Mai, 29. Juli und 28. Oktober 1970; 15 Millionen am 14. März 1971; 5 Millionen am 30. Oktober 1971. Der Kredit an Griechenland ist wie folgt zurückzuzahlen: 5 Millionen am 7. Februar 1969, 10 Millionen am 7. Februar 1970 und 15 Millionen am 7. Februar 1971.

Kredite aus dem Europäischen Fonds verfügt; hiervon sind 194,5 Millionen Dollar zurückgezahlt worden. Ende März 1966 wurden somit 120 Millionen Dollar geschuldet, und zwar 90 Millionen von der Türkei und 30 Millionen von Griechenland.

Die Tabelle über die Inanspruchnahme der gewährten Kredite zeigt die Kreditpositionen in den Jahren 1964 bis 1966 für jeden Monat, in dem Änderungen erfolgten, am jeweiligen Wertstellungstag für den multilateralen Zahlungsausgleich (das ist der fünfte Werktag des darauffolgenden Monats) sowie in den Jahren davor am Tage der Wertstellung für Dezember.

EWA: Die Inanspruchnahme der gewährten Kredite

Tag der Wertstellung des Zahlungsausgleichs für den Monat	Türkei		Spanien		Island		Griechenland		Zusammen		
	Verfügbar und nicht verwendet	Verwendet und nicht zurückgezahlt	Verfügbar und nicht verwendet	Verwendet und nicht zurückgezahlt	Verfügbar und nicht verwendet	Verwendet und nicht zurückgezahlt	Verfügbar und nicht verwendet	Verwendet und nicht zurückgezahlt	Verfügbar und nicht verwendet	Verwendet und nicht zurückgezahlt	Gesamte Kreditgewährung
Millionen Rechnungseinheiten											
1959 Dezember. . . .	0,5	21,0	51,0	24,0	—	—	—	—	51,5	45,0	96,5
1960 Dezember. . . .	15,0	21,5	76,0	24,0	5,0	7,0	—	—	96,0	52,5	148,5
1961 Dezember. . . .	—	50,0	—	—	7,0	5,0	—	—	7,0	55,0	62,0
1962 Dezember. . . .	—	80,0	—	—	5,0	—	—	—	5,0	80,0	85,0
1963 Dezember. . . .	—	95,0	—	—	—	—	—	—	—	95,0	95,0
1964 April . . . . .	—	115,0	—	—	—	—	—	—	—	115,0	115,0
November. . . .	—	110,0	—	—	—	—	—	—	—	110,0	110,0
Dezember. . . .	—	105,0	—	—	—	—	—	—	—	105,0	105,0
1965 Januar . . . . .	—	100,0	—	—	—	—	—	—	—	100,0	100,0
Februar . . . . .	—	95,0	—	—	—	—	—	—	—	95,0	95,0
Oktober. . . . .	—	90,0	—	—	—	—	—	—	—	90,0	90,0
1966 Februar . . . . .	—	90,0	—	—	—	—	25,0	5,0	25,0	95,0	120,0
März . . . . .	—	90,0	—	—	—	—	—	30,0	—	120,0	120,0

Im Berichtszeitraum ist kein Kapital zur Einzahlung aufgerufen worden. Eingezahlt bleiben damit unverändert 38 Millionen Dollar.

*Multilaterales System des Zahlungsausgleichs.* Zwischenfinanzierungsbeträge wurden im Berichtsjahr nicht beansprucht. Die von den Vertragsparteien für ihre Währungen gemeldeten Ankaufskurse und Verkaufskurse blieben unverändert, und es wurden keine Salden für den multilateralen Zahlungsausgleich gemeldet.

Seit dem Inkrafttreten des EWA sind im multilateralen Zahlungsausgleich 37,8 Millionen Dollar an den Europäischen Fonds und aus ihm gezahlt worden.

### Die Verwaltung des Europäischen Währungsabkommens

Das EWA-Direktorium überwacht die Durchführung des Abkommens und steht dem Rat der OECD in allen diesbezüglichen Fragen zur Seite. Ferner verfolgt es die wirtschaftliche und finanzielle Lage in den Mitgliedsländern an Hand von Berichten des Sekretariats und der verschiedenen OECD-Ausschüsse und gelegentlich auch eigens bestellter Missionen. Es tritt nach Bedarf zusammen, in der letzten Zeit etwa sechsmal jährlich. Im Dezember 1965 ernannte der Rat Herrn Hay auf ein weiteres Jahr zum Vorsitzenden des Direktoriums.

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich als Agent berichtet monatlich über die im Rahmen des Abkommens durchgeführten Geschäfte und über die Anlagen des Europäischen Fonds; sie unterbreitet dem Direktorium auch monatliche Aufstellungen über die internationalen Gold- und Devisenmärkte und über die Devisenposition der OECD-Länder.

Die weiter oben geschilderten Geschäfte des Fonds kommen in dessen zusammengefaßtem Ausweis zum Ausdruck.

**EWA: Zusammengefaßter Ausweis des Europäischen Fonds**

Tag der Wertstellung des Zahlungsausgleichs für den Monat	Aktiva				Ausweis- summe	Passiva	
	Liquide Ver- mögens- werte	Beim US- Schatzamt	Nichtauf- gerufenes Kapital von Mitglieds- ländern	Kredite und Forde- rungen		Kapital	Ein- nahmen- und Ausgaben- konto
Millionen Rechnungseinheiten							
Eröffnung . . . . .	113,0	123,5	328,4	35,0	600,0	600,0	—
1959 Dezember . . . . .	104,4	123,5	302,9	80,0	610,9	607,5	3,4
1960 Dezember . . . . .	106,4	123,5	297,9	87,5	615,3	607,5	7,8
1961 Dezember . . . . .	109,2	123,5	297,9	87,8	618,4	607,5	10,9
1962 Dezember . . . . .	90,4	123,5	297,9	110,5	622,3	607,5	14,8
1963 Dezember . . . . .	82,1	123,5	297,9	123,1	626,6	607,5	19,1
1964 Dezember . . . . .	79,3	123,5	297,9	130,6	631,4	607,5	23,9
1965 Januar . . . . .	83,8	123,5	297,9	125,6	630,9	607,5	23,4
Februar . . . . .	88,9	123,5	297,9	120,6	631,0	607,5	23,5
März . . . . .	89,1	123,5	297,9	120,6	631,2	607,5	23,7
April . . . . .	89,2	123,5	297,9	120,6	631,3	607,5	23,8
Mai . . . . .	89,3	123,5	297,9	120,6	631,4	607,5	23,9
Juni . . . . .	90,9	123,5	297,9	120,6	633,0	607,5	25,5
Juli . . . . .	90,8	123,5	297,9	120,6	632,8	607,5	25,3
August . . . . .	90,9	123,5	297,9	120,6	633,0	607,5	25,5
September . . . . .	91,0	123,5	297,9	120,6	633,1	607,5	25,6
Oktober . . . . .	96,2	123,5	297,9	115,6	633,3	607,5	25,8
November . . . . .	96,3	123,5	297,9	115,6	633,4	607,5	25,9
Dezember . . . . .	101,3	123,5	297,9	113,1	635,8	607,5	28,3
1966 Januar . . . . .	100,9	123,5	297,9	113,1	635,4	607,5	27,9
Februar . . . . .	96,0	123,5	297,9	118,1	635,5	607,5	28,0
März . . . . .	71,1	123,5	297,9	143,1	635,6	607,5	28,1

Die Kredite und Forderungen, die bei Beginn der Operationen aus 35 Millionen Dollar an übertragenen langfristigen Forderungen der Europäischen Zahlungsunion gegen Norwegen und die Türkei bestanden hatten, stellten sich Ende 1964 auf 130,6 Millionen Dollar. Davon entfielen 105 Millionen auf ausgezahlte Kredite; die langfristigen Forderungen gegen Norwegen und die Türkei betrugen noch 25,6 Millionen. Der Gesamtbetrag sank im Januar und Februar 1965 um je 5 Millionen Dollar, als die Türkei die dritte und die letzte Rate ihres im April 1964 erhaltenen kurzfristigen Kredits von 20 Millionen Dollar zurückzahlte. Im Oktober 1965 verringerte er sich abermals um 5 Millionen Dollar, da die Türkei die ersten 10 Millionen Dollar des vierten Kredits zurückzahlte, andererseits aber

5 Millionen als dritte Tranche des sechsten Kredits in Anspruch nahm. Im Dezember 1965 ging das Volumen der ausstehenden Kredite und Forderungen durch die fünfte Zahlung Norwegens und der Türkei zur Tilgung ihrer langfristigen Verpflichtungen auf 113,1 Millionen Dollar zurück. Durch die Inanspruchnahme des neuen Kredits, den Griechenland erhalten hatte, erreichte das Volumen eine Spitze von 143,1 Millionen Dollar im März 1966.

Zur Auszahlung der Kredite wurden ausschließlich die liquiden Vermögenswerte des Fonds herangezogen, die im März 1966 auf 71,1 Millionen Dollar und damit auf ihren niedrigsten Stand seit November 1964 sanken.

Die eingezahlten Beträge wurden nach derselben Methode wie in den Vorjahren verzinst. Demgemäß beträgt die Summe aller Ausschüttungen an jedes Mitgliedsland 90 Prozent des Anteils am Einnahmenüberschuß des Fonds, den es erhalten hätte, wenn der Fonds am Ende der für die Zinszahlung maßgeblichen Periode liquidiert worden wäre. Durch die beiden Verzinsungen für das erste und das zweite Halbjahr 1965 erhöhte sich der Gesamtbetrag aller bisher an Mitgliedsländer gezahlten Zinsen auf 5,3 Millionen Dollar.

### TEIL III

## DIE GESCHÄFTE DER BANK

#### 1. Die Tätigkeit der Bankabteilung

Die von den Buchprüfern bestätigte Bilanz vom 31. März 1966 steht am Ende dieses Berichts.

Die Bilanzsumme vom 31. März 1966 beträgt 7 881 659 477 Franken\*; am 31. März 1965 war sie 7 850 380 538 Franken.

Diese beiden Zahlen lassen sich jedoch miteinander nicht ganz vergleichen (siehe weiter unten Punkt 2), da die Bilanz vom 31. März 1965 noch zwei Abteilungen enthielt. Bei reinem Zahlenvergleich ist die Bilanzsumme im Geschäftsjahr um 31 278 939 Franken gestiegen.

In den Monatsausweisen erhöhte sich die Summe der ersten Abteilung nach und nach auf 8 496 Millionen am 31. Oktober 1965 und erreichte damit das Maximum im Geschäftsjahr und seit der Errichtung der Bank. Danach verringerte sie sich von Monat zu Monat, bis sie Ende Januar 1966 wieder genauso hoch war wie am Beginn des Geschäftsjahres, nämlich 7 850 Millionen. Die Summe des Monatsausweises vom 31. März 1966 hielt sich in der gleichen Größenordnung.

Trotz recht bedeutenden Fluktuationen während des Geschäftsjahres hat sich die Bilanzsumme im Endergebnis also kaum verändert.

**BIZ: Bilanzsumme**

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Bilanzsumme	Veränderung
	Millionen Franken	
1962	4 732**	+ 759
1963	4 950**	+ 218
1964	5 778**	+ 828
1965	7 850**	+ 2 072
1966	7 882	+ 32

\*\* Erste Abteilung.

Die nebenstehende Tabelle zeigt die Entwicklung der Bilanzsummen am Ende der letzten fünf Geschäftsjahre.

In der Bilanz sind nicht enthalten: die für Rechnung von Zentralbanken und anderen Deponenten verwahrten Goldbestände, Wechsel und sonstigen Wertpapiere sowie die Werte (Gold, Bankguthaben, Wechsel und sonstige Wertpapiere), welche die Bank

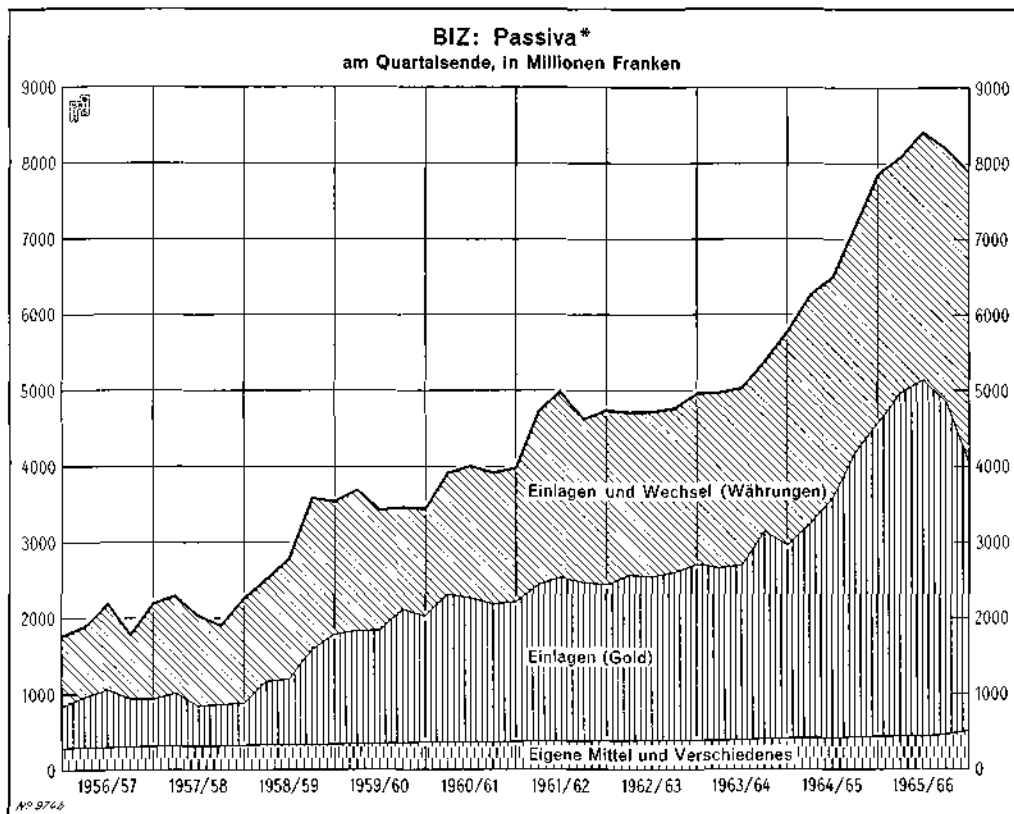
\* „Franken“ ohne nähere Angaben bedeutet im vorliegenden Teil III stets Goldfranken (zu 0,290 322 58... Gramm Feingold — Artikel 5 der Statuten). Die Umrechnung der bilanzierten Währungsposten in Goldfranken erfolgte wie in den Vorjahren über den Dollarkurs der jeweiligen Währung und den Goldverkaufspreis des US-Schatzamtes nach ihrem Stand am Ende des Geschäftsjahres.

als Agent der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung im Zusammenhang mit dem Europäischen Währungsabkommen, als Pfandhalter auf Grund des Pfandvertrages mit der Hohen Behörde der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl und als Treuhänder oder Fiscal Agent für internationale Staatsanleihen verwaltet oder verwahrt. Wie in der Bilanz vom 31. März 1965 sind die betreffenden Beträge am Fuß der Aktivseite unter den Pro-memoria-Konten b ausgewiesen. Sie sind in der folgenden Tabelle zusammengestellt.

**BIZ: Pro-memoria-Konten b**

	Ende des Geschäftsjahres am 31. März	
	1965	1966
	Millionen Franken	
Goldbestände . . . . .	1 383	1 145
Bankguthaben . . . . .	39	32
Wechsel und sonstige Wertpapiere . . . . .	780	715
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>2 202</b>	<b>1 892</b>

**MITTELAUFKOMMEN (Passiva)**



\* Bis einschließlich 31. Dezember 1965 Summe der ersten Abteilung der Monatsausweise, danach Summe der Monatsausweise.

## A. Eigene Mittel

Das Stammkapital der Bank beträgt unverändert 500 Millionen Franken, von denen 125 Millionen eingezahlt sind.

Da der Gesetzliche Reservefonds im vorangegangenen Geschäftsjahr seinen statutarischen Höchstbetrag von 10 Prozent des eingezahlten Grundkapitals erreicht hat und der Allgemeine Reservefonds seit dem Geschäftsjahr 1939/40 unverändert geblieben ist, hielten sich die Reserven der Bank weiterhin auf dem Vorjahresstand von 25,8 Millionen Franken.

Als Ergebnis der Operationen des Geschäftsjahres (siehe weiter unten Punkt 7, „Die finanziellen Ergebnisse“) stellte sich der Saldo der Gewinn- und Verlust-Rechnung, der den Reingewinn aus dem am 31. März 1966 abgeschlossenen Geschäftsjahr und den Vortrag aus dem Vorjahr umfaßt, auf 32,3 Millionen, gegenüber 31,3 Millionen ein Jahr vorher. Die „Rückstellung für Unvorhergesehenes“ wurde von 214,5 Millionen am 31. März 1965 auf 216,2 Millionen am 31. März 1966 erhöht. Der Zuwachs war geringer als in den vorangegangenen Geschäftsjahren; die Gründe dafür sind im einzelnen unter Punkt 2 dargelegt. In der Position „Verschiedenes“ waren am Anfang des Geschäftsjahres 36,9 Millionen Franken und an seinem Ende 33,3 Millionen ausgewiesen.

Die gesamten eigenen Mittel der Bank (einschließlich des Postens „Verschiedenes“) waren Ende März 1966 genauso hoch wie ein Jahr vorher: 433 Millionen. Sie betrugen rund 6 Prozent der fremden Mittel (7 449 Millionen) und knapp 5,5 Prozent der Bilanzsumme (7 882 Millionen). Würde man das nichteingezahlte Stammkapital (375 Millionen) dazurechnen, so ergäbe sich ein Verhältnis von ungefähr 10 Prozent.

Die nachstehende Tabelle zeigt die eigenen und die fremden Mittel und die Prozentverhältnisse jeweils am Ende der letzten fünf Geschäftsjahre.

BIZ: Passiva

Ende des Geschäftsjahres am 31. März	Eigene Mittel	Fremde Mittel	Zusammen	Eigene Mittel in Prozent der	
	Millionen Franken			fremden Mittel	Bilanz- summe
1962	379	4 353	4 732*	8,5	8,0
1963	389	4 561	4 950*	8,5	8,0
1964	408	5 370	5 778*	7,5	7,0
1965	433	7 417	7 850*	6,0	5,5
1966	433	7.449	7 882	6,0	5,5

\* Erste Abteilung der Bilanz.

## B. Fremde Mittel

In den beiden folgenden Tabellen sind die Fremdmittel der Bank nach Herkunft, Art und Laufzeit gegliedert.

### BIZ: Herkunft der Fremdmittel

(ohne die Forderungen von Regierungen auf Grund des Treuhänder-Annuitätenkontos)

	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1965	1966	
	Millionen Franken		
Zentralbanken . . . . .	6 034	6 104	+ 70
Andere Einleger . . . . .	919	901	— 18
Wechsel . . . . .	464	362	— 102
Zusammen . . . . .	7 417	7 367	— 50

Der Zuwachs bei den Einlagen von Zentralbanken war mit 1 Prozent sehr gering, desgleichen — mit 2 Prozent — die Abnahme der Einlagen von anderen Einlegern. Dagegen zeigte die Position „Wechsel“ — von der Bank ausgestellte, auf Währungen lautende und an Geschäftsbanken verkaufte Papiere — starke Bewegungen; im Jahresergebnis verringerte sie sich um 22 Prozent.

### BIZ: Art und Laufzeit der Fremdmittel

(ohne die Forderungen von Regierungen auf Grund des Treuhänder-Annuitätenkontos)

Laufzeit	Goldeinlagen			Währungseinlagen			Wechsel		
	Ende des Geschäfts- jahres am 31. März		Ver- ände- rung	Ende des Geschäfts- jahres am 31. März		Ver- ände- rung	Ende des Geschäfts- jahres am 31. März		Ver- ände- rung
	1965	1966		1965	1966		1965	1966	
	Millionen Franken								
Auf Sicht . . . . .	3 051	2 484	— 567	67	184	+ 117	—	—	—
Höchstens 3 Monate . . . . .	992	591	— 391	2 129	2 616	+ 687	330	346	+ 16
3 bis 6 Monate . . . . .	—	102	+ 102	446	380	— 66	88	16	— 72
6 bis 9 Monate . . . . .	72	272	+ 200	51	17	— 34	46	—	— 46
9 bis 12 Monate . . . . .	28	90	+ 62	57	45	— 12	—	—	—
Mehr als 1 Jahr . . . . .	—	—	—	70	24	— 46	—	—	—
Zusammen . . . . .	4 133	3 539	— 594	2 820	3 466	+ 646	464	362	— 102

Die Goldeinlagen nahmen im Geschäftsjahr um 14 Prozent ab, die Währungseinlagen dagegen um 23 Prozent zu. Bei den Goldeinlagen verringerten sich die Einlagen auf Sicht und auf höchstens drei Monate, während diejenigen mit drei- bis zwölfmonatiger Laufzeit stiegen; bei den Währungseinlagen war es umgekehrt.

In dieser gegenläufigen Entwicklung kommt bis zu einem gewissen Grade die insgesamt angespanntere Verfassung der Märkte zum Ausdruck; die Einleger zeigten sich zwar bereit, Gold für einen längeren Zeitraum festzulegen, zogen aber bei den Währungseinlagen eine liquidere Form vor, indem sie entweder bei Erneuerung ihrer Einlagen die Laufzeiten verkürzten oder indem sie der Bank nur noch Mittel mit einer Laufzeit überließen, die im allgemeinen drei Monate nicht überstieg.

Am Beginn des Geschäftsjahres waren von den gesamten Fremdmitteln 56 Prozent Goldeinlagen und 38 Prozent Währungseinlagen; am 31. März 1966

waren die Anteile dieser beiden Kategorien mit 48 und 47 Prozent einander praktisch gleich; die Differenz von 5 Prozent bildeten die verkauften Wechsel.

Die Verringerung der Goldeinlagen ist fast ausschließlich auf den Rückgang der Goldsichteinlagen zurückzuführen. Nicht nur war der Gesamtbetrag der Goldeinlagen im Laufe des Geschäftsjahres ziemlich starken Schwankungen unterworfen, sondern es ergaben sich auch in den einzelnen Laufzeitkategorien mitunter sehr heftige Fluktuationen; die Goldsichteinlagen sanken von Ende November bis Ende Dezember 1965 von 3 143 auf 2 051 Millionen, während die Termineinlagen in der gleichen Zeit von 1 533 auf 2 359 Millionen stiegen; im Januar 1966 verlief die Entwicklung entgegengesetzt. Wie schon in vergangenen Jahren wurden auch diesmal auf Initiative der Bank mehrmals Sichteinlagen auf kurze Zeit in Termineinlagen umgewandelt. Diese Mittel dienten der Bank teils als finanzielle Basis für Goldterminkäufe, teils zur schnellen Vornahme von Interventionen auf den Geldmärkten und teils zur Ausübung einer aktiven Rolle im Rahmen der Zusammenarbeit der Zentralbanken.

Die Veränderung der Währungseinlagen war im Geschäftsjahr weniger ausgeprägt: die Sichteinlagen blieben einigermaßen gleich; nur am Ende des Geschäftsjahres kam es zu einer verhältnismäßig starken Erhöhung, die aber im wesentlichen Übergangscharakter hatte. Die Zunahme der Währungseinlagen entspricht weitgehend dem Zuwachs bei den Termineinlagen von höchstens drei Monaten, der sich zu mehr als drei Vierteln in den letzten beiden Monaten ergab.

#### MITTELVERWENDUNG (Aktiva)

Über die Verwendung der Mittel der Bank gibt die folgende Tabelle Aufschluß.

#### BIZ: Barmittel und Anlagen

(ohne die Forderung auf Grund des Vertrages vom 29. November 1965 mit der Bundesrepublik Deutschland)

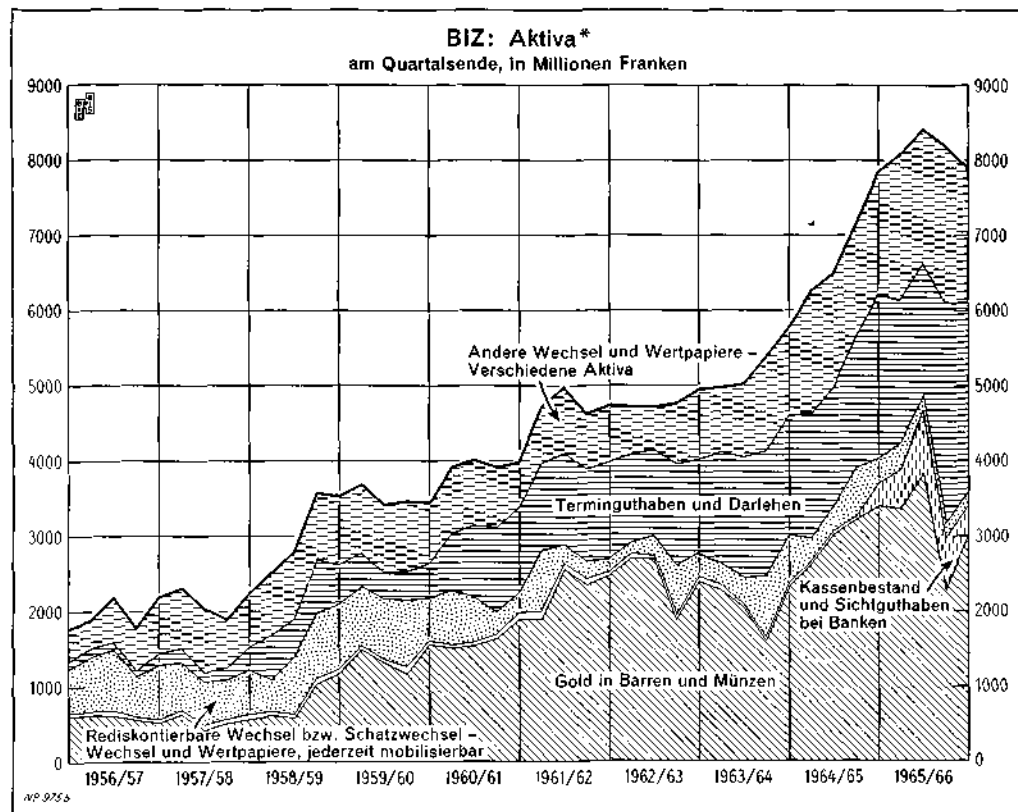
	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung	
	1965	1966		
	Millionen Franken			
<b>Barmittel</b>				
Gold . . . . .	3 398	3 025	—	373
Währungen . . . . .	300 3 698	381 3 406	+	81 — 292
<b>Anlagen</b>				
Gold . . . . .	416	423	+	7
Währungen . . . . .	3 667 4 083	3 924 4 347	+	257 + 264
<b>Zusammen</b>				
Gold . . . . .	3 814	3 448	—	366
Währungen . . . . .	3 967 7 761	4 305 7 753	+	338 — 28

Die nachstehende Tabelle zeigt die Veränderung der Goldposition der Bank für die Zeitpunkte, an denen ein Höchst- oder ein Tiefstwert verzeichnet wurde.

BIZ: Goldposition

Monatsende	Kassaposition				Termin- geschäfte	Gesamte Netto- Gold- position
	Gold in Barren und Münzen	Goldanlagen	Gold- verbindlich- keiten	Saldo	Saldo	
	Millionen Franken					
1965						
März . . . .	3 398	416	4 133	— 319	+ 651	332
Juni . . . .	3 355	409 (Min.)	4 526	— 762	+ 1 081	319 (Min.)
Juli . . . .	3 852 (Max.)	410	4 542	— 280	+ 604	324
August . .	3 737	415	4 762 (Max.)	— 610	+ 938	328
Dezember .	2 283 (Min.)	419	4 410	— 1 708 (Min.)	+ 2 048 (Max.)	340
1966						
März . . . .	3 025	423 (Max.)	3 539 (Min.)	— 91 (Max.)	+ 439 (Min.)	348 (Max.)

Während die Höhe der Goldanlagen im Geschäftsjahr praktisch kaum eine Veränderung aufwies, fluktuerte der Bestand an Barren- und Münzgold sehr stark; am 31. März 1966 war er um 373 Millionen niedriger als ein Jahr vorher. Diese Abnahme um 11 Prozent beruhte auf der Verringerung der Golddepositen um 594 Millionen bei gleichzeitiger Abnahme des Saldos der Goldtermingeschäfte (Goldzugang) um 212 Millionen.



\* Bis einschließlich 31. Dezember 1965 Summe in der ersten Abteilung der Monatsausweise; danach Summe der Monatsausweise.

Der Saldo der Goldtermingeschäfte war im abgelaufenen Geschäftsjahr ununterbrochen positiv und wie der Bestand an Barren- und Münzgold sehr starken Schwankungen unterworfen, besonders in den Perioden um die beiden Semesterultimos, in denen die Goldtermingeschäfte sehr bedeutend waren. Am 31. Dezember 1965 beispielsweise hatte der Bestand an Barren- und Münzgold mit 2 283 Millionen seinen kleinsten Umfang, während der Saldo der Goldtermingeschäfte mit 2 048 Millionen den höchsten jemals verzeichneten Stand erreichte; schon am 31. Januar 1966 war infolge von fälligen Termingeschäften die Lage wieder umgekehrt: an Barren- und Münzgold waren 3 300 Millionen, als Saldo der Termingeschäfte 662 Millionen ausgewiesen.

Zur Gliederung der Aktiva nach ihrer Laufzeit ist folgendes zu bemerken.

#### A. Barmittel sowie rediskontierbare und jederzeit mobilisierbare Anlagen

Die Veränderungen des Postens „Gold in Barren und Münzen“ (es handelt sich im wesentlichen um Barrengold) sind bereits besprochen worden.

Als „Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken“ war am Beginn des Geschäftsjahres die bereits relativ hohe Summe von 300 Millionen ausgewiesen, nachdem der Bank durch Swapgeschäfte umfangreiche Sichtgelder zugeflossen waren. Im Verlaufe des Geschäftsjahres kam es dann in dieser Position, weiterhin im Zusammenhang mit Swapoperationen, zu sehr starken Schwankungen. Der Bestand erreichte am 31. Mai 1965 einen Betrag von 794 Millionen, sank dann auf 521 Millionen am 31. Juli 1965, stieg wieder auf 840 Millionen am 30. November 1965 (Höchststand) und ging erneut auf 381 Millionen am 31. März 1966 zurück, womit er noch um 81 Millionen höher war als am Beginn des Geschäftsjahres.

Am 31. März 1966 bestritten die gesamten Barmittel in Gold und Währungen 43 Prozent der Bilanzsumme, verglichen mit einem Vorjahresanteil von 47 Prozent an der Summe in der ersten Abteilung der Bilanz.

Das Portefeuille der „rediskontierbaren Schatzwechsel“ erreichte seinen größten Umfang mit 290 Millionen am 30. April 1965; dann verringerte es sich fortlaufend, bis es am 30. November 1965 seinen niedrigsten Stand — 67 Millionen — verzeichnete; den gleichen Umfang hatte es auch am Ende des Geschäftsjahres. Diese bedeutende Verringerung läßt sich fast ausschließlich mit der Fälligkeit von Swaptransaktionen erklären, die im Rahmen von Operationen zwischen Zentralbanken abgeschlossen worden waren.

Das Volumen der „Wechsel und Wertpapiere, jederzeit mobilisierbar“ stieg von 63 auf 124 Millionen.

Die gesamten Barmittel und rediskontierbaren oder jederzeit mobilisierbaren Anlagen, welche die bisher analysierten Aktivposten umfassen, stellten sich am Beginn des Geschäftsjahres auf 4 031 Millionen Franken und damit auf 51 Prozent der Summe in der ersten Abteilung der Bilanz. Die entsprechenden Zahlen vom 31. März 1966 waren 3 598 Millionen und 46 Prozent (der Bilanzsumme).

Im gleichen Zeitraum ist auf der Passivseite die Sichteinlagenquote von 40 auf 34 Prozent gesunken; sie ist damit wieder so hoch wie am 31. März 1964. Der Liquiditätskoeffizient der Bank ist also etwas günstiger geworden.

## B. Terminguthaben und Terminanlagen

Wie in den letzten Jahren wurden die Währungsguthaben, die der Bank durch Gold-Devisen-Swaps oder durch Goldverkäufe zufließen, zu einem sehr beträchtlichen Teil in Form von „Terminguthaben und Darlehen“ und „anderen Wechseln und Wertpapieren“ angelegt; in diesen Positionen ergaben sich daher Veränderungen, die um so stärker waren, als die genannten Swapoperationen und Goldverkäufe im abgelaufenen Geschäftsjahr mehrmals einen bedeutenden Umfang erreichten.

Die „Terminguthaben und Darlehen“ betrugen am Beginn des Geschäftsjahres 2 191 Millionen und sanken dann auf 1 783 Millionen am 31. Mai 1965. Nach Schwankungen wurden am 30. November 1965 in dieser Position 2 127 Millionen ausgewiesen. Am 31. Dezember 1965 hatte der Betrag nach einer außerordentlich kräftigen Ausweitung sein Maximum erreicht: 2 935 Millionen. Ein anschließender starker Rückgang auf 2 072 Millionen Ende Januar 1966 wurde im Februar und März zur Hälfte wieder aufgeholt, so daß diese Position am Ende des Geschäftsjahres mit einem immer noch hohen Betrag von 2 507 Millionen schloß, der um 316 Millionen höher war als der entsprechende Vorjahresbetrag.

In der Position „Andere Wechsel und Wertpapiere“ ergaben sich zeitweise parallele Schwankungen, die aber einen deutlich geringeren Umfang hatten. Der Betrag dieses Portefeuilles stieg von 1 559 Millionen am Beginn des Geschäftsjahres nach und nach auf 1 865 Millionen am 30. Juni 1965; danach sank er in gleicher Weise auf 1 536 Millionen am 31. Oktober 1965. Am 31. Dezember 1965 wurde eine Spitze von 2 015 Millionen und danach ein Rückgang auf 1 648 Millionen am Ende des Geschäftsjahres verzeichnet. Das auf Gold lautende Portefeuille dieser Kategorie betrug 413 Millionen am Beginn des Geschäftsjahres und 420 Millionen an seinem Ende.

In der folgenden Tabelle sind die Terminguthaben und Terminanlagen am Ende der letzten zwei Geschäftsjahre nach der Laufzeit zusammengestellt.

**BIZ: Terminguthaben und Darlehen sowie  
Andere Wechsel und Wertpapiere**

Laufzeit	Ende des Geschäftsjahres am 31. März		Veränderung
	1965	1966	
	Millionen Franken		
Höchstens 3 Monate . . . . .	2 795	3 062	+ 267
3 bis 6 Monate . . . . .	639	576	— 63
6 bis 9 Monate . . . . .	63	228	+ 165
9 bis 12 Monate . . . . .	111	147	+ 36
Mehr als 1 Jahr . . . . .	142	142	—
<b>Zusammen . . . . .</b>	<b>3 750</b>	<b>4 155</b>	<b>+ 405</b>

Die Erhöhung um 405 Millionen entfällt zu gleichen Teilen auf die Forderungen bis zu sechs Monaten und auf die länger befristeten Forderungen. Dadurch ist der Anteil der mehr als sechsmonatigen Forderungen am Gesamtbetrag der in der vorstehenden Tabelle zusammengestellten Aktiva von 8 Prozent am 31. März 1965 auf 12 Prozent am 31. März 1966 gestiegen.

\* \* \*

Abgesehen von einer Erhöhung der Währungseinlagen und einer Verringerung der Goldeinlagen hat sich die Struktur der Einlagenverbindlichkeiten der Bank im Laufe des verflossenen Geschäftsjahres nicht nennenswert geändert.

Das wesentliche Merkmal muß vielmehr in der abermaligen Erweiterung des Volumens der mit verschiedenen Zentralbanken abgeschlossenen Swapoperationen in Devisen sowie in Gold gegen Devisen gesehen werden; dank diesen Operationen konnte die Bank

- sich gleichsam unverzüglich und in erheblichem Umfang an Kreditoperationen im Rahmen der Zusammenarbeit zwischen Währungsbehörden beteiligen,
- die durch Repatriierungen umfangreicher Mittel der Geschäftsbanken verursachten Marktstörungen dadurch mildern helfen, daß sie zu bestimmten Zeiten des Jahres diese Gelder den Märkten wieder zuführte,
- in gewisser Weise die Umwandlung von Dollar in Gold beim US-Schatzamt vermeiden, die sich für einige Zentralbanken aufdrängte.

Diese Interventionen haben erneut die Rolle aufgezeigt, welche die Bank in so verschiedenen Bereichen dank ihrem Verhältnis zu den Währungsbehörden und ihrer Eigenschaft als Bindeglied zwischen diesen Behörden und dem Markt zu spielen in der Lage ist.

Diese Tätigkeit hat sich auf das Gesamtvolumen der Geschäfte der Bank ausgewirkt, das im Geschäftsjahr 1965/66 einen neuen Höchstbetrag von 86 Milliarden Franken erreicht hat, verglichen mit 72 Milliarden für 1964/65, 59 Milliarden für 1963/64 und 39 Milliarden für 1962/63.

Der Nettogewinn aus dem abgelaufenen Geschäftsjahr hat denselben hohen Umfang wie derjenige aus dem vorangegangenen Geschäftsjahr.

## **2. Die Aktiva und Passiva der Bank im Zusammenhang mit der Ausführung der Haager Vereinbarungen von 1930 (Young-Plan)**

Die zweite Abteilung der Bilanz und die dazugehörigen Anmerkungen sind weggefallen, da die mit den Aktiv- und Passivposten dieser Bilanzabteilung zusammenhängenden Probleme im Geschäftsjahr eine Lösung gefunden haben.

Diese zweite Abteilung der Bilanz enthielt folgende Posten:

**BIZ: Ausführung der Haager Vereinbarungen von 1930**  
(Aktiva und Passiva im einzelnen)

Aktiva		Passiva	
Millionen Franken			
Forderungen gegen die Deutsche Reichsbank . . . . .	41,00	Einlagen der Gläubiger-Regierungen auf dem Treuhänder-Annuitätenkonto	
Forderungen gegen die Deutsche Golddiskontbank . . . .	70,14	Frankreich . . . . .	83,07
Wechsel der Deutschen Reichsbahn . . . . .	73,25	Grossbritannien . . . . .	32,46
Schatzanweisungen der Deutschen Reichspost . . . . .	36,63	Italien . . . . .	16,96
	221,0	Belgien . . . . .	9,17
Wechsel und Schatzanweisungen des Deutschen Reichs . . . . .	76,2	Jugoslawien . . . . .	6,67
		Rumänien . . . . .	1,60
		Japan . . . . .	1,05
		Portugal . . . . .	1,05
		Griechenland . . . . .	0,55
		Polen . . . . .	0,03
			152,6
		Einlage der deutschen Regierung . . . . .	76,3
			228,9
		Eigene Mittel der BIZ . . . . .	68,3
Zusammen . . . . .	297,2	Zusammen . . . . .	297,2

Der Ursprung und die Natur dieser Aktiv- und Passivposten und die diesbezüglichen Übergangsregelungen wurden ausführlich im 17., 20. und 23. Jahresbericht der Bank besprochen. Hier sei nur daran erinnert, daß die Kapitalanlagen und die Einlagen im Rahmen der Haager Vereinbarungen vom 20. Januar 1930 (Young-Plan) gebildet worden waren und daß die Lage dann seit dem Hoover-Moratorium von 1931 unverändert geblieben war.

Die Kapitalanlagen waren in den Jahren 1945 und 1946 fällig geworden. Zur Zeit der Londoner Konferenz über deutsche Auslandsschulden hatten sich die deutsche Bundesregierung und die Bank nicht über den geschuldeten Betrag einigen können und schließlich durch Vertrag vom 9. Januar 1953 beschlossen, die Regelung dieser Frage bis 1966 zurückzustellen. Dafür hatte sich die deutsche Bundesregierung bereit erklärt, mit Wirkung vom 1. Januar 1953 den seit 1945 unterbrochenen Zinsendienst wiederaufzunehmen und für diesen Zweck bis zum 31. März 1966 einen jährlichen Betrag von 5,6 Millionen Schweizer Franken zu zahlen.

Diese Übergangsregelung stellte faktisch den durch das Hoover-Moratorium von 1931 geschaffenen Zustand wieder her. Sie war für die Bank annehmbar, da die Einlagen der Regierungen nicht vor dem 1. April 1966 und auch dann nur in dem Umfang zurückgezogen werden konnten, wie die entsprechenden Kapitalanlagen der Bank zurückgezahlt würden.

Im Jahre 1964 nahmen die deutsche Bundesregierung und die Bank neue Verhandlungen auf. Die Bank machte unter Berufung insbesondere auf den Young-Plan geltend, daß sie auf die Rückzahlung ihrer Forderungen zum Goldwert Anspruch hätte. Die deutsche Bundesregierung erwiderte, daß allgemeines innerdeutsches Recht anzuwenden sei und daß die Forderungen der Bank, selbst wenn ihnen ein Sonderstatus zukäme, nicht von den im Londoner Abkommen vom

27. Februar 1953 über deutsche Auslandsschulden vereinbarten Kürzungen ausgenommen werden könnten.

Da sich eine Einigung über die rechtlichen Probleme als unmöglich erwies, hielt man es für angebracht, eine Kompromißlösung zu suchen. Nach langen Verhandlungen akzeptierte die Bank den im Londoner Abkommen bei Goldklauseln vorgeschriebenen Abschlag von 40 Prozent und einen zusätzlichen Abschlag von 10 Prozent, um den Kompromiß möglich zu machen. Im übrigen verzichtete die deutsche Bundesregierung auf die Rückzahlung der ihr zustehenden Einlage und die Bank auf die Zinsrückstände aus den Jahren 1945 bis 1952.

Die deutsche Bundesregierung und die Bank bekräftigten ihre Übereinkunft in einem am 29. November 1965 unterzeichneten Vertrag. Dieser Vertrag ist, nachdem er Anfang April 1966 durch das Parlament ratifiziert worden war, am 14. Mai 1966 in Kraft getreten. Die der Bank von der deutschen Bundesregierung geschuldete Summe wurde auf 156,24 Millionen Deutsche Mark festgesetzt. Dank der Mitwirkung der Deutschen Bundesbank, die sich bereit erklärte, den Betrag — gegen Abtretung der Forderung der Bank — vorzulegen, wurde die Zahlung im April 1966 geleistet.

Die Einlagen der Gläubiger-Regierungen auf dem Treuhänder-Annuitätenkonto wurden am 13. April 1966 geregelt, wobei die Bank den beteiligten Regierungen eine Summe von 108 Millionen Deutschen Mark zur Verfügung stellte. Da durch diese Regelung alle gegenüber der Bank bestehenden, wie auch immer gearteten Rechte aus diesen Einlagen erloschen sind, wurde das Treuhänder-Annuitätenkonto geschlossen.

Die von der Bank angelegten eigenen Mittel in Höhe von 68,3 Millionen Franken wurden ebenfalls endgültig geregelt; die Bank erhielt hierfür einen Betrag von 48 240 000 Deutschen Mark, der 36,7 Millionen Franken entspricht. Durch Verwendung des letzten von Deutschland für laufende Zinsen gezahlten Jahresbetrages und von Gewinnen, die dank der Mitwirkung der Deutschen Bundesbank erzielt werden konnten, wurde der Buchverlust von 31,6 auf 13,3 Millionen Franken verringert. Dieser Betrag wurde aus der Rückstellung für Unvorhergesehenes gedeckt; trotz dieser Inanspruchnahme konnte die Rückstellung, wie sich aus der Jahresrechnung am Ende dieses Berichts ergibt, leicht erhöht werden, und zwar von 214,5 auf 216,2 Millionen Franken.

Da die Zahlungen erst im April 1966 geleistet werden konnten, enthält die Bilanz für das Geschäftsjahr die Forderung der Bank gegen die Bundesrepublik Deutschland auf Grund des Vertrages vom 29. November 1965 und die Verbindlichkeit der Bank gegenüber den Regierungen, die Ansprüche aus dem Treuhänder-Annuitätenkonto hatten. Seit dem 30. April 1966 erscheinen diese beiden Positionen nicht mehr in den Monatsausweisen.

Unter Berücksichtigung aller Umstände, insbesondere der in Deutschland nach 1945 ergangenen Regelungen im Geld- und Kreditwesen und der im Londoner Abkommen von 1953 eingeräumten Konzessionen, kann die Vereinbarung mit der Bundesrepublik Deutschland als den Verhältnissen angemessen betrachtet werden. Sie hat den Vorteil, einen bis auf das Jahr 1931 zurückgehenden Zustand zu beenden.

### 3. Die Bank als Treuhänder und Agent für internationale Staatsanleihen

Die Bank war im Berichtsjahr weiterhin in Übereinstimmung mit den geltenden Vereinbarungen als Fiscal Agent der Treuhänder für die neuen Schuldverschreibungen der Deutschen Äußerer Anleihe 1924 (Dawes-Anleihe) und als Treuhänder für die neuen Schuldverschreibungen der Internationalen Anleihe des Deutschen Reichs 1930 (Young-Anleihe) tätig, welche die Regierung der Bundesrepublik Deutschland in Ausführung des Londoner Abkommens über deutsche Auslandsschulden vom 27. Februar 1953 ausgegeben hat.

Das Finanzjahr 1965/66 ist bei der Dawes-Anleihe am 15. April 1966 und bei der Young-Anleihe am 1. Juni 1966 abgelaufen. Die für das Finanzjahr 1965/66 geschuldeten Zinsbeträge im Gegenwert von rund 12,1 Millionen Franken für die Dawes-Anleihe und von rund 36,2 Millionen Franken für die Young-Anleihe sind ordnungsgemäß an die Bank überwiesen und von dieser an die Zahlungsagenten verteilt worden. Die Tilgung für das Finanzjahr 1965/66 wurde bei beiden Anleihen teils durch Käufe von Schuldverschreibungen am Markt, teils durch Auslosungen bewirkt.

Es ist noch nicht entschieden, ob die Bestimmungen des Londoner Abkommens über die für die Young-Anleihe geltende Währungsgarantie im Falle der Aufwertung der Deutschen Mark von 1961 Anwendung finden. Mit der Angelegenheit sind die Regierungen der Länder befaßt, in denen Schuldverschreibungen der Anleihe ausgegeben wurden.

Über den Stand der Dawes- und der Young-Anleihe unterrichten die beiden nebenstehenden Tabellen.

Die Bank ist auch Treuhänder für die anerkannten Schuldverschreibungen der Internationalen Bundesanleihe der Republik Österreich 1930 sowie für diejenigen Zinsscheine dieser Anleihe, für deren Einlösung mit 75 Prozent des Nennwertes die Bundesrepublik Deutschland die Haftung übernommen hat. In beiden Fällen erfolgte die Bedienung in Übereinstimmung mit den getroffenen Vereinbarungen.

Über die anerkannten Schuldverschreibungen der Anleihe und ihre Tilgung unterrichtet die folgende Tabelle.

Internationale Bundesanleihe der Republik Österreich 1930

Ausgabe	Währung	Nennwert			
		Anerkannte Schuld- verschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf oder Auslosung für die Finanzjahre		Verbleibende Schuld
			1959 bis 1964	1965	
Amerikanische . .	\$	1 667 000	386 000	73 000	1 208 000
Britisch- niederländische .	£	856 600	193 000	38 200	625 400
Schweizerische . .	sfr	7 102 000	1 354 000	256 000	5 492 000

Deutsche Äußere Anleihe 1924  
(Dawes-Anleihe)

Ausgabe	Währung	Nennwert			
		Ausgegebene Schuld- verschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf oder Auslosung für die Finanzjahre		Verbleibende Schuld
			1958/59 bis 1964/65	1965/66	
Konversionsschuldverschreibungen					
Amerikanische . .	\$	44 103 000	11 144 000	1 940 000	31 019 000
Belgische . . . . .	£	583 100	106 100	17 500	459 500
Britische . . . . .	£	8 277 200	1 503 100	249 300	6 524 800
Französische . . .	£	1 927 400	345 800	57 700	1 523 900
Niederländische . .	£	1 322 500	221 400	40 700	1 060 400
Schwedische . . .	skr	14 209 000	2 379 000	403 000	11 427 000
Schweizerische . .	£	1 130 500	201 300	34 000	695 200
Schweizerische . .	sfr	8 251 000	1 349 000	232 000	6 670 000
Fundierungsschuldverschreibungen					
Amerikanische . .	\$	8 206 000	1 652 000	234 000	6 320 000
Belgische . . . . .	£	157 700	32 900	4 800	120 000
Britische . . . . .	£	2 232 000	458 600	67 100	1 706 300
Französische . . .	£	498 300	103 500	15 200	379 600
Niederländische . .	£	291 200	52 800	8 600	229 800
Schwedische . . .	£	115 000	23 200	3 400	88 400
Schweizerische . .	sfr	415 000	79 000	11 000	325 000

Internationale Anleihe des Deutschen Reichs 1930  
(Young-Anleihe)

Ausgabe	Währung	Nennwert*			
		Ausgegebene Schuld- verschreibungen	Tilgung von Schuldverschreibungen durch Ankauf oder Auslosung für die Finanzjahre		Verbleibende Schuld
			1958/59 bis 1964/65	1965/66	
Konversionsschuldverschreibungen					
Amerikanische . .	\$	55 442 000	4 542 000	784 000	50 116 000
Belgische . . . . .	bfr	202 758 000	16 582 000	2 789 000	183 387 000
Britische . . . . .	£	17 702 900	1 434 800	241 500	16 026 600
Deutsche . . . . .	DM	14 469 000	1 165 000	198 000	13 106 000
Französische . . .	FF	445 125 000	36 063 000	6 097 000	402 965 000
Niederländische .	hfl	52 436 000	4 162 000	713 000	47 561 000
Schwedische . . .	skr	92 763 000	7 555 000	1 269 000	83 939 000
Schweizerische . .	sfr	58 380 000	4 767 000	799 000	52 814 000
Fundierungsschuldverschreibungen					
Amerikanische . .	\$	8 999 000	739 000	117 000	8 144 000
Belgische . . . . .	bfr	45 659 000	3 791 000	611 000	41 257 000
Britische . . . . .	£	4 223 900	348 200	54 300	3 821 400
Deutsche . . . . .	DM	413 000	34 000	5 000	374 000
Französische . . .	FF	98 078 000	7 908 000	1 252 000	88 918 000
Niederländische .	hfl	8 479 000	687 000	113 000	7 679 000
Schwedische . . .	skr	6 014 000	497 000	83 000	5 434 000
Schweizerische . .	sfr	1 405 000	115 000	18 000	1 272 000

\* Nennwert am 1. Mai 1966, berechnet gemäß den Bestimmungen des Londoner Abkommens über deutsche Auslandsschulden vom 27. Februar 1953, jedoch ohne Berücksichtigung der Aufwertung der Deutschen Mark von März 1961.

#### 4. Die Bank als Pfandhalter auf Grund des Pfandvertrages mit der Hohen Behörde der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl

Die Bank hat weiterhin die Funktionen eines Pfandhalters im Zusammenhang mit den Anleihen der Hohen Behörde der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl ausgeübt, die gemäß den Bestimmungen des von ihr am 28. November 1954 mit der Hohen Behörde abgeschlossenen Pfandvertrages gesichert sind.

Der Gesamtbetrag dieser gesicherten Anleihen belief sich ursprünglich auf den Gegenwert von rund 817 Millionen Franken. Die bis zum 1. April 1966 geleisteten Rückzahlungen der Hohen Behörde entsprechen dem Gegenwert von

##### Gesicherte Anleihen der Hohen Behörde der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl

Serie der gesicherten Zahlungsverprechen der Hohen Behörde	Jahr der Ausgabe	Land der Ausgabe	Anleihegläubiger bzw. Form der Anleihe	Anleihebetrag		Zinssatz %	Späteste Fälligkeit
				Ursprünglich	Am 1. April 1966 noch nicht getilgt		
1	1954	Vereinigte Staaten von Amerika	Regierung der Vereinigten Staaten von Amerika	\$ 100 000 000	72 900 000	3½	1979
2	1955	Belgien	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Brüssel	bfr 200 000 000	154 400 000	3½	1982
3	1955	Bundesrepublik Deutschland	Rheinische Girozentrale und Provinzialbank, Düsseldorf	DM 25 000 000	17 863 500	3%	1981
			Landesbank für Westfalen Girozentrale, Münster	DM 25 000 000	17 863 500	3%	1981
4	1955	Luxemburg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxemburg	bfr 20 000 000	15 440 000	3½	1982
5	1956	Saarland	Landesbank und Girozentrale Saar, Saarbrücken	lfr 5 000 000	—	—	—
6	1956	Schweiz	Kapitalmarktemission	DM 2 977 450 <sup>1</sup>	2 072 305	4%	1977
7 <sup>2</sup>	1957	Vereinigte Staaten von Amerika	Kapitalmarktemission	sfr 50 000 000	35 000 000	4%	1974
			Kapitalmarktemission	\$ 25 000 000	17 400 000	5%	1975
10	1957	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	lfr 100 000 000	88 366 603	5%	1982
11 <sup>2</sup>	1958	Vereinigte Staaten von Amerika	Kapitalmarktemission	\$ 35 000 000	30 400 000	5	1978
13 <sup>2</sup>	1960	Vereinigte Staaten von Amerika	Kapitalmarktemission	\$ 25 000 000	25 000 000	5%	1980
15	1961	Luxemburg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxemburg	lfr 100 000 000	97 277 858	5%	1986
16	1961	Niederlande	Kapitalmarktemission	hfl 50 000 000	50 000 000	4%	1981

<sup>1</sup> Diese in französischen Franken abgeschlossene Anleihe ist im Jahre 1959 auf Deutsche Mark umgestellt worden. Der ursprüngliche Betrag war 350 000 000 alte französische Franken.  
<sup>2</sup> Die gesicherten Zahlungsverprechen der 8., 9., 12. und 14. Serie sind vollständig bezahlt.

rund 254 Millionen Franken; der noch geschuldete Gesamtbetrag hat sich somit auf den Gegenwert von rund 563 Millionen Franken vermindert. Nähere Einzelheiten dieser Anleihen sind in der vorstehenden Tabelle angegeben.

Die Hohe Behörde hat den Erlös der genannten Anleihen zu Darlehen in den Mitgliedsländern der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl verwendet.

Im Geschäftsjahr 1965/66 hat die Bank von den Darlehnschuldnern Zahlungen im Gegenwert von rund 29 Millionen Franken für Zinsen und im Gegenwert von rund 40 Millionen Franken als Tilgungsbeträge entgegengenommen und an die Zahlungsagenten verteilt.

Die Hohe Behörde hat auch Anleihen aufgenommen, die nicht gemäß dem Pfandvertrag gesichert sind, doch hat die Bank im Zusammenhang mit diesen Anleihen keine Aufgaben.

#### **5. Die Bank als Agent der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (Europäisches Währungsabkommen)**

Wie in Kapitel V von Teil II des vorliegenden Berichts dargelegt, war die Bank weiterhin als Agent für die Durchführung der EWA-Geschäfte im Rahmen der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung tätig. Die Auslagen der Bank beliefen sich hierbei in den zwölf Monaten bis März 1966 auf 370 808 Franken. Diesen Betrag hat die Organisation ordnungsgemäß erstattet, wie es in der Gewinn- und Verlust-Rechnung für das am 31. März 1966 abgeschlossene Geschäftsjahr ausgewiesen ist.

#### **6. Entwicklung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und internationalen Organisationen**

Die Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken im Bereich der Forschung und des Austauschs von Informationen wurde verstärkt. Zusätzlich zu den regelmäßigen Sitzungen des Verwaltungsrats hat die Bank wiederum eine Reihe von Zusammenkünften von Zentralbankexperten organisiert, sei es zur Untersuchung allgemein interessierender wirtschaftlicher und monetärer Probleme, sei es zur Prüfung besonderer Fragen wie der Entwicklung des Goldmarktes und des Eurogeldmarktes. Die Bank hat an der Arbeit dieser Gruppen mitgewirkt.

Ferner hat die Bank im Geschäftsjahr weiterhin die in der Verlautbarung der Minister und Notenbankgouverneure der Zehner-Gruppe genannten Funktionen ausgeübt. Gemäß dieser Verlautbarung vom 1. August 1964 erhält die Bank von allen Mitgliedern der Gruppe statistische Angaben über die zur Finanzierung ihrer Zahlungsbilanzüberschüsse bzw. -defizite verwendeten Mittel. Diese Angaben werden als wesentliche Grundlage für die multilaterale Überwachung der Schöpfung internationaler Liquidität an alle Teilnehmer und an die OECD-Arbeitsgruppe 3 verteilt. Die Notenbankgouverneure der Gruppe unterrichten einander bei ihren Zusammenkünften in der Bank auch so früh wie möglich über alle zwischen den Mitgliedern der Gruppe getroffenen Absprachen, die neue

oder erweiterte Kreditfazilitäten zum Gegenstand haben. Die Nützlichkeit dieser Zusammenarbeit hat sich im vergangenen Jahr erwiesen.

Die Bank war auch im vergangenen Jahr an den Arbeiten der Stellvertreter in der Zehner-Gruppe und an den Arbeiten der Studiengruppen beteiligt, die sich mit dem Problem der internationalen Liquidität, mit der Schaffung von Reserveguthaben und mit dem Anpassungsprozeß befassen.

Durch die Entwicklung der Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken haben sich auch die Beziehungen zwischen der Bank einerseits und der OECD und dem IWF andererseits intensiviert, indem ihre Zusammenarbeit auf neue Bereiche ausgedehnt wurde.

## **7. Die finanziellen Ergebnisse**

Das am 31. März 1966 abgelaufene sechsenddreißigste Geschäftsjahr endete mit einem Überschuß von 38 578 751 Franken (im Vorjahr: 34 519 144 Franken).

Der Verwaltungsrat hielt es für notwendig, hiervon 1 000 000 Franken der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten und 15 000 000 Franken der Rückstellung für Unvorhergesehenes zuzuführen; der Reingewinn für das Geschäftsjahr beläuft sich somit auf 22 578 751 Franken. Mit dem Vortrag von 9 764 036 Franken aus dem Vorjahr stehen 32 342 787 Franken zur Verfügung.

Der Verwaltungsrat empfiehlt der heutigen Generalversammlung, wie im Vorjahr eine Dividende von 37,50 Franken je Aktie zu verteilen, was eine Ausschüttung von 7 500 000 Franken bedingt. Er schlägt ferner vor, als außergewöhnliche Leistung den Betrag der nichterklärten kumulativen Dividende wiederum durch Bereitstellung einer Pauschalsumme zu verringern. Hierfür sind 15 000 000 Franken angesetzt worden, die eine außerordentliche Ausschüttung von 75 Franken je Aktie erlauben. Somit werden in diesem Jahr insgesamt 112,50 Franken je Aktie ausgeschüttet, die am 1. Juli 1966 mit 160,75 Schweizer Franken zahlbar sind. Bei den Aktien, für die an diesem Datum die Dividende nicht gezahlt werden kann, erfolgt die Umrechnung in Schweizer Franken am Tage der Zahlung. Der Vortrag in neuer Rechnung wird 9 842 787 Franken betragen.

Infolge dieser Ausschüttung verringert sich die nichterklärte kumulative Dividende von 129,47 auf 54,47 Franken je Aktie.

Die Bücher der Bank wurden von Price Waterhouse & Co., Zürich, ordnungsgemäß geprüft. Die Bilanz, die Gewinn- und Verlust-Rechnung und der Bericht der Buchprüfer sind am Schluß des vorliegenden Berichts abgedruckt.

## **8. Veränderungen im Verwaltungsrat und in der Direktion**

Herr Per Åsbrink, dessen auf einer Wahl gemäß Artikel 28 Ziffer 3 der Statuten beruhendes Verwaltungsratsmandat am 31. März 1966 ablief, wurde in der Verwaltungsratssitzung vom 14. März 1966 erneut auf drei Jahre bis zum 31. März 1969 in den Verwaltungsrat gewählt.

Das Verwaltungsratsmandat von Herrn Henri Deroy wurde im März 1966, bevor es am 31. März 1966 ablief, von Herrn Brunet, dem Gouverneur der Bank von Frankreich, gemäß Artikel 28 Ziffer 2 der Statuten abermals auf drei Jahre bis zum 31. März 1969 erneuert.

Herr M. J. Babington Smith wurde im April 1966, vor Ablauf seines Verwaltungsratsmandats am 6. Mai 1966, von Lord Cromer, dem Gouverneur der Bank von England, gemäß Artikel 28 Ziffer 2 der Statuten für drei weitere Jahre bis zum 6. Mai 1969 zum Mitglied des Verwaltungsrats ernannt.

Die Bank hat das unerwartete Ableben von Herrn Georges Royot, Beigeordneter Direktor, am 25. Mai 1966, kurz nach seiner Pensionierung, zu beklagen. In der Sitzung des Verwaltungsrats vom 14. März 1966 hatte der Vorsitzende Herrn Royot im Namen des Verwaltungsrats die Anerkennung für seine wertvollen und treuen Dienste in all den Jahren des Bestehens der Bank ausgesprochen.

## SCHLUSSBEMERKUNGEN

Es wird oft betont, die Wirtschaftspolitik solle vier Ziele gleichzeitig verfolgen und miteinander zu vereinbaren suchen: Vollbeschäftigung, ausreichendes Wachstum, Preisstabilität und außenwirtschaftliches Gleichgewicht. Da in diesem Punkt aber Taten schwerer als Worte sind, gelang die Verwirklichung dieser Ziele im vergangenen Jahr nicht gleichmäßig, und insoweit sie übereinstimmten, war es eine Sache des Zufalls. Die Hauptschwierigkeit bildete sowohl im westlichen Europa — mit wenigen Ausnahmen — wie in den Vereinigten Staaten die übersteigerte Nachfrage, die durch die Hochkonjunktur im allgemeinen und durch die öffentlichen Ausgaben im besonderen verursacht war. Während weithin die Mittel der monetären Restriktion zur Milderung des Nachfragedrucks eingesetzt wurden, wirkte die Entwicklung der öffentlichen Finanzen gewöhnlich in der entgegengesetzten Richtung. Infolgedessen waren die Preise in Bewegung — nach oben —, und das Zinsniveau erhöhte sich wesentlich. Unter diesen Umständen tendierten die Marktkräfte nicht zu einer Korrektur der Ungleichgewichte im internationalen Zahlungsverkehr.

Gegenüber den Verhältnissen vor einem Jahr unterscheidet sich die Lage vor allem dadurch, daß nun auch in den Vereinigten Staaten, wie schon vorher in den meisten Ländern des westlichen Europa, Übernachfrage herrscht. Die letztjährige Nachfrageausweitung hat, auch wenn sie nicht so extrem war, die seit mehreren Jahren verzeichnete ausgeglichene Expansion der Volkswirtschaft in Frage gestellt. Die unmittelbare Ursache hierfür waren die Erfordernisse des Krieges in Vietnam, die sowohl eine psychologische wie auch eine direkte Wirkung auf einige andere Nachfragekategorien hatten, besonders auf die Investitionsausgaben der Wirtschaft. Die Anspannung äußerte sich nicht nur bei den Preisen, sondern auch bei der Einfuhr, die über ihr normales Verhältnis zur Gesamterzeugung hinaus gestiegen ist. Zwar wurden einige Schritte zur Erhöhung von Steuereinkünften unternommen, aber das Schwergewicht der Bemühungen um eine Abschwächung der Expansionsrate lag bisher bei der währungspolitischen Restriktion. Glücklicherweise waren die Lohnsteigerungen mit wenigen Ausnahmen ziemlich gemäßigt, und nur wenige wichtige Tarifverträge werden in diesem Jahr zur Erneuerung fällig.

Das in der gegebenen Lage erforderliche Ausmaß an Restriktion ist etwas umstritten, und in jüngster Zeit liefert der Rückgang des Automobilabsatzes der Seite Argumente, die eine Entscheidung für verfrüht hält. Ein grundlegenderer Faktor ist aber die Entwicklung der Verteidigungsausgaben; und wenn diese weiter steigen sollen, ist eine stärkere fiskalische Restriktion nötig. Die Erfahrung des vergangenen Jahres hat erneut gezeigt, daß der Prozeß der Anpassung der Fiskalpolitik in den Vereinigten Staaten zu schwerfällig ist, um die Flexibilität zu gewährleisten, die für eine reibungslose Verwirklichung des neuen Wirtschaftskonzepts erforderlich ist. Generelle Vollmachten, die Steuern in mäßiger Dosierung zu erhöhen oder zu senken, würden die Führung dieser riesigen und dynamischen Volkswirtschaft außerordentlich erleichtern.

Im Vereinigten Königreich befand sich die Volkswirtschaft am Ende des Haushaltsjahres — wie an seinem Anfang — in einem Zustand erheblicher Übernachfrage. Trotz den Steuererhöhungen vor einem Jahr blieb die Einnahmesteigerung hinter der Zunahme der öffentlichen Ausgaben zurück. Außerdem gingen aus den Tarifverhandlungen Lohnabkommen hervor, die sowohl zur Kosteninflation wie zur Nachfrageinflation beitrugen. Infolgedessen ist das Preisniveau gestiegen und die Lage am Arbeitsmarkt angespannter geworden. Die Übernachfrage hat sich auch bei der Einfuhr ausgewirkt; bemerkenswerterweise waren die Importe in den ersten vier Monaten dieses Jahres trotz dem Zollzuschlag um mehr als 7 Prozent höher als in der gleichen Zeit des Jahres 1964. Die Ausweitung der Bankkredite an den privaten Sektor wurde wirksam begrenzt, aber die Beschränkung der binnenwirtschaftlichen Liquidität, die hierdurch hätte herbeigeführt werden können, wurde allzusehr durch das Ausmaß beeinträchtigt, in dem das Defizit des öffentlichen Sektors durch monetäre Mittel finanziert wurde.

Im Budget vom Mai 1966 änderte die Regierung daher die Fiskalpolitik in Richtung einer entschiedenen Beschränkung der Gesamtnachfrage. Es wurde ein hohes zusätzliches Steueraufkommen durch neue Steuern vorgesehen, und das Defizit im Gesamthaushalt soll beträchtlich kleiner ausfallen. Da der Großteil der neuen Einnahmen aus einem System von Abgaben und Rückvergütungen kommen soll, deren Bemessungsgrundlage die Beschäftigung ist, kann der sich letztlich ergebende Grad der Nachfragedämpfung schwer abgeschätzt werden. Das System dürfte aber in den kommenden Monaten eine bedeutende Wirkung haben. Dringend notwendig ist es nach wie vor, eine wesentliche Verringerung des Ausmaßes der Lohnerhöhungen zu erreichen.

Im westlichen Kontinentaleuropa stand — mit Ausnahme Frankreichs und Italiens — das vergangene Jahr ebenfalls im Zeichen der Übernachfrage. Die Produktivkräfte wurden im allgemeinen bis zum Letzten angespannt, was zu einem anhaltenden Auftrieb bei Löhnen und Preisen sowie zu einer Verschlechterung in der laufenden Rechnung der Zahlungsbilanz führte. Die Produktionskurve neigte unter diesen Umständen zur Abflachung. Von amtlicher Seite zeigte man sich zwar über die inflatorischen Tendenzen besorgt, doch fehlte es an einer koordinierten Politik zu ihrer Bekämpfung. Die Währungspolitik war restriktiv — in einigen Fällen in hohem Grade —, aber die öffentlichen Ausgaben sind kräftig gestiegen, ohne daß ein hinreichender Ausgleich durch höhere Steuern vorhanden gewesen wäre.

Von zentraler Bedeutung war die Lage in der Bundesrepublik Deutschland wegen ihrer Auswirkungen auf kleinere Nachbarländer. Jedoch gab es ziemliche Widersprüche in der Art und Weise, wie dieses Land, das in dem Ringen um Preis- und Währungsstabilität in vorderster Linie steht, die Ziele seiner Politik verfolgte. Die Zentralbank stützte mutig den brüchigen Damm, nur um unter den Strom der öffentlichen Ausgaben zu geraten, der ihn überspülte. Die inflatorische Lücke zwischen Nachfrage und Angebot wurde mit Preis-, Zins- und Einfuhrsteigerungen ausgefüllt. Für die Volkswirtschaft wäre eine Ruhepause von Nutzen, und vielleicht steht sie angesichts des restriktiveren diesjährigen Budgets bevor.

Somit läßt die Entwicklung im vergangenen Jahr deutlich die Notwendigkeit einer besser abgestimmten Prioritätenskala der wirtschaftlichen Zielsetzungen erkennen. Was die Binnenwirtschaft betrifft, so war die Preisstabilität im Verhältnis zur Nachfrageausweitung zu niedrig eingestuft. Eine derartige Situation kann zwar vielerlei Ursachen haben; aber im vorliegenden Fall war die Ursache eben weitgehend die zu stark stimulierende Wirkung der öffentlichen Finanzen.

Im Bereich des internationalen Zahlungsverkehrs ist ebenfalls eine Neubestimmung der Prioritäten angezeigt, da den Erfordernissen des Anpassungsprozesses bei der Kombination und Abstufung der Maßnahmen der allgemeinen Wirtschaftspolitik ein zu niedriger Rang eingeräumt worden ist. Die Zahlungsdefizite sowohl des Vereinigten Königreichs wie der Vereinigten Staaten wurden im vergangenen Jahr erheblich reduziert. Zu einem großen Teil wurden die Verbesserungen jedoch durch Mittel erzielt, die eher das Ausmaß des grundlegenden Ungleichgewichts betonen. Das Vereinigte Königreich stützte sich vermehrt auf direkte Eingriffe, und die Hoffnung, daß die Heranziehung solcher Methoden in den Vereinigten Staaten von kurzer Dauer sein würde, ist im Schwinden begriffen. Mindestens ist es für diese beiden Länder geboten, eine Aufblähung des Importvolumens durch Übernachfrage zu verhindern und in der Volkswirtschaft einen gewissen Spielraum für die Ausweitung des Exports zu lassen. Was die kontinentalen Länder betrifft, so hat die allgemeine Tendenz, den Boom in erster Linie durch monetäre Restriktion zu dämpfen, zum wechselseitigen Hochschaukeln der Zinssätze beigetragen und die Aufgabe einer grundlegenden Anpassung erschwert.

Wenn zur Wiederherstellung des Gleichgewichts im internationalen Zahlungsverkehr mehr vonnöten ist als optimistische Prognosen, so ist zur Überwindung der reellen Schwierigkeiten der internationalen Währungsordnung mehr erforderlich als eine Vorausplanung für den Bedarfsfall. Angesichts der defizitären Zahlungsbilanz der beiden Reservewährungsländer bleiben wegen der mangelnden Bereitschaft der Staaten, in den grundlegenden Fragen Verpflichtungen einzugehen, die Erörterungen des Problems in einer Atmosphäre der Unwirklichkeit. Eine dieser grundlegenden Fragen gilt dem für die Lebensfähigkeit des Systems fester Wechselkurse notwendigen Gesamtbetrag an Reserven und dem Ausmaß, in dem die „erworbenen“ Reserven zunehmen sollen. Ein weiteres Problem betrifft die Verantwortlichkeit der Länder für die Anpassung ihrer Zahlungsbilanz und die Grenzen der Finanzierung von Zahlungsdefiziten mit Hilfe amtlicher Kreditvereinbarungen.

Schwierig zu beantworten ist auch die Frage, welche Rolle dem Gold in dem System zukommen und in welchem Verhältnis das Gold zu anderen Reserveformen stehen soll.

GABRIEL FERRAS  
Generaldirektor

**BILANZ UND GEWINN- UND VERLUST-RECHNUNG**

**VOM 31. MÄRZ 1966**

# BILANZ VOM

AKTIVA

IN GOLDFRANKEN (ZU 0,290 322 58 ...)

		%
<b>Gold in Barren und Münzen</b> ... ..	3 024 558 382	38,4
<b>Kassenbestand und Sichtguthaben bei Banken</b> ...	381 147 346	4,8
<b>Rediskontierbare Schatzwechsel</b> ... ..	67 838 731	0,9
<b>Wechsel und Wertpapiere, jederzeit mobilisierbar</b> ...	124 196 192	1,6
<b>Terminguthaben und Darlehen</b>		
bis zu höchstens 3 Monaten ... ..	1 825 362 434	23,2
" " bis " " " (Gold) ... ..	3 405 463	0,0
von 3 bis 6 Monaten ... ..	360 014 631	4,6
von 6 bis 9 Monaten ... ..	171 113 012	2,2
von 9 bis 12 Monaten ... ..	60 388 108	0,8
von mehr als 1 Jahr ... ..	86 657 010	1,1
	<u>2 506 940 658</u>	
<b>Andere Wechsel und Wertpapiere</b>		
<b>Gold</b>		
bis zu höchstens 3 Monaten ... ..	276 207 297	3,5
von 3 bis 6 Monaten ... ..	95 109 928	1,2
von 6 bis 9 Monaten ... ..	22 970 765	0,3
von 9 bis 12 Monaten ... ..	25 823 197	0,3
<b>Währungen</b>		
bis zu höchstens 3 Monaten ... ..	957 310 025	12,1
von 3 bis 6 Monaten ... ..	120 716 573	1,5
von 6 bis 9 Monaten ... ..	33 827 742	0,4
von 9 bis 12 Monaten ... ..	60 265 042	0,8
von mehr als 1 Jahr ... ..	55 934 218	0,7
	<u>1 648 164 787</u>	
<b>Verschiedene Aktiva</b> ... ..	10 047 544	0,1
<b>Gebäude und Geschäftsausstattung</b> ... ..	1	0,0
<b>Forderung auf Grund des Vertrages vom 29. November 1965 mit der Bundesrepublik Deutschland</b> ... ..	118 765 836	1,5
	<u>7 881 659 477</u>	<u>100</u>
<b>PRO-MEMORIA-KONTEN</b>		
a. Goldtermingeschäfte:		
Saldo: Goldzugang (gegen Währungsabgang) ... ..	439 151 937	
b. Guthaben, Wechsel und sonstige Wertpapiere, die von der Bank für Rechnung Dritter verwaltet oder verwahrt werden:		
Goldbestände ... ..	1 144 784 581	
Bankguthaben ... ..	32 286 355	
Wechsel und sonstige Wertpapiere ... ..	715 291 607	

PRICE WATERHOUSE &amp; CO.

# GEWINN- UND VERLUST-RECHNUNG

für das am 31. März 1966 abgeschlossene Geschäftsjahr

	Goldfranken
Reineinnahmen aus der Anlage des Eigenkapitals und der Einlagen, ohne die erhaltene letzte jährliche Zahlung gemäß dem Abkommen über deutsche Auslandsschulden ...	46 311 387
Gebühren für Treuhändertätigkeit usw. ...	698 390
	<u>47 009 777</u>
<b>Verwaltungskosten:</b>	
Verwaltungsrat — Bezüge und Reisekosten ...	355 216
Direktion und Personal — Gehälter, Pensionsbeiträge und Reisekosten ...	7 006 473
Miete, Versicherung, Heizung, Stromverbrauch ...	60 161
Erneuerung und Ausbesserung der Gebäude und der Geschäftsausstattung ...	287 093
Bürobedarf, Bücher, Zeitungen und Zeitschriften, Agenturgebühren, Druckkosten ...	405 306
Telephon-, Telegramm- und Postgebühren ...	205 248
Ausgaben für Sachverständige (Buchprüfer, Dolmetscher, National-ökonomien usw.) ...	66 308
Kantonale Steuer ...	35 281
Verschiedenes ...	380 748
	<u>8 801 834</u>
Abzüglich: erstattungsfähige Auslagen der Bank als Agent der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (Europäisches Währungsabkommen) ...	370 808
	<u>8 431 026</u>
	38 578 751
<b>Der Verwaltungsrat hat entschieden, daß es notwendig ist, zuzuweisen:</b>	
der Rückstellung für außerordentliche Verwaltungskosten ...	1 000 000
der Rückstellung für Unvorhergesehenes ...	15 000 000
	<u>16 000 000</u>
<b>REINGEWINN für das am 31. März 1966 abgeschlossene Geschäftsjahr ...</b>	<b>22 578 751</b>
Dazu: Vortrag aus dem Vorjahr ...	9 764 036
<b>Insgesamt verfügbarer Gewinn ...</b>	<b><u>32 342 787</u></b>
den der Verwaltungsrat der für den 13. Juni 1966 einberufenen Generalversammlung folgendermaßen zu verwenden empfiehlt:	
37,50 Goldfranken Dividende zuzüglich eines Betrages von 75,— Goldfranken, durch den die Ausschüttung auf 112,50 Goldfranken je Aktie erhöht und die nichterklärte kumulative Dividende von 129,47 Goldfranken auf 54,47 Goldfranken je Aktie verringert wird ...	22 500 000
Vortrag ...	9 842 787
	<u>32 342 787</u>

## Veränderung der Rückstellung für Unvorhergesehenes

in dem am 31. März 1966 abgeschlossenen Geschäftsjahr

	Goldfranken
Stand am 1. April 1965 ...	214 500 000
Abzüglich: Verlust im Zusammenhang mit den Kapitalanlagen in Deutschland gemäß den Haager Vereinbarungen von 1930 ...	13 300 000
	<u>201 200 000</u>
Dazu: Zuweisung von der Gewinn- und Verlust-Rechnung ...	15 000 000
Stand am 31. März 1966 gemäß Bilanz ...	<u>216 200 000</u>

## VERWALTUNGSRAT

Dr. M. W. Holtrop, Amsterdam	Vorsitzender des Verwaltungsrats, Präsident der Bank
Maurice Frère, Brüssel	Stellvertretender Vorsitzender

Hubert Ansiaux, Brüssel  
M. J. Babington Smith, London  
Karl Blessing, Frankfurt a. M.  
Dr. Rudolf Brinckmann, Hamburg  
Jacques Brunet, Paris  
Dr. Guido Carli, Rom  
Earl of Cromer, London  
Henri Deroy, Paris  
Dr. Donato Menichella, Rom  
Dr. Walter Schwegler, Zürich  
Per Åsbrink, Stockholm

### Stellvertreter

Dr. Paolo Baffi, Rom, oder  
Prof. Pietro Stoppani, Rom  
Bernard Clappier, Paris, oder  
Gilbert Bouchet, Paris  
Sir Maurice Parsons, London, oder  
R. G. Raw, London  
Cecil de Strycker, Brüssel

## DIREKTION

Gabriel Ferras	Generaldirektor
Dr. Milton Gilbert	Volkswirtschaftlicher Berater, Chef der Währungs- und Wirtschaftsabteilung
Dr. Antonio d'Aroma	Generalsekretär, Chef des Generalsekretariats
Dr. Hans H. Mandel	Chef der Bankabteilung
D. H. Macdonald	Direktor
Georges Janson	Direktor
Henri Guisan	Rechtsberater
Dr. Antonio Rainoni	Direktor

---

Jan Knap

Beigeordneter Direktor